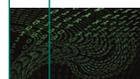


Национальный Банк Польши

АО Национальный депозитарий ценных бумаг

АО Фондовая биржа в Варшаве

**Расчетно-клиринговые  
системы по ценным  
бумагам в Польше  
и в Европейском союзе**



Публикацию подготовили:

**NBP**  
Narodowy Bank Polski  
Национальный Банк Польши

**kdpw**   
АО Национальный депозитарий ценных бумаг

 **GIEŁDA PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH  
w Warszawie**  
АО Фондовая биржа в Варшаве

Редакция и координация публикации:

Беата Врубель  
Каролина Наконечны

Авторы публикации:

<b>НБП</b> Беата Врубель Каролина Наконечны Малгожата Капис Малгожата Пайковска	<b>АО НДЦБ</b> Анна Зелиньска  <b>ВФБ</b> Эльжбета Будревич
---	---

Публикация доступна на Интернет-странице:  
[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)  
[www.kdpw.com.pl](http://www.kdpw.com.pl)  
[www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Верстка:  
Рекламное агенство Art Group Sp. z o.o.

Печать:  
Drukarnia NBP

Издатель:  
Narodowy Bank Polski  
Departament Edukacji i Wydawnictw  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. 022 653 23 35, faks 022 653 13 21

ISBN 978-83-901094-6-6

## К читателям



**NBP**  
Narodowy Bank Polski

Читателям предлагается ознакомиться с публикацией, которая стала результатом плодотворного сотрудничества трех учреждений, т.е. Национального Банка Польши, АО Национальный депозитарий ценных бумаг и АО Фондовая биржа в Варшаве. Каждая из этих организаций играет свою, необыкновенно важную для функционирования финансового рынка, роль, каждая из них заинтересована в быстром развитии пост-трейдинговых услуг в Польше, а также в их гармонизации со стандартами Европейского союза. Безопасное и эффективное функционирование систем расчетов по ценным бумагам имеет существенное значение для реализации таких задач НБП, как проведение операций в области денежной политики, организация денежных расчетов и действия по повышению уровня стабильности финансовой системы. Развитие этой сферы рынка капитала в огромной мере зависит от уровня знаний участников финансового рынка в этой области, а доступ к информации осложнен незначительным количеством публикаций на польском рынке, посвященных именно этой тематике. Надеюсь, что публикация, которую мы передаем в руки читателя, заинтересует всех тех, кто связан с развитием польского финансового рынка, и тех, кому близка эта тематика.

**Адам Тохманьски** с 1987 г. работает в Национальном Банке Польши, где в 1992-1998 г.г. занимал пост директора Департамента счетов банков, а с 1998 г. был директором Департамента платежной системы. Секретарь Совета по вопросам платежной системы при НБП с момента создания этого органа. С 1995 г. член Наблюдательного совета АО Национальный депозитарий ценных бумаг.



**kdprw**

Я рада возможности представить читателям эту публикацию, подготовленную совместно с другими учреждениями. Надеюсь, что она поспособствует углублению знаний относительно сути пост-трейдинговых процессов, происходящих на рынке капитала, и поможет также осознать значимость этих процессов для обеспечения четкого функционирования фондового рынка. АО Национальный депозитарий ценных бумаг, как одно из основных звеньев инфраструктурной цепи польского фондового рынка, принимает активное участие в действиях, целью которых является его поддержка и развитие, в том числе в популяризации тематики функционирования рынка и его инфраструктуры. Эти действия обусловлены и подкреплены нашей уверенностью в том, что для развития рынка капитала необходимо углубление знаний его нынешних и потенциальных участников.

Я надеюсь, что эта публикация станет ценным источником информации для всех тех, кого интересует функционирование финансового рынка.

**Эльжбета Пустола** является Председателем Правления АО НДЦБ с ноября 1994 г. (с самого начала существования компании). Кроме того, она является членом Президиума Координационного комитета по развитию биржевой системы, Совета по вопросам платежной системы, а также Совета по развитию стандартов рынка капитала. С 25 мая 2007 г. выполняет функцию Секретаря European Central Securities Depositories Association.



**GIEŁDA PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH  
w Warszawie**

Молодой польский рынок капитала является наиболее динамичным рынком Центральной и Восточной Европы. Достижение такой позиции было обусловлено многими факторами. Несомненно, важную роль сыграл тот факт, что развитие рынка в Польше проходило комплексным образом, то есть охватывало все так называемые «звенья ценности» – как сферу биржевого обращения, так и сферу расчетов и клиринга. Польский опыт подтверждает также вес и значение знаний, и их популяризации для развития рынка ценных бумаг. Независимо от достигнутого уровня, знания о функционировании рынка капиталов следует постоянно углублять. В частности, вопросы, касающиеся клиринга и расчетов по ценным бумагам, повсеместно воспринимаются как «черная магия». И поэтому участие Варшавской фондовой биржи в совместной инициативе подготовки этого отчета кажется вполне очевидным. Фрагменты отчета, которые разработала ВФБ, относятся к вопросам, связанным с функционированием биржи. Надеюсь, что они помогли представить полную и углубленную картину польского рынка.

**Д-р Lidia Adamska**, с 1994 г. работает на Варшавской фондовой бирже, занимая руководящие посты, в том числе в качестве директора Отдела стратегического планирования. С июня 2006 г. является членом Правления АО Варшавская фондовая биржа.

## Авторы публикации



NBP  
Narodowy Bank Polski

**Беата Врубель**, сотрудник Национального Банка Польши с 1999 г. В течение последних 5 лет руководит Отделом систем клиринга ценных бумаг в Департаменте платежной системы, до этого работала в Отделе систем крупных платежей, также в ДПС. Окончила факультет финансов и банковского дела Экономической академии в Кракове, а также последипломный европейский курс в Варшавском университете.



NBP  
Narodowy Bank Polski

**Каролина Наконечны**, сотрудник Национального Банка Польши с 2004 г., специалист в Отделе систем клиринга ценных бумаг в Департаменте платежной системы. Выпускница факультета права и администрации Варшавского университета, а также последипломного курса европейского права в Варшавском университете.



NBP  
Narodowy Bank Polski

**Малгожата Капис**, сотрудник Национального Банка Польши с 1986 г. В течение последних 14 лет руководит Отделом регистрации ценных бумаг в Департаменте внутренних операций. Выпускница факультета экономических наук Варшавского университета.



NBP  
Narodowy Bank Polski

**Малгожата Пайковска**, сотрудник Национального Банка Польши с 1986 г., старший специалист в Отделе регистрации ценных бумаг в Департаменте внутренних операций. Окончила Высшую школу предпринимательства и менеджмента им. Леона Козьминского в Варшаве, а также факультет права и администрации Варшавского университета.



kdpw

**Анна Зелиньска**, сотрудник АО Национальный депозитарий ценных бумаг, где работает уже 12 лет. С 2007 г. старший специалист в Отделе международного сотрудничества и гармонизации, ранее работала, в частности, в Отделе развития и анализов АО НДЦБ. Окончила факультет финансов и банковского дела Высшей коммерческой школы в Варшаве, а также последипломный европейский курс в Варшавском университете.



GIEMBA PAPIEROW  
WARTOSCICWNYCH  
w Warszawie

**Эльжбета Будревич**, является сотрудником АО Варшавская фондовая биржа уже более 10 лет, старший специалист в Отделе анализов и стратегической информации, ранее работала в Отделе стратегического планирования. Окончила факультет финансов и банковского дела Высшей коммерческой школы в Варшаве, а также последипломный курс оценки стоимости публичных компаний в Высшей коммерческой школе в Варшаве.

# Содержание

<b>К читателям</b> .....	<b>3</b>
<b>Авторы публикации</b> .....	<b>4</b>
<b>Перечень таблиц</b> .....	<b>9</b>
<b>Перечень схем</b> .....	<b>9</b>
<b>Перечень графиков</b> .....	<b>9</b>
<b>Перечень аббревиатур.</b> .....	<b>10</b>
<b>Вступление</b> .....	<b>16</b>
<b>Глава 1</b>	
<b>Описание процессов, происходящих на рынке капитала, а также субъектов, участвующих в этих процессах</b> .....	<b>18</b>
1.1. Основные процессы, происходящие на рынке капитала.....	18
1.1.1. Эмиссия ценных бумаг.....	19
1.1.1.1. Цели и выгоды, следующие из эмиссии .....	20
1.1.1.2. Процесс эмиссии.....	21
1.1.2. Регистрация и депонирование ценных бумаг .....	24
1.1.3. Заключение сделок.....	27
1.1.4. Клиринг .....	29
1.1.5. Расчет.....	31
1.2. Субъекты, действующие на рынке капитала и их роль .....	33
1.2.1. Эмитенты.....	33
1.2.1.1. Эмитенты акций.....	33
1.2.1.2. Эмитенты облигаций.....	34
1.2.2. Инвесторы .....	35
1.2.3. Инвестиционные фирмы и банки.....	38
1.2.4. Операторы платформ обращения .....	39
1.2.4.1. АО Варшавская Фондовая Биржа.....	40
1.2.4.2. АО MTS-СеТО.....	41
1.2.5. Расчетные палаты и центральные контрагенты .....	42
1.2.6. Депозитарии ценных бумаг .....	43
1.2.7. Надзорные и регуляторные органы .....	45
1.2.8. Центральные банки.....	47

## Глава 2

### История и нынешняя деятельность центральных контрагентов и депозитариев ценных бумаг в странах Европейского союза и в Польше . . . 49

2.1.	Инфраструктура депонирования, клиринга и расчетов по ценным бумагам в Европейском союзе – развитие и актуальное состояние .....	49
2.1.1.	Развитие и нынешняя роль центральных контрагентов в странах Евросоюза .....	49
2.1.1.1.	История создания клиринговых палат и центральных контрагентов .....	49
2.1.1.2.	Нынешняя роль центральных контрагентов .....	52
2.1.1.3.	Урегулирования и надзор.....	58
2.1.1.4.	Тенденции .....	58
2.1.1.5.	Целевая модель расчетов на рынке ЕС.....	64
2.1.2.	Развитие и нынешняя роль центральных депозитариев ценных бумаг, в том числе международных центральных депозитариев ценных бумаг в странах Евросоюза .....	65
2.1.2.1.	История создания депозитариев .....	65
2.1.2.2.	Нынешняя роль депозитариев ценных бумаг.....	67
2.1.2.3.	Урегулирования и надзор.....	77
2.1.2.4.	Тенденции.....	80
2.1.2.5.	Целевая модель .....	88
2.1.3.	Актуальная степень капитальной и операционной интеграции центральных депозитариев и центральных контрагентов в Евросоюзе.....	90
2.1.3.1.	Уровень внутренней и международной интеграции .....	90
2.1.3.2.	Деятельность в сфере интеграции инфраструктуры по предоставлению пост-трейдинговых услуг в Евросоюзе.....	91
2.2.	Инфраструктура депонирования, клиринга и расчетов в Польше – история и нынешнее состояние .....	93
2.2.1.	История и нынешняя роль АО Национальный депозитарий ценных бумаг .....	93
2.2.1.1.	История создания АО НДЦБ.....	93
2.2.1.2.	Характеристика системы НДЦБ .....	96
2.2.2.	История и нынешняя роль Регистра ценных бумаг .....	110
2.2.2.1.	История создания РЦБ.....	110
2.2.2.2.	Характеристика РЦБ .....	112

## Глава 3

### Направления в изменениях функционирования клиринговых палат, центральных контрагентов и депозитариев ценных бумаг в мире, в Европейском союзе и в Польше . . . . . 123

3.1.	Цели интеграции в сфере депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в Евросоюзе . . . . .	123
3.2.	Международные инициативы в сфере депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в Евросоюзе . . . . .	125
3.2.1.	Международные нормативные инициативы . . . . .	125
3.2.1.1.	Гагская конвенция . . . . .	125
3.2.1.2.	Конвенция UNIDROIT . . . . .	126
3.2.2.	Международные рекомендации для систем клиринга ценных бумаг и центральных контрагентов . . . . .	127
3.2.2.1.	Роль BIS . . . . .	127
3.2.2.2.	Роль IOSCO . . . . .	132
3.2.2.3.	Совместные инициативы BIS и IOSCO . . . . .	134
3.2.3.	Международные отраслевые инициативы . . . . .	136
3.2.3.1.	Работы «Группы тридцати» . . . . .	136
3.2.3.2.	Работы ISSA . . . . .	138
3.2.3.3.	Работы SMPG . . . . .	139
3.3.	Инициативы, предпринимаемые в рамках Евросоюза . . . . .	139
3.3.1.	Европейский совет и Совет Европейского союза . . . . .	139
3.3.2.	Европейская комиссия . . . . .	141
3.3.2.1.	Директивы . . . . .	141
3.3.2.2.	Коммюнике . . . . .	146
3.3.2.3.	Белая книга по вопросу политики финансовых услуг на 2005–2010 годы . . . . .	151
3.3.2.4.	Отчет Ламфалусси . . . . .	152
3.3.2.5.	Отчеты Джиованнини . . . . .	155
3.3.2.6.	Принятие Code of Conduct и создание Группы мониторинга . . . . .	157
3.3.2.7.	Financial Integration Monitor . . . . .	158
3.3.3.	Европейская система центральных банков и Европейский центральный банк . . . . .	160
3.3.3.1.	Надзорная роль ЕЦБ . . . . .	161
3.3.3.2.	ЕЦБ как пользователь пост-трейдинговой инфраструктуры . . . . .	162
3.3.3.3.	Участие ЕЦБ в создании пост-трейдинговой инфраструктуры . . . . .	164
3.3.3.4.	Роль ЕЦБ в популяризации безопасности и эффективности расчетов и клиринга . . . . .	172

3.3.4. Европейские отраслевые инициативы.....	175
3.3.4.1. ECSDA.....	175
3.3.4.2. EACH.....	176
3.3.4.3. FESE .....	177
3.3.4.4. Code of Conduct .....	177
3.4. Развитие инфраструктуры рынка капитала в Польше .....	181
3.4.1. Правительственные программы.....	181
3.4.2. Влияние действия и направлений стратегического развития ВФБ на интеграцию инфраструктуры депонирования, клиринга и расчетов по ценным бумагам в Польше .....	187
3.4.2.1. Стратегия Варшавской фондовой биржи .....	187
3.4.2.2. Влияние направлений стратегического развития ВФБ на развитие расчетной системы .....	189
3.4.3. Прогнозируемые направления развития системы НДСБ и участие в работах по гармонизации .....	190
3.4.3.1. Стратегия АО НДСБ .....	190
3.4.3.2. Участие в работах ECSDA .....	193
3.4.3.3. Участие в работах EACH .....	194
3.4.3.4. Участие в работах SMPG .....	194
3.4.3.5. Участие в работах RRRF .....	195
3.4.3.6. Участие в законодательной деятельности .....	195
3.4.4. Деятельность НБП в сфере развития пост-трейдинговых услуг ....	195

<b>Эпилог .....</b>	<b>198</b>
<b>Библиография .....</b>	<b>201</b>
<b>Нормативно-правовые документы .....</b>	<b>201</b>
<b>Остальные источники .....</b>	<b>202</b>

## Перечень таблиц

Таблица 1. Дата начала деятельности нынешних ССР.....	51
Таблица 2. Субъекты, осуществляющие клиринг сделок, предметом которых являются ценные бумаги и производные инструменты .....	52
Таблица 3. Юридическая форма и структура собственности центральных контрагентов в Евросоюзе.....	55
Таблица 4. Финансовые инструменты и платформы обращения, обслуживаемые центральными контрагентами в Евросоюзе.....	57
Таблица 5. Связь между центральными контрагентами .....	61
Таблица 6. Характеристика CSD, функционирующих в Евросоюзе в настоящее время.....	70
Таблица 7. Избранные структуры, занимающиеся проблематикой расчетов и клиринга ценных бумаг в Евросоюзе .....	159
Таблица 8. Сопоставление некоторых инициатив в сфере расчетов и клиринга ценных бумаг .....	178

## Перечень схем

Схема 1. Основные процессы, происходящие на рынке капитала, и участвующие в них субъекты, .....	18
Схема 2. Система регистрации ценных бумаг в Польше .....	26
Схема 3. Структура вторичного обращения ценных бумаг .....	27
Схема 4. Схема функционирования ССВМ.....	169
Схема 5. Схема функционирования T2S .....	171

## Перечень графиков

График 1. Обороты в CSD в Евросоюзе в 2006 г. (общая стоимость обработанных инструкций).....	69
--	----

## Перечень аббревиатур

Аббревиатура	Наименование на английском языке	Наименование на русском языке
ANNA	Association of National Numbering Agencies	—
AS	Ancillary System	внешняя система
ASI	Ancillary System Interface	—
ASO	Multilateral Trading Facility	альтернативная система обращения
BIC	Bank Identifier Code	—
BIS	Bank for International Settlements	Банк международных расчетов
CA	Corporate Action	операции с ценными бумагами
CBF	Clearstream Banking Frankfurt	—
CBL	Clearstream Banking Luxembourg	—
CCBM	Correspondent Central Banking Model	модель центральных банков корреспондентов
CCBM2	Collateral Central Bank Management	—
CCB	Correspondent Central Bank	зарубежный центральный банк
CCP	Central Counterparty	центральный контрагент
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group	Группа экспертов для консультаций и мониторинга по клирингу и расчетам
CeTO		Центральная Таблица Предложений
CESR	Committee of European Securities Regulators	Комитет европейских регуляторов ценных бумаг
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems	Комитет по платежным и расчетным системам
CRBS	—	Центральный регистр казначейских бонов
CSD	Central Securities Depository	Центральный депозитарий ценных бумаг
CoC	European Code of Conduct for Clearing and Settlement, Code of Conduct	Европейский кодекс поведения по клирингу и расчетам
COGESI	Contact Group on Euro Securities Infrastructure	Контактная группа по вопросам инфраструктуры ценных бумаг в евро
DFS	Detailed Functional Specifications	Детальные функциональные спецификации

<b>Аббревиатура</b>	<b>Наименование на английском языке</b>	<b>Наименование на русском языке</b>
DSP NBP	Payment Systems Department in NBP	Департамент платежной системы в НБП
DSPW	—	Дилер казначейских ценных бумаг
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation	—
DvP	delivery versus payment	поставка против оплаты
EACH	European Association of Central Counterparty Clearing Houses	Европейская ассоциация клиринговых домов
EBC	European Central Bank	Европейский центральный банк
ECAF	Eurosystem credit assessment framework	—
ECAI	External credit assessment institutions	—
ECMI	European Capital Markets Institute	—
ECGI	European Corporate Governance Institute	—
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council	Совет по экономическим и финансовым вопросам
ECSA	European Credit Sector Associations	—
ECSDA	European Central Securities Depositories Association	Европейская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг
EFC	Economic and Financial Committee	Экономико-финансовый комитет
EMI	European Monetary Institute	Европейский монетарный институт
EOG	European Economic Area	Европейская экономическая зона
ESF	European Securities Forum	Европейский форум ценных бумаг
ESBC	European System of Central Banks	Европейская система центральных банков
ESC	European Securities Committee	Европейский комитет по ценным бумагам
ESDI	—	Электронная система распространения информации
ESME	European Securities Markets Expert Group	Группа экспертов по вопросам европейского рынка ценных бумаг
ESRC	European Securities Regulators Committee	Комитет европейских регуляторов рынков ценных бумаг

Аббревиатура	Наименование на английском языке	Наименование на русском языке
FCD	Financial Collateral Directive	Директива 2002/47/ЕС Европейского парламента и Совета от 6 июня 2002 г. по вопросу установления финансового обеспечения
FESCO	Forum of European Securities Commissions	—
FISCO	Fiscal Compliance Group	Группа экспертов по вопросам соответствия налогового урегулирования в сфере клиринга и расчетов
FESE	Federation of European Securities Exchanges	Федерация европейских фондовых бирж
FoP	free of payment	поставка без платежа
FSAP	Financial Services Action Plan	План действия в области финансовых услуг
FSC	Financial Services Committee	Комитет по финансовым услугам
FSPG	Financial Services Policy Group	Группа по вопросам политики финансовых услуг
G-10	Group of Ten	Группа десяти
G-30	Group of Thirty	Группа тридцати
GPW (ВФБ)	Warsaw Stock Exchange	АО Варшавская фондовая биржа
GUR	general clearing member	генеральный участник клиринговой палаты
HCB	Home Central Bank	национальный центральный банк
ICAS	In-house credit assessment systems	
ICSD	International Central Securities Depository	Международный центральный депозитарий ценных бумаг
IIMG	Inter-institutional Monitoring Group	Межинституциональная группа по мониторингу
IMF	International Monetary Fund	Международный валютный фонд
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	Международная ассоциация комиссий по ценным бумагам
IPO	initial public offering	первое публичное размещение акций
IRB	internal ratings-based systems	—
ISD	Investment Services Directive	Директива Совета 93/22/ЕЭС от 10 мая 1993 г. по вопросу инвестиционных услуг в области ценных бумаг

<b>Аббревиатура</b>	<b>Наименование на английском языке</b>	<b>Наименование на русском языке</b>
ISDA	International Swap & Derivatives Association	Международная ассоциация по свопам и производным ценным бумагам
ISIN	International Securities Identifying Number	Международный идентификационный код ценной бумаги
ISSA	International Securities Services Association	
KERM	—	Экономический комитет Совета министров
KDPW (НДЦБ)	—	система расчетов по сделкам с ценными бумагами в АО НДЦБ
KDPW SA (АО НДЦБ)	National Depository for Securities	АО Национальный депозитарий ценных бумаг
KE/EC	European Commission	Европейская комиссия
KNF	Polish Financial Supervision Authority	Комиссия финансового надзора
KNUiFE	—	Комиссия надзора за страхованиями и пенсионными фондами
KPWIG	Polish Securities Commission	Комиссия по ценным бумагам и биржам
KRM	—	Комитет Совета министров
LCG	Legal Certainty Group	Группа по вопросам правовой определенности
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive	Директива 2004/39/EC Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. по вопросу рынков финансовых инструментов
MIG	Market Implementation Group	—
NMPG	National Market Practice Group	—
MOG	Monitoring Group	Группа по мониторингу
MOU	Memorandum of Understanding	—
NBP (НБП)	National Bank of Poland	Национальный Банк Польши
NIK		Идентификационный номер клиента
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development	Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)
ОеКВ	Oesterreichische Kontrollbank AG	Центральный депозитарий ценных бумаг в Австрии

Аббревиатура	Наименование на английском языке	Наименование на русском языке
OFE	—	открытый пенсионный фонд
OTC	over-the-counter	сделки, заключаемые вне регулируемого рынка
PE	European Parliament	Европейский парламент
PI	Payment Interface	—
PRIMA	Place of the Relevant Intermediary Approach	—
PTE	—	всеобщее пенсионное общество
RBD	—	Совет банков-депозитариев
RBP	—	Реестр денежных бонов
RCCP	CPSS-IOSCO Recommendations for central counterparties	Рекомендации для центральных контрагентов
RE	European Council	Европейский совет
RPW	—	Реестр ценных бумаг
RRG	—	Совет по вопросам биржевого рынка
RRK	—	Совет по вопросам рынка капитала
RRRF	—	Совет по вопросам развития финансового рынка
RSSS	CPSS-IOSCO Recommendations for Securities Settlement Systems	Рекомендации для систем расчетов по ценным бумагам
RT	rating tools	—
RTGS	Real Time Gross Settlement	валовые расчеты в реальном времени
RUE	Council of the European Union	Совет Европейского союза
SEG	—	Ассоциация биржевых эмитентов
SFD	Settlement Finality Directive	Директива 98/26/ЕС Европейского парламента и Совета от 19 мая 1998 г по вопросу окончания расчетов в платежно-расчетных системах ценных бумаг
SMPG	Securities Market Practice Group	—
SORBNET	—	система платежей в злотых в НБП
SORBNET-EURO	—	система платежей в евро в НБП

Аббревиатура	Наименование на английском языке	Наименование на русском языке
SPO	secondary public offering	вторичное публичное предложение акций
S&R	Settlement and Reconciliation	расчет и согласование
SRPW	—	система расчетов по ценным бумагам
SSP	Single Shared Platform	единая общая платформа
SSS	Securities Settlement System	система расчетов по сделкам с ценными бумагами
STP	straight-through-processing	сквозная обработка транзакций
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system	трансъевропейская автоматизированная экспресс-система валовых расчетов в реальном времени
TFI	—	общество инвестиционных фондов
TWE	Treaty establishing the European Community	Трактат об установлении Европейского сообщества
T2S	TARGET2-Securities	—
UE	European Union	Европейский союз
UGW	Economic and Monetary Union	Экономический и валютный союз
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law	Международный институт унификации гражданского права
WZA	—	общее собрание акционеров
ZBP	—	Союз польских банков
ZSZR	—	Интегрированная система управления риском
ZUR	ordinary clearing member	обыкновенный участник клиринга
ZUS	—	Управление социального страхования

Среди процессов, происходящих на рынке капитала, депозитарные, расчетные и клиринговые функции менее заметны, чем заключение сделок, а знания о функционировании депозитариев ценных бумаг и расчетно-клиринговых систем гораздо менее популярны, чем знания о биржах ценных бумаг. Тем временем роль пост-трейдинговых процессов невозможно переоценить. Иногда пост-трейдинговую инфраструктуру сравнивают с водно-канализационной системой в большом городе: если все действует хорошо, никто не думает о ее значении, но в случае аварии многие жители города остро ощущают последствия неполадок. Подобным образом дело обстоит с системами расчета и клиринга сделок, предметом которых являются ценные бумаги. Пока эти системы действуют эффективно с соблюдением высоких стандартов безопасности, они не привлекают к себе внимания, но в случае возникновения проблем, которые могли бы привести к резкому увеличению системного риска на рынке капитала – многие участники рынка могли бы потерпеть убытки.

Поэтому целью нашей публикации является систематизация и популяризация знаний о процессах, происходящих на рынке капитала, с особым учетом депозитарно-расчетно-клиринговых функций. Мы хотим помочь понять, какое значение имеют эти процессы для правильного функционирования финансового рынка.

Публикация появляется в очень интересное время, учитывая факт, сколько в последние годы появилось инициатив, целью которых является повышение эффективности, конкурентоспособности и безопасности функционирования пост-трейдинговой инфраструктуры в Европейском союзе. Это в значительной мере результат повышенного интереса к этой деятельности со стороны различных структур ЕС, объединяющих участников рынка, а также регуляторных и надзорных органов рынка капитала. Эта заинтересованность, в свою очередь, обоснована стремлением к созданию общего европейского финансового рынка, а также необходимостью ликвидировать существующие препятствия в реализации эффективных трансграничных расчетов и клиринга на уровне Европейского союза, что привело бы к уравниванию оплат за клиринг и расчеты по трансграничным сделкам с оплатами внутри страны.

Следует обратить внимание на факт, что в Польше существует современная и развитая депозитарно-расчетно-клиринговая инфраструктура на европейском уровне. Кроме того, участники польского рынка капитала принимают активное участие во многих европейских инициативах, направленных на повышение

эффективности и безопасности пост-трейдинговой инфраструктуры путем гармонизации урегулирований, рыночной практики и операционных систем.

Данная публикация состоит из трех глав. В первой главе представлены теоретические знания о главных процессах, происходящих на рынке капитала, а также о субъектах, участвующих в этих процессах, причем особое внимание уделяется специфике польских решений. Следовательно, читатель может ознакомиться с сутью и процессом эмиссии ценных бумаг, регистрирования и депонирования ценных бумаг, заключения сделок, а также с их клирингом и расчетом. Кроме того, читатель может узнать, какую роль на рынке капитала играют эмитенты, инвесторы, инвестиционные фирмы и банки, операторы платформ обращения, расчетные палаты и центральные контрагенты, депозитарии ценных бумаг, центральные банки, а также регулирующие и надзорные органы.

Во второй главе представлена история и нынешнее состояние депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в странах Европейского союза, в том числе в Польше. В первую очередь читатель знакомится с историей появления центральных контрагентов и депозитариев ценных бумаг в странах Европейского союза, с субъектами, которые в настоящее время играют наиболее существенную роль в этой сфере, с направлениями изменений в их деятельности, а также с аспектами надзора и урегулирований на уровне Евросоюза. Вторая часть главы описывает историю и функционирование депозитариев ценных бумаг, которые обслуживают регистрацию, депонирование, клиринг и расчеты по заключаемым в Польше сделкам, предметом которых являются финансовые инструменты.

Третья глава посвящена направлениям в изменениях функционирования клиринговых палат, центральных контрагентов, а также депозитариев ценных бумаг в мире и в Евросоюзе на протяжении последних нескольких лет. В частности, в этой главе представлена роль различных международных и европейских учреждений и структур, а также их инициативы, направленные на повышение уровня безопасности, эффективности и гармонизации способа реализации пост-трейдинговых услуг, а также участие в этих инициативах польских учреждений. На этом фоне представлена стратегия развития польской инфраструктуры рынка капитала.



# Глава 1

## Описание процессов, происходящих на рынке капитала, а также субъектов, участвующих в этих процессах

### 1.1. Основные процессы, происходящие на рынке капитала

Основные процессы, происходящие на рынке капитала, сосредоточены на создании ценных бумаг и на перемещении права собственности по этим бумагам между инвесторами. С этой точки зрения рынок капитала<sup>1</sup> делится на первичный рынок (*primary market*) и вторичный рынок (*secondary market*). Первичный рынок охватывает эмиссию (*issue*) и продажу ценных бумаг инвесторам,

Схема 1. Основные процессы, происходящие на рынке капитала, и участвующие в них субъекты



\* Для упрощения на схеме пропущено – как и в случае регистрации – понятие депонирования, под которым подразумевается передача на хранение ценных бумаг, выступающих в материальной форме, учреждению, предоставляющему депозитарные услуги.

Источник: Разработка НБП.

которые осуществляются хозяйственными субъектами, имеющими право на проведение их эмиссии. На первичном рынке происходит привлечение капитала эмитентом. Вторичный же рынок охватывает обращение эмитированными ценными бумагами, т.е. заключение инвесторами сделок купли-продажи, предметом которых являются ценные бумаги. Эти сделки могут заключаться как в рамках

<sup>1</sup> Рынок капитала – сегмент финансового рынка, на котором происходит обращение ценных бумаг с первичным периодом выкупа, превышающим один год. Один год для первичного периода выкупа обычно является общепринятым часовым интервалом, отделяющим денежный рынок от рынка капитала.

организованного обращения (например, на бирже), так и за его пределами. Ценные бумаги данного эмитента являются предметом обращения без участия эмитента.

Обслуживание процессов, связанных с обращением ценных бумаг в бездокументарной форме, включает, прежде всего, заключение инвесторами сделки (*trading*), предметом которой являются ценные бумаги, а также пост-трейдинговые операции (*post-trading activities*), в частности клиринг (*clearing*) сделки, то есть вычисление взаимных обязательств сторон сделки, и расчет (*settlement*), то есть передача ценных бумаг от продавца к покупателю и корреспондирующая передача денег от покупателя к продавцу. Институциональные решения, служащие для хранения (*safekeeping, custody*) ценных бумаг, а также клиринга и расчета сделки, предметом которой являются ценные бумаги, называются системой расчета ценных бумаг (SRPW)<sup>2</sup>. Основные процессы, происходящие на рынке капитала, и участвующие в них субъекты, представлены на схеме 1.

### 1.1.1. Эмиссия ценных бумаг

Каталог финансовых инструментов (*financial instruments*), к которым относятся также ценные бумаги (*securities*), являющиеся предметом обращения на данном рынке капитала, зависит от действующих нормативно-правовых актов, и в связи с этим каталоги на отдельных рынках могут отличаться друг от друга.

В Польше, согласно закону об обращении<sup>3</sup>, финансовыми инструментами являются ценные бумаги, а также инструменты, которые не имеют статуса ценных бумаг: доли участия в компаниях совместного инвестирования, инструменты денежного рынка, фьючерсные контракты, форвардные договоры, свопы, опционы, производные товарные инструменты<sup>4</sup>, а также другие инструменты, допущенные к обращению на регулируемом рынке (либо такие, по отношению к которым ведется ходатайство о допуске).

Ценными бумагами являются акции, облигации, преимущественные права на акции, права на акции, подписка на варранты, депозитарные расписки, закладные письма, инвестиционные сертификаты и другие отчуждаемые финансовые инструменты, перечисленные в Законе

<sup>2</sup> *Securities Settlement System (SSS) – The full set of institutional arrangements for confirmation, clearance and settlement of securities trades and safekeeping of securities (Recommendations for securities settlement systems, CPSS-IOSCO, ноябрь 2001 г.)*. Определение системы расчета по ценным бумагам, представленное в тексте, не включает в себя подтверждение условий сделки (*confirmation*) в связи с тем, что зачастую это считается частью процесса клиринга сделки, так же, как сопоставление заявок (фр. *comparaison*, англ. *matching*).

<sup>3</sup> ст. 2, пар. 1 Закона от 29 июля 2005 г. об обращении финансовых инструментов, Dz.U. – Вестник Законов, № 183, поз. 1538, с изм.

<sup>4</sup> Имущественные права, цена которых непосредственно или косвенно зависит от стоимости товаров определенного вида, определенных видов энергии, индексов и лимитов объема продукции или эмиссии загрязнений

об обращении финансовыми инструментами<sup>5</sup>, в том числе производные права. Ценные бумаги могут выступать в форме бумажного или дематериализованного документа. Дематериализация (*dematerialization*) означает, что ценные бумаги существуют исключительно в форме электронной записи в системе депозитария ценных бумаг, либо записи в информационной системе инвестиционной фирмы или банка. Ценные бумаги, являющиеся предметом обращения на регулируемом рынке в Польше, выступают исключительно в дематериализованной форме и регистрируются в Национальном депозитарии ценных бумаг (KDPW – НДЦБ).

В свою очередь, в соответствии с терминологией, которая используется в практике обращения финансовых инструментов, можно выделить категорию производных инструментов. Производные инструменты это финансовые инструменты, стоимость которых зависит от стоимости инструмента или другого базисного актива (например, акции, валюты, процентные ставки, товары). К ним мы причислим также инструменты, которые не имеют статуса ценных бумаг (т.е. не имеют характера эмиссии), такие как фьючерсные и форвардные контракты, опционы и свопы. В эту категорию входят также производные права<sup>6</sup>, являющиеся ценными бумагами.

#### 1.1.1.1. Цели и выгоды, следующие из эмиссии<sup>7</sup>

Основной целью эмиссии ценных бумаг (главным образом, акций и облигаций) является привлечение средств для финансирования деятельности и дальнейшего развития предприятия. Эмитент, который принимает решение об эмиссии ценных бумаг в форме публичного размещения, в сочетании с котировкой акций на регулируемом рынке или в альтернативной системе обращения (АСО), может получить дополнительную выгоду, такую как повышение престижа и надежности компании, достижение маркетингового эффекта благодаря продвижению компании, рыночную оценку стоимости компании, а также обеспечение более высокой ликвидности ценных бумаг, которыми владеют инвесторы. Эмиссия может использоваться также как инструмент для поощрения работников и менеджеров компании, которая может предложить своим сотрудникам пакеты акций в рамках поощрительных пакетов.

Целью создания или предложения производных инструментов со стороны организатора обращения этими инструментами является расширение оферты финансовых инструментов, что дает инвесторам возможность использовать различные инвестиционные стратегии. К ним относятся, в частности: предохранение от риска изменения цены

<sup>5</sup> Закон от 29 июля 2005 г. об обращении финансовых инструментов, Dz.U. – Вестник Законов, № 183, поз. 1538, с изм.

<sup>6</sup> К производным правам принадлежат структурированные сертификаты, являющиеся предметом обращения на ВФБ.

<sup>7</sup> М. Pośląd, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006, s. 27, а также Bogdan Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy?*, GPW, Warszawa, 2007, s. 7.

инструмента или базисного актива (*hedging*), риск путем использования изменения цен для достижения прибыли (спекуляция), а также достижение прибыли без риска благодаря использованию разницы в оценке производного инструмента и базисного инструмента (актива) (арбитраж).

### 1.1.1.2. Процесс эмиссии

В зависимости от способа размещения ценных бумаг их эмиссия может осуществляться в форме открытого (публичного) размещения<sup>8</sup> или в форме закрытого размещения.

В случае учреждения акционерного общества мы имеем дело с учредительной эмиссией. Последующие эмиссии акций, связанные с увеличением учредительного капитала, могут происходить в форме закрытого или открытого (публичного) размещения. Облигации также могут эмитироваться в рамках закрытого или открытого (публичного) размещения.

#### Публичное размещение ценных бумаг

Публичным размещением является предоставление на территории Республики Польша, в любой форме и любым способом, по меньшей мере 100 инвесторам или неопределенному адресату, информации о ценных бумагах и условиях, касающихся их приобретения, которые являются достаточным основанием для принятия решения о приобретении данных ценных бумаг<sup>9</sup>. В эмиссии ценных бумаг в порядке публичного размещения участие принимает эмитент (субъект, эмитирующий ценные бумаги от своего имени)<sup>10</sup>. Эмитент для проведения публичного размещения ценных бумаг привлекает инвестиционную фирму (координатора процесса эмиссии) и аудитора (проверяющего финансовые отчеты). В зависимости от уровня сложности размещения, дополнительно привлекаются<sup>11</sup> юрисконсульты, специалисты по финансовому консалтингу, фирмы *public relations* и *investor relations*, а также инвестиционный субэмитент (приобретает на свой счет ценные бумаги, на которые не нашлись подписчики) или же андеррайтер, который гарантирует приобретение на свой счет ценные бумаги с целью их дальнейшего отчуждения<sup>12</sup>.

Публичное размещение или введение ценных бумаг в обращение на регулируемом рынке можно провести на основании эмиссионного проспекта, информационного меморандума, или же

<sup>8</sup> В случае первичного публичного размещения имеется в виду так называемое первичное публичное размещение (*initial public offering (IPO)*), в случае очередного публичного размещения речь идет о так наз. *secondary public offering (SPO)*.

<sup>9</sup> ст. 3 Закона от 29 июля 2005 г. о публичном размещении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему обращения, а также о публичных компаниях, Dz.U. – Вестник Законов, № 184, поз. 1539, с изм.

<sup>10</sup> Публичное размещение может также провести владелец ценных бумаг.

<sup>11</sup> M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany, KPWiG, Warszawa 2006, s. 66.

<sup>12</sup> Договор об инвестиционной субэмиссии, или иначе о гарантии размещения на условиях стэнд-бай (*standby underwriting*) или об андеррайтинге с гарантированными обязательствами (*firm commitment underwriting*) заключается с целью ограничения или исключения неудачи эмиссии.

в четко определенных случаях – без необходимости составления информационного документа.

При первом введении ценных бумаг на регулируемый рынок, в принципе, всегда требуется составление эмиссионного проспекта или информационного меморандума (в зависимости от величины размещения). Эмитент освобожден от обязанности составления эмиссионного проспекта или информационного меморандума, например, в случае публичного размещения, адресованного исключительно квалифицированным инвесторам<sup>13</sup>, а также в тех случаях, когда эмитентами являются Государственное казначейство или Национальный Банк Польши (NBP – НБП), или в тех случаях, когда это относится к ценным бумагам, единичная номинальная стоимость которых составляет не менее 50 000 евро или эквивалент этой суммы в польских злотых, или в том случае, если к обращению на регулируемом рынке допускаются акции, которые в течение очередных 12 месяцев составляют не менее 10% всех акций компании, а также в других случаях, сформулированных в Законе о публичном размещении<sup>14</sup>. В случае освобождения от необходимости составления информационного документа, эмитент или вводящий определяют объем и форму информации, передаваемой заинтересованным инвесторам.

### **Информационные документы – эмиссионный проспект и информационный меморандум**

Эмиссионный проспект является основным документом, на основе которого проводится публичное размещение, и одновременно является главным источником информации для инвесторов. На основе эмиссионного проспекта (составленного на английском языке) можно провести публичное размещение и ввести ценные бумаги в обращение на регулируемом рынке в любом членском государстве Европейского союза (ЕС). На уровне ЕС вопросы, связанные с обязанностью утверждения и публикации проспекта регулирует Директива по вопросу эмиссионного проспекта<sup>15</sup>, а также – что касается содержания и формы эмиссионного проспекта – исполнительное распоряжение<sup>16</sup> к этой директиве. Директивы функционируют в рамках национального урегулирования. Распоряжения ЕС действуют в Польше непосредственно и на польском языке. Срок действия эмиссионного проспекта составляет 12 месяцев со дня его публикации. Эмитент обязан актуализировать проспект в форме дополнительного приложения в том случае, если произошли события или возникли обстоятельства, которые могли бы существенным образом повлиять на стоимость ценной бумаги перед

<sup>13</sup> См. пункт 1.2.2 «Инвесторы».

<sup>14</sup> Исключения от требования составления эмиссионного проспекта перечислены в ст. 7 пар. 2-4 Закона о публичном размещении.

<sup>15</sup> Директива 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета от 4 ноября 2003 г. по вопросу эмиссионного проспекта в связи с публичным размещением или допуском к обращению ценных бумаг.

<sup>16</sup> Распоряжение Комиссии (ЕС) №. 809/2004 от 29 апреля 2004 г. во исполнение Директивы 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета по вопросу информации, заключенной в эмиссионных проспектах, а также формы, включение путем отнесения и публикации таких эмиссионных проспектов, а также распространения реклам.

ее введением на регулируемый рынок. Приложение должно быть утверждено Комиссией финансового надзора (KNF-КФН).

В информационном меморандуме информация представлена в меньшем объеме, чем в эмиссионном проспекте. Меморандум составляется в некоторых случаях, которые предусмотрены в Законе о публичном размещении<sup>17</sup>, например, в связи с поглощением другой компании, а также слиянием с другой компанией, при публичном размещении, размер которого не превышает 2,5 млн. евро, или по отношению к ценным бумагам, уже допущенным в обращение на другом регулируемом рынке.

### **Публичное размещение и введение финансовых инструментов в обращение**

Процесс публичного размещения акций начинается с того, что акционеры компании на Общем собрании принимают постановление о публичной эмиссии акций. Компания должна выбрать маклерский дом, который займется координацией процесса размещения, и подписать с этим домом договор. Компания должна также приступить к составлению эмиссионного проспекта совместно с аудитором, выбранным маклерским домом, а также с юрисконсультантом и советником по финансовым вопросам. Маклерский дом от имени эмитента представляет в КФН проспект вместе с заявкой об утверждении проспекта. После утверждения эмиссионного проспекта Комиссией финансового надзора маклерский дом проводит публичное размещение ценных бумаг эмитента на первичном рынке. Затем проводится регистрация акций новой эмиссии в суде и регистрация акций в НДЦБ. Если публичное размещение должно быть связано с введением акций на регулируемый рынок, следующим шагом должна стать заявка к организатору обращения относительно допуска акций к обращению на регулируемом рынке. После допуска акции компании вводятся в обращение на регулируемом рынке.

Предметом обращения могут быть также облигации. Крупнейшим эмитентом облигаций в Польше является Государственное казначейство. Казначейские ценные бумаги эмитируются министром финансов. Обращение казначейских облигаций происходит в Польше, главным образом, вне регулируемого рынка. Остальные виды облигаций, т.е. корпоративные, банковские и коммунальные, являются менее популярными. Эмиссия казначейских облигаций проходит на основании эмиссионного письма, а коммунальных облигаций – на основании информационного меморандума. Что касается эмиссий, проводимых в порядке публичного размещения, процесс эмиссии корпоративных и банковских облигаций происходит подобным образом, как и в случае эмиссии акций на основе проспекта, утвержденного Комиссией финансового надзора. Нет требования подготовки проспекта в тех случаях, когда предполагается непубличное (закрытое) размещение. В случае неказначейских облигаций для успеха эмиссии значение имеет достоверная оценка кредитоспособности

<sup>17</sup> ст. 38-42 Закона о публичном размещении.

эмитента и соответствующая оценка кредитного риска (*rating*), которую дают специализированные рейтинговые агентства (*rating agencies*).

В случае производных инструментов, не являющихся ценными бумагами<sup>18</sup>, мы не говорим о публичном размещении, а о допуске к обращению. На регулируемом рынке (в Польше таким рынком является GPW – ВФБ)<sup>19</sup> организатор обращения производными инструментами разрабатывает стандарт производных инструментов, т.е. основные элементы конструкции данного производного инструмента. Затем организатор обращения подготавливает условия обращения (в частности, способ клиринга) и направляет их на утверждение регуляторному органу рынка (КФН). После утверждения организатор обращения принимает постановление о введении инструмента в обращение. Процедуры клиринга операций, предметом которых являются производные инструменты, их учета, а также минимальный размер обеспечивающего депозита<sup>20</sup> определяет расчетно-клиринговая палата.

### **Закрытое (частное) размещение ценных бумаг**

Закрытое размещение ценных бумаг адресовано ограниченному кругу инвесторов (не более 99), и происходит на основаниях, определенных в общих законодательных положениях (в частности, в Кодексе торговых обществ – если речь идет об акциях, и в Законе об облигациях – если речь идет об облигациях). Эти бумаги могут затем быть введены в организованное обращение на АСО<sup>21</sup>, либо обращение ими может не иметь характер организованного обращения<sup>22</sup>.

#### **1.1.2. Регистрация и депонирование ценных бумаг**

**Депонирование** ценных бумаг заключается в поручении на хранение ценных бумаг, выступающих в материальной форме, учреждению, предоставляющему депозитарные услуги<sup>23</sup>. Целью депонирования является обеспечение безопасности хранения финансовых инструментов. Следствием депонирования может быть иммобилизация, то есть запись ценных бумаг на счетах депо

<sup>18</sup> Инструменты, не имеющие эмиссионного характера.

<sup>19</sup> Кроме того, в Польше производные инструменты являются также предметом обращения на регулируемом рынке. Финансовые учреждения (банки) предлагают своим клиентам заключение сделок покупки-продажи производных инструментов на основании рамочного договора. Договор создается на основании *Рекомендаций ZBP (Союза польских банков) по заключению избранных сделок на польском межбанковском рынке*, внутренних регламентов (регламент продукта, регламент сделки и т.д.) либо на основании рекомендаций ISDA (*International Swap & Derivatives Association*). Процедуры по определению гарантийного депозита и клирингу сделки устанавливает финансовое учреждение, предлагающее производные инструменты.

<sup>20</sup> Это один из элементов управления клиринговым риском, используемый в НДЦБ. Более подробно он описан в пунктах 1.1.4 «Клиринг» и 2.2.1.2 «Характеристика системы НДЦБ».

<sup>21</sup> Альтернативная система обращения, то есть англ. *Multilateral Trading Facility*.

<sup>22</sup> Смотри также пункт 1.1.3 «Заключение сделок».

<sup>23</sup> В документе EK Draft Working Document on Post-Trading «deposit» определен как «the storage of physical securities on behalf of others». Смотри пункт 2.1.2.2 «Роль депозитариев ценных бумаг сегодня».

в депозитарии ценных бумаг. С этого момента бумаги начинают функционировать в обращении в форме бухгалтерской записи на счете ценных бумаг, открытом для их владельца в депозитарии либо в инвестиционной фирме, причем депонированные материальные бумаги не подлежат аннулированию.

Термин **регистрация** относится к дематериализованным ценным бумагам (ценные бумаги, существующие исключительно в форме бухгалтерской записи) и обозначает записывание введенных в оборот ценных бумаг по системе счетов, ведением которых занимается депозитарий ценных бумаг.

Согласно с законом об обращении финансовых инструментов<sup>24</sup> депонирование ценных бумаг является системой регистрации дематериализованных ценных бумаг, включая счета в ценных бумагах и счета депо. В Польше оператором этой системы для большинства финансовых инструментов является, в соответствии с законодательством, АО Национальный депозитарий ценных бумаг (KDPW SA – АО НДЦБ), а для казначейских бонов, эмитированных Министерством финансов, и денежных бонов, эмитированных НБП – Реестр ценных бумаг (РЦБ), ведением которого занимается НБП.

Регистрация ценных бумаг производится по заявке эмитента. В заявке указаны количество и характерные черты ценных бумаг данной эмиссии. После положительного рассмотрения заявки, учреждение, занимающееся депонированием ценных бумаг, издает распоряжение о приемке ценных бумаг. В связи с взаимозаменяемостью<sup>25</sup> (*fungibility*) все ценные бумаги данной эмиссии обозначаются единым кодом по решению учреждения, занимающегося депонированием ценных бумаг (в Польше применяется код ISIN – *International Securities Identifying Number*)<sup>26</sup> и записываются на эмиссионном счете, открытом в депозитарии ценных бумаг. Состояние этого счета является показателем размера эмиссии<sup>27</sup>.

Регистрация ценных бумаг в депозитарии производится по принципу двойной записи: запись на эмиссионном счете соответствует записи на счете депо, создавая в совокупности полную картину состояния ценных бумаг, принадлежащих инвесторам. Счета депо могут вестись на индивидуальном уровне (*direct holding system*) либо на уровне посредников: доверительных банков и маклерских домов (*indirect holding system*). При использовании первой модели депозитарий ценных бумаг ведет, кроме эмиссионных счетов, также счета депо непосредственно для конечных инвесторов. Этот принцип, используемый на некоторых рынках капитала, например, на скандинавских рынках и в Греции, не применяется в Польше. При использовании второй модели (используемой

<sup>24</sup> Ст. 3 пкт 21 закона.

<sup>25</sup> Это обозначает, что все бумаги данной эмиссии дают владельцу те же права.

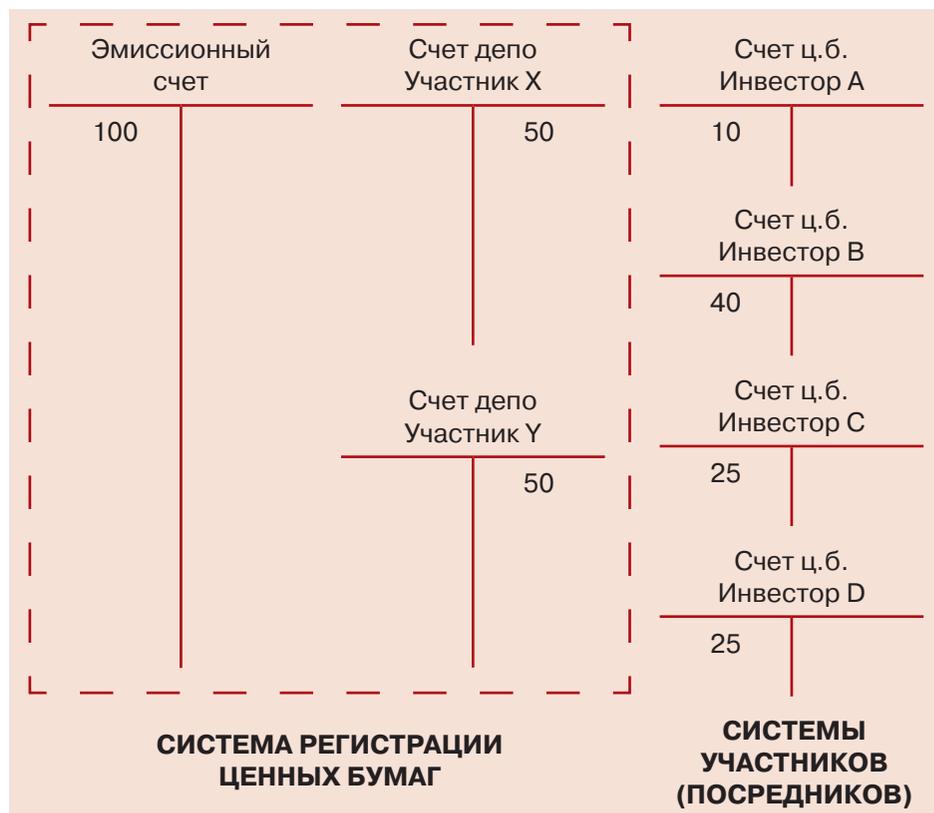
<sup>26</sup> ISIN – код, при помощи которого можно идентифицировать ценные бумаги в процессе обращения и расчета.

<sup>27</sup> Описание относится исключительно к ценным бумагам. Регистрация производных инструментов проводится на счетах в расчетной палате в процессе учета операции (в основном, сделки) с этими инструментами, путем записи позиции, которую занимает продающий (короткая позиция) и покупающий (длинная позиция). То есть для производных инструментов не открывается эмиссионный счет.

в польском депозитарии ценных бумаг) счета депо имеют собирательный характер, т.е. на них записывается общее количество ценных бумаг, принадлежащих клиентам-посредникам. Посредники, в свою очередь, ведут в своих системах детальные отчеты для клиентов: конечных инвесторов либо их посредников. Учет финансовых инструментов для конечных инвесторов производится на **счетах в ценных бумагах**, на которых записывается право собственности на финансовые инструменты.

В соответствии с определением, зафиксированным в законе об обращении финансовых инструментов<sup>28</sup>, счета в ценных бумагах дают возможность идентифицировать лица, имеющие права на инструменты, по записанным на этих счетах финансовым инструментам (конечных инвесторов), и могут быть открыты для этих лиц в маклерских домах, банках, занимающихся маклерской деятельностью, доверительных банках, иностранных инвестиционных фирмах, АО НДЦБ и НБП. Состояние счетов депо посредников в депозитарии ценных бумаг представляет общее состояние счетов ценных бумаг клиентов. Общее состояние счетов в ценных бумагах, которые ведутся посредниками, должно соответствовать состоянию счета депо данного посредника. Система регистрации ценных бумаг в Польше представлена на схеме 2.

Схема 2. Система регистрации ценных бумаг в Польше



Источник: Разработка АО НДЦБ.

<sup>28</sup> Ст. 4 закона об обращении финансовых инструментов.

Запись на счетах депо и, соответственно, записи на счетах в ценных бумагах появляются в результате передачи **права** собственности на ценные бумаги конечным инвесторам после дистрибуции на первичном рынке либо осуществления сделки на вторичном рынке. В обоих случаях при перенесении финансовых инструментов одновременно происходит операция по их списанию (*debit*) и зачислению (*credit*) с/на счета депо.

В случае возникновения потребности предоставления инвестором письменного подтверждения прав на ценные бумаги, записанные на его счету (например, для участия в Общем собрании акционеров общества, акциями которого он владеет), субъект, ведущий данный счет, выписывает инвестору письменное, именованное **депозитарное свидетельство**. Ценные бумаги, указанные в свидетельстве, блокируются на счету, что исключает возможность их продажи в течение срока действия депозитарного свидетельства.

### 1.1.3. Заключение сделок

Эмитированные и проданные первому владельцу ценные бумаги вводятся в обращение на вторичном рынке. Понятие обращения на вторичном рынке, прежде всего, обозначает заключение инвестором (без участия эмитента) договора (совмещение заявок купли-продажи), предметом которого являются ценные бумаги<sup>29</sup>. Структура вторичного обращения ценных бумаг представлена на схеме 3.

Схема 3. Структура вторичного обращения ценных бумаг



Источник: Разработка ВФБ.

<sup>29</sup> Детальные регуляции относительно вторичного обращения можно найти в законе об обращении финансовых инструментов (ст. 3, пкт 7, и раздел II Вторичное обращение финансовых инструментов).

Организованное обращение обозначает обращение ценных бумаг либо других финансовых инструментов, проходящее на территории Республики Польша на регулируемом рынке либо в альтернативной системе обращения (ASO – ACO)<sup>30</sup>. Регулируемый рынок – это система обращения финансовых инструментов, имеющих допуск к данному обращению, действующая постоянно и обеспечивающая инвесторам общий и равный доступ к рыночной информации в то же определенное время при сопоставлении спроса и предложения на куплю-продажу финансовых инструментов, а также равные условия купли-продажи этих инструментов, организованная и контролируемая Комиссией финансового надзора<sup>31</sup>. КФН предоставляет Европейской комиссии (ЕК) список регулируемых рынков, действующих в Польше. ЕК издает список всех регулируемых рынков, действующих в странах-членах ЕС. ACO<sup>32</sup> является многосторонней системой оборота, осуществляемого вне регулируемого рынка, которая организуется инвестиционной фирмой либо компанией, занимающейся организацией регулируемого рынка.

В настоящее время инвестор имеет возможность осуществлять сделки на регулируемом рынке (на биржевом рынке, который в Польше был создан акционерным обществом Варшавская фондовая биржа (ВФБ), и на внебиржевом рынке, организованном в Польше акционерным обществом MTS-CeTO), а также вне регулируемого рынка, т.е. на ACO (рынок NewConnect для акций и рынок MTS Poland для облигаций<sup>33</sup>), непосредственно с инвестиционной фирмой (непосредственные договоры<sup>34</sup>) либо с другим инвестором<sup>35</sup>. В Польше посредничество инвестиционной фирмы требуется только в случае заключения сделки на регулируемом рынке<sup>36</sup>. Инвестиционная фирма обязана обеспечить

<sup>30</sup> Ст. 3 пкт 9 закона об обращении финансовых инструментов.

<sup>31</sup> Ст. 14 закона об обращении финансовых инструментов.

<sup>32</sup> Ст. 3 пкт 2 закона об обращении финансовых инструментов. По сравнению с регулируемым рынком рынок ACO имеет менее острые информационные требования по котировочным инструментам и более гибкие процедуры допуска инструментов и участников к обращению. ACO характеризуется более высоким инвестиционным риском для инвесторов в связи с менее прозрачным рынком. Благодаря простым урегулированиям и более низким требованиям, ACO могут быть более дешевыми платформами обращения, чем регулируемые рынки, в зависимости от принятой бизнес-модели это относится к эмитенту либо к инвестору.

<sup>33</sup> Стоит заметить, что MTS Poland с одной стороны не является альтернативной системой обращения в понимании польского законодательства (ст. 3 пкт. 2 закона об обращении финансовых инструментов), потому, что он является рынком, на котором организовано обращение ценными бумагами Государственной казны. С другой стороны, MTS Poland находится в списке ACO, который публикуется Комитетом европейских регуляторов рынка ценных бумаг (Committee of European Securities Regulators, CESR) согласно требованиям директивы MiFID.

<sup>34</sup> Непосредственная сделка – это выполнение инвестиционной фирмой заявки на покупку или продажу ценных бумаг, получивших допуск к организованному путем заключения с заказчиком договора о продаже (ст. 74 закона об обращении финансовых инструментов).

<sup>35</sup> Все сделки, заключенные вне соответственной площадки относятся к рынку *over-the-counter* (OTC).

<sup>36</sup> Первоначально принцип посредничества инвестиционных фирм доминировал на регулируемом рынке. В настоящее время многие рынки уходят от принципа исключительности.

инвесторам наилучшие условия реализации заявки, т.н. принцип *best execution*.

Инвестор, планирующий осуществление сделки на регулируемом рынке, должен заключить договор и открыть инвестиционный счет в избранной инвестиционной фирме. Инвестиционный счет состоит из счета в ценных бумагах и денежного счета. Для производных инструментов инвестор должен также получить в расчетной палате Номер идентификации клиента (НИК). Инвестиционная фирма, клиент которой распорядился заключить сделку, отвечает за правильное выполнение заявки. При реализации сделок на АСО не требуется использование посреднических услуг инвестиционной фирмы. Инвестор может дать заявку, которая непосредственно сопоставляется с заявкой другого инвестора.

Для заключения сделки на организованном рынке клиент передает инвестиционной фирме заявку на покупку или продажу финансовых инструментов. Заявку можно предъявить лично в маклерском доме либо передать по телефону, по факсу или через интернет. Заявка проходит проверку инвестиционной фирмы. Проводится проверка наличия на счету инвестора ценных бумаг, заявленных на продажу, либо наличие необходимых денежных средств, в том случае, если инвестор собирается купить ценные бумаги. Затем заявка передается к реализации. Заявки на покупку и продажу сопоставляются в системе оборота в соответствии с четко определенными критериями. Сопоставленные заявки составляют сделку. После ее заключения организатор оборота передает инвестиционным фирмам подтверждение заключения сделки. Инвестиционная фирма передает инвестору информацию о заключении сделки. Подтверждения заключения сделки после акцептации инвестиционной фирмы направляются в клиринговую палату для проведения клиринга (в Польше эти функции выполняет АО НДЦБ).

Договор вне организованного рынка может заключаться непосредственно с инвестиционной фирмой или с другим инвестором. Инвестиционная фирма может выполнять заявки клиента путем самостоятельного заключения договора с клиентом на продажу финансовых инструментов. Осуществление сделки непосредственно с инвестиционной фирмой требует согласия клиента на эту форму реализации заявки в форме договора о предоставлении услуг. Инвестор может также осуществлять сделки с другими инвесторами на основании общих положений гражданского права.

#### **1.1.4. Клиринг**

Представленное в пункте 1.1.3 заключение сделки является первым этапом ее реализации, который начинает так наз. операционную цепь. Она охватывает целый цикл реализации сделки – начиная от заключения договора, клиринга, вплоть до расчета, который завершает сделку, перечисляя продавцу денежные средства, а покупателю приобретенные ценные бумаги.

После заключения договора необходимо определить объем обязательств сторон договора и проверить доступность активов

(ценных бумаг и денежных средств), необходимых для выполнения обязательств<sup>37</sup>. Этот процесс называется **клирингом**. Клиринг производится в клиринговых палатах, которые могут действовать в рамках центрального депозитария ценных бумаг, либо отдельными субъектами.

В Польше клирингом сделок, совершаемых на регулируемом рынке (а также вне регулируемого рынка, если предметом сделки являются финансовые инструменты, зарегистрированные в НДЦБ) занимается АО НДЦБ, как для ценных бумаг, так и для производных инструментов. На основании подтверждения заключения договора, полученного со стороны регулируемого рынка, НДЦБ вычисляет причитающуюся сумму и обязательства сторон по финансовым инструментам, являющимся предметом сделки, и по денежным средствам, с учетом запланированной даты выполнения обязательств.

Обязательства по отдельным сделкам могут быть рассчитаны отдельно по валовой системе либо по принципу компенсированной стоимости. **Неттинг**, то есть расчет обязательств по принципу нетто (*netting*), состоит в уменьшении обязательств финансового учреждения, реализуемых в данный день (либо на данной клиринговой сессии, если на протяжении дня клиринг производится на нескольких сессиях) на сумму его требований в данный день (на данной сессии) и может использоваться для взаимозачета обязательств двух участников (**двусторонний неттинг**) либо группы участников (**многосторонний неттинг**)<sup>38</sup>. Неттинг может использоваться для взаимозачета обязательств по ценным бумагам либо по денежным средствам, а его использование дает возможность уменьшить количество и объем трансфертов ценных бумаг и денежного потока. После определения размера обязательств клиринговое учреждение информирует (с помощью уведомления) стороны договора об их обязательствах и причитающихся им суммах, что позволяет им подготовить активы, необходимые для осуществления расчета в указанный день.

Последним элементом клиринга является **проверка доступности** ценных бумаг и денежных средств, требуемых для реализации обязательств. Если они доступны, сделка направляется на следующий этап – расчет. В случае отсутствия активов расчетная палата может прервать сделку и уведомить об этом заинтересованное финансовое учреждение либо предпринять попытку получить активы, требуемые для расчета, используя механизмы поддержки ликвидности расчетно-клиринговых операций, займы ценных бумаг либо гарантийный фонд<sup>39</sup>.

Клиринг договоров, предметом которых являются производные инструменты, не являющиеся ценными бумагами, начинается

<sup>37</sup> На основании определения в документе ЕК *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf).

<sup>38</sup> *A glossary of terms used in payments and settlement systems, Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements, March 2003*, стр. 9 и 33.

<sup>39</sup> Более детальное описание механизмов оптимизации клиринга, используемых в НДЦБ, представлен в пункте 2.2.1.2. «Характеристика системы НДЦБ» в параграфе «Управление риском», а механизмов, используемых в РЦП в пункте 2.2.2.2. «Характеристика РЦП», в параграфе «Управление риском».

от регистрирования на счетах, которые ведутся расчетной палатой<sup>40</sup> (а также на счетах в ценных бумагах, которые ведутся инвестиционными фирмами), производных инструментов, образовавшихся в результате сделки. Затем при помощи математических моделей расчетная палата оценивает риск невыполнения сторонами принятых обязательств. На этом основании определяется размер так называемых страховых депозитов (*margin*), то есть финансовых инструментов и денежных средств, которые передаются в расчетную палату сторонами договора в качестве гарантии выполнения своих обязательств<sup>41</sup>. Расчетная палата постоянно контролирует ситуацию на рынке (цены финансовых инструментов, оборот), влияющую на уровень риска, и не реже одного раза в день (в случае резких изменений на рынке – чаще) актуализирует размер депозитов<sup>42</sup>.

Ежедневная актуализация гарантий продолжается до момента закрытия инвестором занимаемой позиции в производных инструментах – путем заключения противоположного договора либо путем реализации причитающихся ему прав на производные инструменты. В первом случае производный инструмент списывается со счета и на этом завершается клиринговая процедура, а в случае реализации прав на производные инструменты расчетная палата определяет вид и размер обязательств по договору и передает их на расчет.

### 1.1.5. Расчет

Последним элементом звена в сделках с дематериализованными ценными бумагами является **расчет** сделки. Он состоит в передаче прав собственности на ценные бумаги посредством записи, списывающей со счета стороны, которая передает данные бумаги (продавца) и зачисляющей на счет стороны, принимающей ценные бумаги (покупателя), а также в возможной реализации сопровождающих их денежных перерасчетов. Целью расчета является реализация (закрытие) сделки, предметом которой являются ценные бумаги, путем трансферта финансовых инструментов и денежных средств между счетами сторон договора (то есть, чаще всего, между счетами покупателя и продавца)<sup>43</sup>.

Как правило, расчет производится центральными депозитариями ценных бумаг на веденных ими депозитных счетах. В Польше – на основании закона об обороте финансовых инструментов<sup>44</sup> – расчет сделок, совершаемых на регулируемом рынке и на рынке АСО, производит НДЦБ.

<sup>40</sup> Для клиринга на рынке производных инструментов в НДЦБ открываются счета на уровне индивидуальных инвесторов (идентифицированных при помощи кода клиента НИК), не являющимися счетами ценных бумаг.

<sup>41</sup> Гарантийные кредиты в многих странах применяются также на кассовом рынке.

<sup>42</sup> Система управления риском используемая в НДЦБ, описана в пкт 2.2.1.2. «Характеристика системы НДЦБ» в параграфе «Управление риском».

<sup>43</sup> Согласно с определением в документе ЕК *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf).

<sup>44</sup> Ст. 48 пар. 2 закона об обращении финансовых инструментов.

Обязательства по договору могут быть реализованы в день заключения договора либо в другой день, указанный в договоре как день проведения расчета. Как правило, дата расчета следует из стандартного, принятого на данном рынке, расчетного цикла. На польском рынке капитала термин реализации обязательств по договору, заключенному на регулируемом рынке, выносит 3 дня (T+3)<sup>45</sup>. К исключениям относятся сделки, предметом которых являются казначейские облигации – в этом случае термин расчета выносит 2 дня (T+2). Стороны договора, заключенного вне регулируемого рынка могут сами указать договоренную дату расчета.

Возможен также расчет по принципу **поставка против платежа** (*delivery versus payment, DvP*) либо **поставки без оплаты** (*free of payment, FoP*) в зависимости от того, связана ли поставка ценных бумаг с одновременным производением оплаты или нет. В случае поставки без оплаты расчет состоит в перечислении ценных бумаг между счетами. В случае поставки против платежа, расчет ценными бумагами связан с одновременным расчетом денежными средствами, то есть списанием с денежного счета стороны, передающей денежные средства и зачислением на денежный счет стороны, получающей денежные средства после совершения сделки<sup>46</sup>. Расчет возможен деньгами центрального банка (при посредничестве денежных счетов участников расчета в центральном банке) либо деньгами коммерческого банка (при посредничестве денежных счетов в коммерческом банке). В роли коммерческого банка может выступать также центральный депозитарий ценных бумаг, при условии существования соответствующих правовых оснований. В Польше денежный расчет сделки, предметом которой являются ценные бумаги, деноминированные в польских злотых и в евро, производится деньгами центрального банка.

К обязанностям учреждения, занимающегося производением расчетов по принципу расчета против платежа, принадлежит предоставление гарантии того, что трансферт ценных бумаг произойдет исключительно при условии завершения трансферта денежных средств и *vice versa* – поэтому важным является одновременное проведение обоих элементов расчета. При отсутствии достаточного количества ценных бумаг либо денежных средств расчет не производится, и включаются процедуры, обеспечивающие расчет. НДЦБ – поскольку занимается расчетами и клирингом, а оба эти процесса связаны между собой – применяет в таких случаях процедуры, описанные в пункте 1.1.4 в качестве механизма, обеспечивающего текучесть расчетов<sup>47</sup>.

В Польше перенесение права собственности на ценные бумаги наступает в моменте проводки соответствующей записи на счету

<sup>45</sup> Это значит, что расчет сделки производится на третий день после ее заключения.

<sup>46</sup> Согласно представленной в: *Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems* (сентябрь 1992 г.) классификации Банка Международных Расчетов в Базеле (BIS) выделяют три вида расчетов, производимых по системе DvP: Вид 1 – это расчет на основании брутто ценными бумагами и денежными средствами, Вид 2 – расчет на основании брутто ценными бумагами и нетто денежными средствами и Вид 3 – расчет на основании нетто ценными бумагами и денежными средствами.

<sup>47</sup> Более детальные объяснения в пункте 2.2.1.2 «Характеристика системы НДЦБ» в пункте 2.2.2.2. «Характеристика РЦП».

ценных бумаг инвестора. Согласно с законом об обороте финансовых инструментов<sup>48</sup> производство такой записи может произойти исключительно после регистрации факта перемещения ценных бумаг между соответствующими депозитными счетами в НДЦБ. Выполнение расчета завершает цикл осуществления сделки на рынке капитала.

С процессами клиринга и расчета ценных бумаг тесно связана проблематика управления разного вида риска, выступающего в процессе этих операций. Основные виды риска, выступающие в этом процессе, это кредитный риск (*credit risk*)<sup>49</sup>, риск ликвидности (*liquidity risk*)<sup>50</sup> и операционный риск (*operational risk*)<sup>51</sup>.

## **1.2. Субъекты, действующие на рынке капитала и их роль**

### **1.2.1. Эмитенты**

Эмитент на рынке капитала – это субъект, осуществляющий эмиссию ценных бумаг от своего имени. Эмитентами могут быть разные субъекты хозяйственной деятельности, т.е. предприятия, органы государственной и муниципальной власти, финансовые учреждения (например, инвестиционные фонды, пенсионные фонды, банки, брокерские, страховые компании). Возможности субъектов по эмиссии ценных бумаг определены соответствующими законоположениями, например, кодекс торговых обществ, закон об облигациях, закон об инвестиционных фондах и закон о публичных финансах.

Эмитенты обеспечивают предложение ценных бумаг на рынке капитала. Продавая инвесторам ценные бумаги, эмитенты привлекают капитал на финансирование деятельности. Обширное предложение ценных бумаг на рынке обеспечивает инвесторам большие возможности в диверсификации инвестиций. На рынке капитала чаще всего приходится иметь дело с эмитентами акций и облигаций.

#### **1.2.1.1. Эмитенты акций**

Акции – это ценные бумаги, существование которых связано с созданием и функционированием акционерных компаний. Акции могут эмитироваться предприятиями, занимающимися хозяйственной деятельностью в форме акционерного либо командитно-акционерного общества. Акция является ценной долевой бумагой, подтверждающей долю ее владельца в капитале предприятия. Наиболее важные права акционеров – это право участия в общем

<sup>48</sup> Ст. 7 закона об обращении финансовых инструментов.

<sup>49</sup> Кредитный риск – это риск, когда сторона сделки не выполняет обязательств в полном объеме и в срок погашения, а также после истечения этого срока. Кредитный риск может быть ограничен путем произведения расчета по принципу DvP в реальном времени.

<sup>50</sup> Риск потери ликвидности – это риск, что сторона сделки (либо участник системы расчета) не выполнит в установленное время своих обязательств в полном размере. Риск потери ликвидности не приводит к неплатежеспособности стороны сделки либо участника, поскольку существует возможность, что он погасит задолженность в ближайшее время.

<sup>51</sup> Операционный риск – это риск непредвидимой потери участниками системы, связанной с несоответствующим функционированием системы по причине человеческого фактора, технических ошибок или внутренних событий: например террористической атаки.

собрании, право голоса, право на долю в прибыли (право на дивиденды), а также право выкупа акций в случае новой эмиссии акций компании.

Компании могут привлекать капитал путем эмиссии в форме частного размещения, продавая ценные бумаги не более чем 99 инвесторам. Однако более широкие возможности для привлечения финансирования предоставляет компании публичное размещение акций. В большинстве случаев оно связано с введением акций в обращение на регулируемом рынке. В Польше в основном это рынок ВФБ. На польской бирже большинство эмитентов акций это компании отечественного происхождения<sup>52</sup>. На втором месте находятся компании с участием государственного капитала и частные компании – бывшие государственные предприятия. Возрастает также на польской бирже значение иностранных эмитентов акции. Это, прежде всего, связано с членством Польши в ЕС<sup>53</sup>. Иностранные компании предпочитают *dual listing* (т.е. одновременную котировку на иностранной и на варшавской биржах) либо продают акции только на польском рынке.

#### 1.2.1.2. Эмитенты облигаций

Облигация – это долговая ценная бумага, в которой эмитент утверждает, что является должником владельца облигации (кредитора) и обязывается выполнить по отношению к нему определенные финансовые обязательства<sup>54</sup>.

Облигации могут эмитироваться компаниями, волостными управлениями, местными властями, банками и государством. Для эмитентов негосударственных облигаций важной является кредитная достоверность данной эмиссии и наличие соответственной оценки кредитного риска (*rating*), которую разрабатывают специализированные рейтинговые агентства (*rating agencies*). Самыми большими рейтинговыми агентствами являются: Moody's, Standard&Poor's и Fitch Ratings.

В Польше предметом оборота чаще всего являются государственные облигации. Спрос на государственные долговые бумаги во всем мире связан с восприятием этих бумаг как безопасной и надежной инвестиции, поскольку их погашение гарантировано государством.

Облигации могут также эмитироваться органами территориального самоуправления: волостного, районного, областного, а также предприятиями, принадлежащими этим органам<sup>55</sup>, а за границей также, например, школьными районами. Эти бумаги считаются вторыми после государственных облигаций с точки зрения их безопасности. Эти облигации обычно эмитируются в форме частного размещения.

Корпоративные облигации эмитируются субъектами, занимающимися хозяйственной деятельностью и являющимися юридическими лицами (например, акционерные общества и общества

<sup>52</sup> *Родословная биржевых компаний*, Биржевой ежегодник 2008, стр. 123.

<sup>53</sup> Связано существованием так называемого европейского паспорта для эмитентов.

<sup>54</sup> Ст. 4 пар. 1 закона от 29 июля 2005 г. об облигациях, Dz.U. – Вестник Законов 2001 г., № 120 поз. 1300 с посл. изм.

<sup>55</sup> Ст. 2 пкт 2 закона об облигациях.

с ограниченной ответственностью) согласно с законом об облигациях. Рентабельность корпоративных облигаций определяется в зависимости от риска неплатежеспособности эмитента. В Польше корпоративные облигации являются менее популярной формой привлечения иностранного капитала по сравнению с банковскими кредитами. Причинами этого считаются слабый уровень знаний потенциальных эмитентов на тему рынка долговых бумаг, стоимость эмиссии и необходимость увеличения прозрачности деятельности предприятия<sup>56</sup>. На ограниченное развитие этого сегмента рынка может также иметь влияние обширное предложение более безопасных государственных облигаций. Вместе с этим облигации приобретают всё большее значение среди долговых бумаг, и следует ожидать, что этот сегмент рынка будет динамически развиваться в будущем.

Эмитентами облигаций могут быть также разного вида финансовые учреждения: банки, международные финансовые учреждения, центральные банки. Чаще всего на рынке присутствуют банковские облигации. Польские банки редко используют облигации в качестве средства для финансирования своей деятельности; в основном средства, полученные в результате эмиссии, используются ими для увеличения кредиторской деятельности.

### 1.2.2. Инвесторы

Инвестор – это физическое или юридическое лицо либо организационная единица, не имеющая статуса юридического лица, вкладывающие свой капитал с целью получения прибыли. Покупая ценные бумаги на первичном рынке, инвесторы являются показателями уровня спроса на рынке капитала. Принимая участие в приобретении ценных бумаг в первичном обороте и во вторичном обороте, они рассчитывают на получение высокой прибыли по сравнению с альтернативными видами инвестирования, например, в банке. На рынке капитала присутствуют две главные категории инвесторов: индивидуальные и институциональные инвесторы.

Индивидуальные инвесторы – это чаще всего мелкие инвесторы. Среди них различают тех, которые иногда вкладывают свои сбережения в ценные бумаги, и активных, более опытных, систематически анализирующих ситуацию на рынке и воспринимающих инвестирование как средство получения прибыли. Законоположения ЕС, особенно директива по вопросу рынков финансовых инструментов (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID)<sup>57</sup>, а также польский закон об обороте финансовых инструментов признают розничным клиентам

<sup>56</sup> Сравни. Избранные детерминанты развития рынка акций и корпоративных долговых инструментов в Польше. Результат анкетного опроса, Национальный банк Польши, Варшава, январь 2005 г. Опрос проведен в 2004 г. во взаимодействии с Комиссией по ценным бумагам и биржам а также АО Варшавская фондовая биржа.

<sup>57</sup> Директива 2004/39/ЕС Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. по вопросу рынков финансовых инструментов, изменяющая Директиву Совета 85/611/ЕЭС и 93/6/ЕЭС и Директиву 2000/12/ЕС Европейского парламента и Совета и отменяющая директиву Совета 93/22/ЕЭС.

(индивидуальным инвесторам) охрану в их деловых отношениях с инвестиционными фирмами. Одним из элементов этой охраны является принцип наиболее качественного выполнения заказа (*best execution*). Индивидуальные инвесторы могут объединяться в клубы инвесторов. Члены клуба обязаны действовать сообща для приобретения знаний о принципах инвестирования в организованном обращении, особенно путем совместного инвестирования в дематериализованные ценные бумаги, получившие допуск на оборот регулируемого рынка.

Институциональные инвесторы – это, как правило, профессиональные участники обращения – по уровню знаний, опыта и средств (финансовые средства, *know-how* в области инвестирования на рынке капитала и профессиональный кадровый состав). Они либо обладают собственным капиталом, либо вкладывают на рынке капитала денежные средства своих клиентов в форме вкладов, депозитов, взносов в соответствии с принятой инвестиционной стратегией. Урегулирования ЕС (Mi-FID) и польское законодательство (закон об обороте финансовых инструментов) предоставляют институциональным инвесторам (профессиональным клиентам инвестиционных фирм) меньшую, по сравнению с индивидуальными клиентами, охрану в деловых контактах с инвестиционными фирмами, в связи с их профессиональными знаниями и опытом. К институциональным инвесторам причисляются, в основном, финансовые учреждения: банки, инвестиционные фонды, открытые пенсионные фонды, страховые компании либо фирмы, управляющие активами (*asset management*).

Закон о публичном размещении вводит также отдельную категорию инвесторов, т.н. квалифицированных инвесторов<sup>58</sup>, которым можно адресовать публичное размещение без эмиссионного проспекта. Квалифицированным инвестором может быть, например, финансовое учреждение либо иное юридическое лицо, имеющее право действовать на финансовых рынках, государство, центральный государственный банк, мелкие и средние предприниматели либо физическое лицо, отвечающее требованиям упомянутого выше закона. Юридические либо физические лица должны иметь соответствующие финансовые средства либо иметь опыт в деятельности на финансовом рынке. Субъекты, желающие получить статус квалифицированного инвестора, должны быть зарегистрированными в реестре квалифицированных инвесторов в КФН.

Банки можно разделить на универсальные и специализированные, в том числе, инвестиционные. Универсальные банки занимаются в основном депозитарно-кредиторской деятельностью. Инвестиционные банки специализируются в диверсифицированной инвестиционной деятельности, а именно: предоставляют услуги, связанные с эмиссией ценных бумаг и их оборотов, дают консультации в операциях по слиянию и перехвату. Обладая значительными активами, они выступают в роли активных институциональных инвесторов.

<sup>58</sup> Ст. 8 закона от 29 июля 2005 г. о публичном размещении и условиях ввода финансовых инструментов в организованную систему обращения и о публичных обществах (Dz.U. – Вестник Законов № 184, поз. 1539, с изм.)

Инвестиционные фонды – это учреждения группового инвестирования. Цель инвестиционных фондов состоит в максимально выгодном вложении средств, внесенных участниками фонда. Инвестиционные фонды управляются обществами инвестиционных фондов (TFI – ОИФ). Фонды делятся на открытые инвестиционные фонды, специализированные открытые фонды, продающие и выкупающие доли участия, а также закрытые инвестиционные фонды, эмитирующие инвестиционные сертификаты<sup>59</sup>. Во многих странах средства, вложенные в фонды, превышают средства, накопленные на банковских счетах.

Открытые пенсионные фонды (OFE – ОПФ) являются специфическим видом учреждения группового инвестирования. Они накапливают денежные средства будущих пенсионеров и согласно принятой инвестиционной стратегии инвестируют их в ценные бумаги либо другие активы с целью достижения максимального уровня безопасности и рентабельности вкладов<sup>60</sup>. Размер доли участника в активах фонда отражает стоимость принадлежащих ему, так называемых расчетных единиц. ОПФ являются существенным элементом новой пенсионной системы, так называемого, II уровня. Они создаются и управляются всеобщими пенсионными обществами (PTE – ВПО). Открытые пенсионные фонды, учитывая стоимость управляемых ими активов и систематический рост, принадлежат к значащей группе институциональных инвесторов, действующих на польском рынке капитала.

Страховые фонды (страховые компании) – это финансовые учреждения, предлагающие разного вида страховые услуги в рамках двух главных разделов: Раздела I страхование жизни, и Раздела II – остальные виды индивидуальных и имущественных страхований<sup>61</sup>. В рамках страхования жизни фирмы предлагают клиентам типичные продукты по охране, а также продукты инвестиционного характера, например, страхование жизни в инвестиционном фонде. Часть взносов инвестора инвестируется с целью накопления суммы, обеспечивающей будущие выплаты.

Фирмы, управляющие активами (*asset management*) предоставляют услуги по управлению пакетом ценных бумаг по заказу. Эти услуги предоставляются маклерскими домами и ОИФ. Использование этого вида услуг требует от инвестора наличия солидного капитала. Фирмы, управляющие активами, обычно предлагают клиентам на выбор несколько основных портфелей с разной долей отдельных ценных бумаг, с определенной ставкой возврата и уровнем инвестиционного риска.

<sup>59</sup> Виды и формы функционирования инвестиционных фондов регулирует закон от 27 мая 2004 г. о инвестиционных фондах (Dz.U. – Вестник Законов № 146, поз. 1546, с изм.).

<sup>60</sup> Ст. 139 закона об организации и деятельности пенсионных фондов (Dz.U. – Вестник Законов № 139, поз. 934, с изм.).

<sup>61</sup> В законе от 22 мая 2003 г. о страховой деятельности (Dz.U. – Вестник Законов № 124, поз. 1151, с изм.) определена классификация страховок по разделам, группам и видам риска.

### 1.2.3. Инвестиционные фирмы и банки

Инвесторы совершают сделки на рынке капитала при посредничестве финансовых учреждений: инвестиционных фирм и банков. В польском законодательстве термин инвестиционные фирмы подразумевает маклерские дома, банки, занимающиеся маклерской деятельностью и иностранные **инвестиционные фирмы**, занимающиеся маклерской деятельностью на территории Польши. Маклерская деятельность включает прием и передачу заказов по купле-продаже финансовых инструментов, а также реализацию этих заказов от имени клиента, заключение договоров от собственного имени, управление пакетом акций, предложением финансовых инструментов, предоставление услуг по эмиссии и введению финансовых инструментов, а также ведение счетов в ценных бумагах и денежных счетов для их обслуживания, инвестиционный консалтинг и ведение АСО<sup>62</sup>. Для осуществления инвестиционной деятельности требуется разрешение контрольных органов страны местонахождения данной инвестиционной фирмы.

Инвестиционные фирмы предлагают услуги для инвесторов и для эмитентов. Основная деятельность инвестиционных фирм заключается в предоставлении инвесторам брокерских услуг, состоящих в заключении маклерским домом договора купли-продажи ценных бумаг в пользу клиентов. Согласно с польским законодательством инвесторы обязаны пользоваться посредническими услугами инвестиционных фирм при осуществлении сделок на регулируемом рынке. С целью выполнения этого требования инвестор заключает с инвестиционной фирмой договор на оказание брокерских услуг, в том числе – ведение счета в ценных бумагах и ведение денежного счета. Инвестиционная фирма передает на рынок заказ клиента, является посредником в его реализации, а затем в проведении расчетно-клиринговых операций.

Инвестиционные фирмы оказывают также своим клиентам услуги по управлению пакетом ценных бумаг (планирование и выполнение инвестиционных решений на счет клиента в соответствии с общими условиями договора), а также консалтинговые услуги в области оборота ценных бумаг (подготовка рекомендаций для клиента).

Инвестиционные фирмы являются также представителями фирмы при расчетно-клиринговых операциях с ценными бумагами, осуществлением которых занимаются расчетные палаты и центральные депозитарии ценных бумаг, исполняют роль клирингового члена (*clearing members*) в расчетных палатах либо роль расчетного агента (*settlement agents*) в депозитариях ценных бумаг. Инвестиционные фирмы, не являющиеся непосредственными участниками этих учреждений, используют посреднические услуги других инвестиционных фирм для проведения клиринга и расчета осуществляемых сделок.

Инвестиционные фирмы занимаются учетом ценных бумаг своих клиентов, а также учетом своих собственных ценных бумаг, используя данные на счетах в ценных бумагах, ведением которых они занимаются. Записи на этих счетах производятся на основании информации, получаемой

<sup>62</sup> Ст. 3 пкт 33 и ст. 69 закона об обращении финансовых инструментов.

ими от учреждений-депозитариев ценных бумаг (в форме выписки по депозитному счету). Задача инвестиционной фирмы заключается в обеспечении соответствия между своими собственными учетными данными и учетными данными депозитных счетов ценных бумаг.

В связи с тем, что денежный расчет сделок на рынке капитала в Польше производится на текущих счетах центрального банка исключительно для субъектов банковской деятельности, инвестиционные фирмы, не являющиеся банками, используют посреднические услуги банков, так называемых банков-плательщиков.

Инвестиционные фирмы могут выступать на рынке в качестве субъекта-представителя эмитента. Предприятиям, заинтересованным привлечением капитала путем эмиссии ценных бумаг, инвестиционные фирмы предоставляют консалтинговые услуги по структуре эмиссии, составлению анализа и требуемой документации, поддержке в контактах с регулятором, маркетингу размещения и продажи ценных бумаг. Выполняя роль субэмитента, инвестиционные фирмы могут гарантировать успех эмиссии, обязуясь купить ценные бумаги, не выкупленные инвесторами. Они консультируют также по вопросам слияния и инкорпорации, принимают участие в реструктуризации и приватизации государственных предприятий.

#### **1.2.4. Операторы платформ обращения**

Операторами платформ обращения на рынке капитала являются хозяйственные субъекты или инвестиционные фирмы, организующие систему обращения и руководящие ею, которая сопоставляет заявки купли-продажи финансовых инструментов. Операторы платформ занимаются биржевыми и внебиржевыми рынками, а также альтернативными платформами обращения (АСО).

История биржи начинается в XIII и XIV вв.<sup>63</sup>. В городах северной Италии (Флоренция, Генуя, Венеция) проводились регулярные собрания участников, заключающих сделки, предметом которых были иностранные деньги или векселя. Вместе с развитием торговли традиция проведения таких собраний распространилась на другие европейские города. В Брюгге собрания организовывались в доме купеческой семьи van den Beurse. Именно отсюда происходит название бирж во многих европейских странах. Польское название биржи (*giełda*) происходит от немецкого слова *die Gilde*, обозначающего профессиональное объединение, вид гильдии ремесленников. В XVI в. возникла биржа в Амстердаме; в XVII в. на этой бирже появились первые акции. Таким образом, биржа в Амстердаме стала первой биржей ценных бумаг. Во второй половине XX в. начинается развитие электронных регулируемых внебиржевых рынков. Первый полностью электронный внебиржевой рынок Nasdaq был создан в 1971 г. В настоящее время наблюдается значительное развитие новых платформ обращения ценных бумаг АСО<sup>64</sup>. Особенно интенсивно эти платформы развиваются в США, где они стали серьезной конкуренцией для традиционных биржевых рынков,

<sup>63</sup> Сравни. W. Januszkiewicz, *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE Warszawa 1991, s. 168.

<sup>64</sup> См. пункт 1.1.3 «Заключение сделок».

завоеывая до 30% рынка обращения ценными бумагами. На европейском рынке АСО главным образом развивались в странах, в которых не обязывал принцип концентрации обращения на регулируемых рынках (напр. в Великобритании). Внедрение директивы MiFID полностью ликвидирует принцип концентрации. Увеличивающаяся либерализация европейского финансового рынка приводит к тому, что на европейских рынках также начинает возрастать значение АСО.

Принципы действий организаторов обращения на европейском рынке регулирует директива MiFID. Согласно этой директиве субъекты, руководящие регулирующими рынками (биржи и внебиржевые рынки) обязаны соблюдать более строгие организационные и функциональные требования, по сравнению с другими системами обращения. На национальном уровне принципы руководства платформами обращения регулируются законом об обращении финансовых инструментов.

Задача платформ обращения состоит в организации обращения финансовых инструментов. Платформы обеспечивают концентрацию предложений и спроса на финансовые инструменты, безопасное и четкое проведение сделок, а также доступ к информации о курсах и заключенных сделках. Для формирования платформы обращения необходимо получить разрешение соответствующих органов. Основные платформы обращения на рынке капитала в Польше это:

- Биржевой рынок, руководимый ВФБ,
- Внебиржевой рынок, руководимый АО MTS-CeTO, одним из акционеров которого является ВФБ,
- рынок NewConnect, являющийся нерегулируемым рынком (АСО), руководимый ВФБ.

#### **1.2.4.1. АО Варшавская Фондовая Биржа**

Истоки традиции биржи ценных бумаг в Польше уходят в начало XIX в. В 1817 г. была создана Варшавская купеческая биржа. После начала Второй мировой войны биржа была закрыта. ВФБ в своем нынешнем виде начала свою деятельность 16 апреля 1991 г., после почти пятидесятилетнего перерыва. На первой сессии котировались акции пяти компаний (Tonsil, Próchnik, Krosno, Kable и Exbud).

ВФБ – это акционерное общество было создано Государственной казной, являющейся ее основным акционером (в настоящее время владеет 98% уставного капитала). Акционерами биржи могут быть также инвестиционные фирмы, банки, общества инвестиционных фондов, страховые компании, фонды всеобщего пенсионного страхования, а также эмитенты ценных бумаг, котируемых на бирже. По согласию КФН акции биржи могут приобретать другие польские и иностранные юридические лица. Если биржа станет публичным обществом, данные ограничения перестанут существовать.

ВФБ руководит обращением финансовых инструментов на двух рынках: на Главном биржевом рынке и на рынке NewConnect. Главный рынок действует со дня существования ВФБ от 16 апреля 1991 г.

и является регулируемым рынком, подлежащим надзору КФН, и внесенным в реестр Европейской комиссии. Сторонами биржевых сделок являются члены биржи: маклерские дома и банки, исполняющие роль посредников в заключении сделок инвесторами. Биржа имеет также так называемых дистанционных членов. Дистанционные члены биржи – это заграничные фирмы, имеющие возможность непосредственного доступа к биржевой системе без физического либо формального присутствия в Польше, либо пользующиеся услугами польских посреднических фирм.

Варшавская биржа – это самый большой регулируемый рынок в Польше. Основные финансовые инструменты, котирующиеся на бирже, это акции и производные инструменты. Производные инструменты появились на Варшавской бирже в 1998 г. Это были фьючерсные контракты на индекс WIG20. К концу сентября 2008 г. на ВФБ котируются следующие производные инструменты: фьючерсные контракты на биржевые индексы, на акции компаний, на валюту, а также опционы на индекс и единицы индекса.

30 августа 2007 г. ВФБ организовала альтернативную систему обращения – рынок NewConnect, являющийся нерегулируемым рынком. На первой сессии этого рынка котируются акции пяти компаний. NewConnect – это рынок акций, финансирующий развитие молодых, развивающихся предприятий, имеющих большой потенциал развития. Доступ к рынку гораздо проще в связи с упрощенными формальными требованиями (требования по допуску и по информационным обязательствам). Процесс выхода на рынок NewConnect гораздо быстрее по сравнению с регулируемым рынком. Этот период составляет около 3 месяцев. Во время подготовки к дебюту компания, выходящая на рынок NewConnect, получает помощь авторизованного консультанта. Консультант сотрудничает с компанией по вопросам функционирования на рынке NewConnect, а также оказывает помощь при выполнении информационных обязательств в течение не менее одного года после выхода компании на рынок NewConnect.

#### **1.2.4.2. АО MTS-CeTO**

Внебиржевой рынок возник в Польше в январе 1996 г. под названием АО Centralna Tabela Ofert (Центральная Таблица Предложений) по инициативе более 20 крупнейших польских банков и маклерских домов. В 2004 г. рынок CeTO вошел в стратегический альянс с итальянским обществом АО MTS (MTS), в связи с чем название было изменено на АО MTS-CeTO. MTS объединяет и обслуживает группу электронных рынков обращения ценных бумаг в Европе. ВФБ имеет 31,1% доли в капитале АО MTS-CeTO, банки совместно владеют 30,95% доли, а MTS – 25%.

Предметом деятельности АО MTS-CeTO является управление:

- регулируемым внебиржевым рынком ценных бумаг CeTO, подлежащим надзору КФН (на этом рынке котируются облигации,

закладные свидетельства, акции и инвестиционные сертификаты по тем же принципам, что и на ВФБ), а также

- нерегулированным рынком MTS Poland, который является оптовым рынком обращения облигаций и казначейских бонов).

### 1.2.5. Расчетные палаты и центральные контрагенты

Учреждениями, занимающимися расчетом сделок, предметом которых являются ценные бумаги, являются **расчетные палаты**. Функции расчетной палаты может выполнять созданный для этого специализированное учреждение либо его часть, руководящая биржей, либо центральный депозитарий ценных бумаг (в Польше депозитарием является АО НДЦБ).

Расчетные палаты могут заниматься обслуживанием одного или нескольких секторов рынка капитала. При обслуживании нерегулированного рынка они сопоставляют и сравнивают (англ. *matching* или фр. *comparison*) заявки на сделку (на регулируемых рынках в момент заключения сделки этим занимаются операторы платформ обращения), что дает сторонам этой сделки возможность подтверждения ее условий перед окончательной реализацией (расчетом).

Но все-таки основная задача расчетных палат состоит в проведении клиринга сделки, то есть вычислении объема обязательств сторон и проверке наличия средств на покрытие этих обязательств. Расчетные палаты используют в своей деятельности многие механизмы, позволяющие снизить риск невыполнения сторонами обязательств по заключенной сделке. Основным механизмом, используемым для уменьшения риска, является неттинг (расчет стоимости нетто) задолженности и денежных обязательств, а также обязательств по этому же финансовому инструменту по отношению к разным сторонам сделки, в результате чего уменьшается количество и объем трансфертов. Возможность использования для финального расчета меньшей суммы или количества ценных бумаг, по сравнению с суммами и количеством ценных бумаг по отдельным сделкам, уменьшает вероятность недостатка средств у сторон клиринга, а уменьшение количества перерасчетов влияет на уменьшение стоимости клиринга.

Расчетные палаты, кроме этого, используют механизмы по обеспечению реализации расчета, в частности используя активы, внесенные сторонами сделки в виде гарантийных депозитов и взносов в гарантийный фонд. Гарантийные депозиты вносятся сторонами сделки. Они предназначены на покрытие возможного увеличения размера обязательств при значительном изменении цен на предмет сделки в период времени между заключением сделки и ее расчетом. В этот период расчетная палата проводит постоянный мониторинг, изменяя размер обязательств в зависимости от уровня цен на рынке, стягивая с участников расчета дополнительные средства на гарантию, либо возвращая им переплату. Гарантийный фонд создан на случай отсутствия возможности выполнения принятых обязательств участниками системы.

Средства, накопленные в фонде, используются исключительно после использования остальных методов оптимизации расчетов, таких как кредиты ценных бумаг, технические кредиты или изменение очередности расчета сделки (для того, чтобы расчет одних сделок обеспечил средства на проведение расчета очередных сделок).

Некоторые расчетные палаты используют также другие механизмы, гарантирующие наличие средств для проведения расчета, напр., страховые полисы.

Некоторые расчетные палаты берут на себя риск по расчетам сделки, принимая роль центральных контрагентов. **Центральный контрагент (ССР)**<sup>65</sup> это субъект, принимающий взаимные права и обязанности сторон сделки, становясь покупателем для каждого продающего и продавцом для всех покупающих<sup>66</sup>. В связи с этим стороны становятся анонимными, каждая из них выполняет обязательства исключительно по отношению к центральному контрагенту. Риск неплатежеспособности другой стороны сделки заменяется на риск неплатежеспособности центрального контрагента. Поскольку это учреждение специализируется в управлении риском и имеет в своем распоряжении достаточное количество механизмов ограничения этого риска, то он считается весьма надежным контрагентом.

Центральный контрагент может выполнять свои функции, используя новационные конструкции (*novation*), то есть необратимый юридический перевод на себя обязательств сторон сделки после ее заключения, либо использовать принцип *open offer*, становясь стороной сделки непосредственно в момент ее заключения на рынке.

Поскольку центральный контрагент становится, таким образом, стороной сделки, он одновременно берет на себя ответственность за выполнение принятых обязательств, будучи первичной стороной договора. В связи с этим для инвесторов (которые имеют в качестве своего контрагента безопасного ССР) возникает дополнительная гарантия реализации обязательств вследствие перехода кредитного риска на расчетную палату.

Некоторые расчетные палаты, не становясь стороной расчета, по своим функциям и по значению не отличаются от ССР, поскольку, кроме проведения клиринга, обеспечивают безопасность системы при помощи продвинутых методов управления всеми видами риска, связанного с клирингом. В таких случаях можно считать, что они фактически выполняют роль ССР.

### 1.2.6. Депозитарии ценных бумаг

**Депозитарии ценных бумаг** возникли в связи с иммобилизацией и дематериализацией ценных бумаг. Это субъекты, занимающиеся

<sup>65</sup> Центральная сторона клиринга, называемая также центральным контрагентом либо центральным партнером (закон о конечности расчета), *central counterparty*.

<sup>66</sup> На основании дефиниции в документе ЕК *Draft working document on post-trading activities*, 23.05.2006, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf).

системой регистрации финансовых инструментов в форме бухгалтерских записей на открытых у себя счетах депо и обеспечивающие, таким образом, эффективное перемещение права собственности по этим инструментам без необходимости обмена физическими сертификатами.

Регистрация ценных бумаг производится по принципу двойной записи. С одной стороны на эмиссионных счетах регистрируется количество эмитированных финансовых инструментов, с другой – на счетах депо регистрируются имущественные права на финансовые инструменты каждого участника депозитарной системы, которыми чаще всего являются инвестиционные фирмы и банки (хотя некоторые депозитарии фиксируют также индивидуальных инвесторов). Задача депозитария ценных бумаг состоит в осуществлении надзора за размером эмиссии (который подлежит изменению исключительно при осуществлении операций по ценным бумагам по заявке эмитента), а также в обеспечении ее интегральности, то есть соответствии количества ценных бумаг на счетах участников (на рынке) размеру эмиссии. К основным обязанностям депозитария ценных бумаг принадлежит также проведение операций с ценными бумагами. Эти операции приводят к изменению количества и свойств эмитированных ценных бумаг (разделение, объединение, обмен) и проводятся, как правило, одновременно на эмиссионном счету и на счетах депо участников.

Поскольку депозитарий ценных бумаг ведет счета депо для инвестиционных фирм, он, как правило, занимается также расчетом сделок – перемещает ценные бумаги между счетами участников-сторон сделки, а также осуществляет (в случае наличия в депозитарии денежных счетов участников) либо контролирует (в случае, когда расчет производится на денежных счетах вне депозитария) передачу денежных средств. В обязанности депозитария ценных бумаг часто входит также клиринг сделок, подлежащих расчету в данном депозитарии – в этих случаях депозитарий выполняет функции расчетно-клиринговой палаты.

Кроме осуществления клиринга и расчетов депозитарии ценных бумаг, находясь, с одной стороны, в непосредственном контакте с эмитентом, а с другой, имеющие прямые либо косвенные контакты с инвесторами, являются часто посредниками в исполнении обязательств эмитента перед его акционерами: выплате денежных обязательств – дивидендов и процентов (определение лиц, имеющих права на их получение, разделение и распределение средств), а также в передаче денежных обязательств в форме ценных бумаг, например, акций новой эмиссии или права собственности на акции (определение акционеров, имеющих права на их получение, регистрация ценных бумаг на счетах депо).

Депозитарии ценных бумаг могут оказывать и другие виды услуг, например, регистрирование владельцев ценных бумаг для проведения операций с бумагами и реализации выплат, обслуживание дополнительных корпоративных операций, как, например, выкуп по требованию или конверсия (сборка заявок, организация распределений), налоговое обслуживание (подходного налога по ценным бумагам), а также посредничество от имени акционеров в голосовании на общем собрании акционеров.

Участниками депозитария ценных бумаг могут быть инвестиционные фирмы, государственные учреждения, например центральный банк или Государственное казначейство, а также заграничные депозитарии ценных бумаг. Благодаря участию заграничных депозитариев возможен трансграничный расчет сделок, заключаемых участниками обоих депозитариев, и перевод между депозитарными системами ценных бумаг, являющихся предметом обращения на рынках разных стран (*dual listing*).

Функции, выполняемые депозитарием ценных бумаг, очень важны для правильного функционирования дематериализованного рынка ценных бумаг. В связи с этим депозитарием обычно занимается одно из центральных учреждений. Как правило, оно имеет статус организации общественного доверия и подлжит системному надзору регуляторов финансовых рынков и центральных банков. В Польше такой организацией является АО НДЦБ<sup>67</sup>.

Кроме центральных (национальных) депозитариев ценных бумаг (CSD)<sup>68</sup> существуют также международные депозитарии (ICSD)<sup>69</sup>. Это определение относится к двум действующим в Европе учреждениям: Euroclear Bank и Clearstream Banking Luxembourg. Они были созданы с целью хранения и обслуживания эмиссии еврооблигаций; затем начали заниматься другими видами ценных бумаг (в основном, долговыми ценными бумагами). Их участники – это большие финансовые учреждения, заключающие сделки на международном рынке, и национальные депозитарии ценных бумаг, имеющие возможность использовать посреднические услуги этих учреждений в проведении трансфертов ценных бумаг в другие депозитарии (например, при *dual listing*).

### 1.2.7. Надзорные и регуляторные органы

Неотъемлемым элементом инфраструктуры рынка капитала является орган, осуществляющий надзор за его функционированием. Идея внедрения надзора на рынке капитала возникла в США во время экономического кризиса 30-х годов XX в. В ЕС директива MiFID<sup>70</sup> обязывает государства-члены ЕС создать орган публичной власти, исполняющий контрольно-надзорные функции за рынком капитала. На национальном уровне систему надзора можно организовать по одной из трех моделей:

- традиционной модели с распыленной структурой (*separate agencies system*), когда надзор за отдельными секторами финансового рынка осуществляют несколько независимых органов,
- модели координации сотрудничества (*coordinated lead regulator system*), при которой координируется деятельность вышеуказанных органов,

<sup>67</sup> Функционирование НДЦБ было представлено в пункте 2.2.1.2. «Характеристика системы НДЦБ».

<sup>68</sup> Central Securities Depository.

<sup>69</sup> International Central Securities Depository.

<sup>70</sup> Директива 2004/39/ЕС.

- модели интегрированного надзора (*integrated agency system*) с концентрацией надзора за всеми секторами финансового рынка в одном субъекте<sup>71</sup>.

Центральным правительственным административным органом надзора за польским финансовым рынком, в том числе рынком капитала, является КФН. Надзор за деятельностью КФН осуществляет Председатель Совета Министров. Комиссия была создана с целью реализации идеи интегрированного надзора 19 сентября 2006 г. на основании закона о надзоре за финансовым рынком<sup>72</sup>. До 31 декабря 2007 г. надзор, исполняемый Комиссией Финансового Надзора, охватывал страховой сектор, сектор пенсионных фондов, рынок капитала<sup>73</sup> и дополнительный надзор финансовых конгломератов<sup>74</sup>. 1 января 2008 г. КФН взяла на себя также обязанности по банковскому надзору и надзору за учреждениями, осуществляющими электронные денежные операции, выполняемые ранее Комиссией Банковского Надзора.

Задача контрольно-надзорной деятельности КФН по отношению к рынку капитала состоит в обеспечении правильного функционирования этого рынка, особенно безопасности обращения, охране инвесторов и других участников этого рынка, а также соблюдении правил честного обращения. В связи с этим к обязанностям КФН принадлежит:

- осуществление действий по поддержке правильного функционирования рынка капитала,
- проведение надзора за деятельностью субъектов инфраструктуры рынка (в том числе ВФБ, АО MTS-CeTO и АО НДЦБ),
- ведение образовательной и информационной деятельности,
- подготовка проектов законодательных актов, связанных с функционированием рынка капитала.

Контрольно-надзорная деятельность по допуску финансовых инструментов к обращению на регулируемом рынке состоит в утверждении эмиссионных проспектов, проведению информационной акции и учете квалифицированных инвесторов. Надзор за деятельностью контролируемых субъектов связан, прежде всего, с выдачей разрешений на осуществление определенного вида деятельности.

В состав КФН входит Председатель и двое заместителей, назначаемые Председателем Совета Министров, а также четверо членов Комиссии, которыми являются: Министр по вопросам финансовых учреждений и Министр социального обеспечения либо их представители, Председатель НБП либо назначенный им заместитель Председателя НБП, а также представитель Президента Республики Польша. Деятельность КФН осуществляется также при поддержке Управления КФН.

<sup>71</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 505.

<sup>72</sup> Закон от 21 июля 2006 г. О надзоре за финансовым рынком (Dz.U. – Вестник Законов № 157, поз. 1119, с изм.).

<sup>73</sup> Обязанности, принятые от Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам (KPWiG).

<sup>74</sup> Обязанности, принятые от Комиссии по надзору за страхованием и пенсионными фондами (KNUiFE).

### 1.2.8. Центральные банки

Роль центрального банка на рынке капитала – это, прежде всего, деятельность в системе расчетов ценных бумаг (СРЦБ – SRPW). Заинтересованность центрального банка в безопасном и четком функционировании СРЦБ связана с тремя основными целями его деятельности, а именно:

1. Ответственностью за стабильность финансовой системы. Серьезные недоработки в функционировании СРЦБ могут стать источником не только возникновения проблем в данной системе, но также повлиять на другие системы, а, кроме того, привести к финансово-экономической нестабильности в широком понимании этого слова.
2. Ответственностью за эффективную реализацию операций денежной политики. В СРЦБ проводится клиринг и расчет по ценным бумагам, являющихся предметом операций купли-продажи центрального банка, а также производится обеспечение ценных бумаг с целью создания возможности предоставления центральными банками кредитов. Отклонения от нормы в функционировании этих систем непосредственно привело бы к неэффективности операций денежной политики.
3. Ответственностью за четкое функционирование платежной системы. СРЦБ являются неотъемлемой частью платежной системы, и их несоответственное функционирование может привести к нарушению функционирования платежных систем, используемых в СРЦБ для проведения расчетов денежных обязательств по сделкам, предметом которых являются ценные бумаги.

Регуляции Евросоюза не дают четкого определения роли, ответственности, задач и орудий, которые могут использоваться центральными банками для гарантии безопасности и эффективности функционирования СРЦБ. Тем не менее, существует общепринятая практика, согласно которой центральные банки применяют разнообразные инструменты, направленные в основном на:

- 1) осуществление системного надзора (*oversight*)<sup>75</sup> за СРЦБ (все центральные банки ЕС),
- 2) создание и ведение СРЦБ (7 центральных банков ЕС),
- 3) владение долями участия в уставном капитале и акциями компании, управляющей СРЦБ (6 центральных банков в ЕС) либо право на участие в деятельности корпоративных органов компании без владения долями участия в ее уставном капитале (3 центральные банки в ЕС),
- 4) сотрудничество с субъектами, исполняющими надзорно-регуляторные функции по отношению к СРЦБ (16 центральных банков в ЕС имеет в связи с этим формальные договоры),
- 5) условные взаимоотношения, регулирующие предоставление центральным банком услуг по проведению СРЦБ либо использование услуг СРЦБ (19 центральных банков в ЕС),

<sup>75</sup> Системный надзор (*oversight*) согласно дефиниции BIS обозначает: «публичная деятельность, направленная прежде всего на поддержку безопасности и четкой деятельности платежных систем и систем проведения расчетов по ценным бумагам, а также на ограничение системного риска».

6) влияние на СРЦБ при помощи публичных деклараций либо переубеждения (*moral suasion*), с использованием престижа центрального банка.

НБП играет важную роль в нескольких областях, связанных с деятельностью СРЦБ в Польше. Прежде всего, НБП является владельцем и оператором депозитарно-расчетной системы ценных бумаг, функционирующей под названием Реестра Ценных Бумаг (RPW – РЦБ), в которой проводятся: регистрация, депонирование и расчет казначейских бонов и денежных бонов НБП. Расчет денежных обязательств, связанных с обращением ценных бумаг, зарегистрированных в РЦБ, осуществляется за счет денежных средств центрального банка с текущих счетов банков в НБП.

Кроме того, НБП является акционером АО НДЦБ, исполняющего функции центрального органа по регистрации, депонированию, проведению клиринга и расчетов ценных бумаг. НБП является также участником НДЦБ, а счет ценных бумаг для НБП, открытый в Национальной депозитарии ценных бумаг, используется, прежде всего, для управления обеспечениями кредитных операций центрального банка. Обеспечениями этих операций, кроме казначейских бумаг, являются также облигации НБП.

НБП является также расчетным агентом НДЦБ. Это обозначает, что денежные обязательства в польской валюте и в евро по сделкам, предметом которых являются ценные бумаги, находящиеся на хранении в НДЦБ, передаются на текущих счетах банков в НБП с использованием вспомогательного счета, открытого для НДЦБ в НБП.

Согласно закону о надзоре за финансовым рынком Председатель НБП либо его уполномоченное лицо Заместитель председателя НБП является одним из семи членов КФН, ответственной за проведение пруденциального надзора<sup>76</sup> за субъектами, занимающихся депонированием ценных бумаг.

Кроме того, НБП выполняет обязанности по проведению системного надзора за польскими СРЦБ, не имея законодательных инструментов, охватывающих действующие в настоящее время системы. Согласно с законом о крайности проведения расчетов в платежных системах и системах расчетов по ценным бумагам, а также о принципах осуществления надзора за этими системами<sup>77</sup> получение согласия КФН после предварительного одобрения Председателем НБП требуется исключительно при создании новой СРЦБ либо при изменении принципов ее деятельности. По отношению к НДЦБ Национальный Банк Польши выполняет системный надзор, используя другие инструменты, т.е., главным образом, корпоративные полномочия в связи с принадлежностью к составу акционеров АО НДЦБ. Главная цель НБП – это стремление получить законодательные полномочия на осуществление, при помощи сотрудничества с КФН, системного надзора за всеми польскими СРЦБ.

<sup>76</sup> Пруденциальный надзор (supervision) согласно дефиниции BIS обозначает «оценку и реализацию соответствия функционирования финансовых учреждений законам, распоряжениям и другим принципам, целью которых является обеспечение гарантии того, что данные субъекты проводят свою деятельность безопасным и ясным образом, а также, что они владеют капиталом и резервами, достаточными для обеспечения от риска, генерированного в области их деятельности.

<sup>77</sup> Закон от 24 августа 2001 г. о крайности проведения расчетов в платежных системах и системах расчетов ценных бумаг, а также о принципах осуществления надзора за этими системами (Dz.U. – Вестник Законов № 123, поз. 1351, с изм.).

## Глава 2

### История и нынешняя деятельность центральных контрагентов и депозитариев ценных бумаг в странах Европейского союза и в Польше

#### 2.1. Инфраструктура депонирования, клиринга и расчетов по ценным бумагам в Европейском союзе – развитие и актуальное состояние

Инфраструктура депонирования, расчетов и клиринга ценных бумаг, которая состоит, главным образом, из центральных депозитариев ценных бумаг, а также центральных контрагентов, является основой для правильного функционирования рынка капитала. Поэтому эта инфраструктура развивается вслед за развитием фондовых бирж и других платформ обращения, а также отражает изменения, происходящие среди участников рынков капитала. В течение последних десятилетий XX века темпы этого развития значительно ускорились в странах ЕС, вместе с развитием экономики, финансовых систем и технологий. Кроме того, обеспечение свободного трансферта капиталов, товаров, услуг и людей, и, прежде всего, введение совместной валюты евро, целью которого было создание общего европейского рынка, так наз. *single market* – все это привело к значительному повышению стремления инвесторов заключать сделки на зарубежных рынках. Это, в свою очередь, стало стимулом для многочисленных процессов интеграции и консолидации на рынках капитала ЕС.

Депозитарно-расчетно-клиринговая инфраструктура в ЕС продолжает оставаться довольно дифференцированной и раздробленной. Огромное воздействие на ее интеграцию и, особенно, консолидацию, оказывает взаимодействие стран ЕС в области экономики и финансов, гармонизация урегулирований и быстрое развитие современных технологий, а также возрастающая в результате этого конкурентоспособность и доступность услуг. Место размещения инфраструктуры в настоящее время играет все меньшую роль, так как появилась возможность дистанционного доступа, а инвесторы замечают все меньше препятствий и все больше достоинств инвестирования на заграничных рынках. Ниже представлено описание развития центральных контрагентов, депозитариев ценных бумаг, а также происходящих процессов интеграции.

##### 2.1.1. Развитие и нынешняя роль центральных контрагентов в странах Евросоюза

###### 2.1.1.1. История создания клиринговых палат и центральных контрагентов

История развития центральных контрагентов, обслуживающих биржи, является очень долгой, а разница между функционированием первых, очень простых клиринговых систем, и нынешних, современных центральных контрагентов, особенно в сфере управления риском, очень велика, хотя основные принципы проведения клиринга не очень изменились за эти столетия.

Первая клиринговая система была создана во Франции в XIII в. Товары покупались на ярмарке, а с местным банкиром заключались операции списания и зачисления. После окончания ярмарки проводились расчеты по всем сделкам путем вычисления одного сальдо, которое регулировалось одним платежом между банкиром и каждым из купцов. Такой подход в значительной мере сокращал количество совершаемых платежей<sup>78</sup>.

Исторически корни расчетных палат уходят в банковское дело, а создание банковских клиринговых палат, вероятно, в большой степени повлияло на развитие клиринговых палат для производных инструментов<sup>79</sup>. На лондонском рынке первая банковская клиринговая палата была создана в 1773 г.<sup>80</sup>. А вот первые биржевые клиринговые палаты были созданы 1874 г. для London Stock Exchange<sup>81</sup>, в 1876 г. или 1879 г. для Liverpool Cotton Association, т.е. первой биржи сельскохозяйственных продуктов<sup>82</sup>, в 1888 г. был учрежден London Clearing House, который проводил клиринг товарных контрактов<sup>83</sup>. Для ограничения убытков брокеров, эти палаты ввели систематические (еженедельные) расчеты по контрактам, которые можно сравнить с сегодняшними операциями *marking to market*<sup>84</sup>. Все контракты, по которым не были проведены расчеты, сравнивались с расчетной ценой на данной неделе, с последующим возмещением возникшей разницы (корректировка позиций по рынку)<sup>85</sup>.

Первые в мире расчетно-клиринговые палаты, действующие по принципу центрального контрагента, т.е. берущие на себя роль покупателя для каждого продавца, и продавца для каждого покупателя, во всех сделках, заключаемых на определенном рынке, имеют свои корни в европейском рынке. Их история начинается в конце XIX века, когда они начали обслуживать биржи сельскохозяйственных продуктов во Франции (Caisse de Liquidation в Париже, Гавре, Лилле и Рубе) и в Германии (Liquidationskasse в Гамбурге)<sup>86</sup>.

Нынешние центральные контрагенты функционируют с недавних пор. Исключением здесь являются LCH.Clearnet Ltd, созданный в 1888 г. как London Clearing House, а также LCH.Clearnet SA, который был учрежден 80 лет спустя, как Banque Centrale de Compensation SA. Поэтому

<sup>78</sup> E. Nevin, E.W. Davis, *The London Clearing Banks*, Elek, London, 1970.

<sup>79</sup> J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures exchange*, апрель 1994.

<sup>80</sup> W.E. Spahr, *The clearing and collection of checks*, Bankers Publishing, New York 1926.

<sup>81</sup> W.S. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, Kegan Paul, Trench & Co, London 1903.

<sup>82</sup> T. Ellison, *Gleanings and Reminiscences*, 1905, H.C. Emery, *Speculation on the stock and produce exchanges of the United States*, Columbia University, New York 1896.

<sup>83</sup> www.lchclearnet.com.

<sup>84</sup> *Marking to market* – проведение актуальной рыночной оценки: практика переоценки стоимости финансовых инструментов с использованием текущих рыночных цен.

<sup>85</sup> R.B. Forrester, *Commodity Exchanges in England*, American Academy of Political and Social Science, Philadelphia 1931.

<sup>86</sup> J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures exchange*, апрель 1994.

можно говорить о тенденции к учреждению центральных контрагентов в течение последних 10-15 лет, что было вызвано быстрым развитием рынков капитала, особенно рынков производных инструментов, которые требовали продвинутых механизмов расчета и управления расчетным риском. Некоторое влияние на создание центральных контрагентов можно также приписать изданию в 2001 г. CPSS-IOSCO Рекомендаций для систем расчетов по ценным бумагам. Они рекомендовали проведение анализа выгод и издержек учреждения центрального контрагента на рынках, на которых он еще не функционирует. В таблице 1 представлено сопоставление центральных контрагентов, функционирующих в настоящее время в странах ЕС, а также даты их учреждения.

Во второй половине 2008 г. на европейском рынке начал действовать новый центральный контрагент – European Central Counterparty Ltd. (EuroCCP), который является филиалом американского депозитарно-клирингово-расчетного учреждения The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). EuroCCP имеет свое местопребывание в Лондоне и действует в соответствии с британским законодательством. Расчетным агентом нового CCP является Citigroup. Euro-CCP проводит расчеты по сделкам, заключаемым на новой платформе обращения, которую создали семь ведущих банков, активно действующих на международном рынке<sup>87</sup>. Новая платформа носит название Turquoise<sup>88</sup>.

Таблица 1. Дата начала деятельности функционирующих ныне центральных контрагентов

Центральный контрагент	Дата начала деятельности
LCH.Clearnet Ltd	1888 г. как The London Clearing House (LCH)
LCH.Clearnet SA	1969 г. как Banque Centrale de Compensation SA
Stockholm Stock Exchange	1984 г. (год создания биржи)
MEFF	1989 г., с 1992 г. выполняет функцию CCP
CC&G	1992 г.
ADECH (ETESEP)	1998 г.
EUREX Clearing	1998 г.
KELER	1993, с 2002 г. имеет статус CCP
MEFFCLEAR	2003 г.
CCP Austria	2004 г.

Источник: Разработка НБП.

<sup>87</sup> Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citi и UBS.

<sup>88</sup> Платформа Turquoise начала деятельность 22 сентября 2008 г.

### 2.1.1.2. Нынешняя роль центральных контрагентов

В настоящее время центральные контрагенты функционируют на всех значительных рынках ценных бумаг в ЕС. Они играют важную роль, минимизируя кредитный риск расчета, сокращая потребность в ликвидности и финансовом обеспечении, а также их издержки, и обеспечивая анонимность сделок. Спрос на услуги центрального контрагента будет продолжаться в ЕС, учитывая возрастающее количество сделок, а также положительное влияние деятельности CCP на эффективность и стабильность финансовых рынков.

На рынках ЕС, на которых нет центральных контрагентов, клиринговые функции осуществляются клиринговыми палатами, которые, чаще всего, являются частью центрального депозитария ценных бумаг, или – реже – фондовой биржи. Объем услуг, предоставляемых клиринговыми палатами, а также их роль, в значительной мере отличаются друг от друга. Некоторые из них с точки зрения функции и значения не отличаются от центрального контрагента, поскольку кроме проведения расчетов обеспечивают безопасность системы, благодаря использованию продвинутых методов управления всеми видами риска, связанного с клирингом и расчетами. Основным – и иногда единственным – различием между клиринговой палатой и центральным контрагентом является то, что палата юридически не становится стороной каждой рассчитываемой сделки в данном сегменте рынка, т.е. не является покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя. В таких случаях мы говорим об исполнении фактической роли CCP, в отличие от CCP в юридическом смысле. Примером такой расчетной палаты является АО НДЦБ.

Клиринговые функции в странах ЕС, как представлено в таблице 2, осуществляют различные учреждения. В 12 странах ЕС расчет сделок ведется в рамках CCP, которые являются отдельными субъектами, в 4 странах в CCP, которые функционируют в структурах биржи, и в одной стране, в Венгрии, в CCP, действующем в рамках депозитария ценных бумаг. В большинстве стран ЕС, особенно в тех, которые вступили в ЕС в 2004 г. и позднее, клиринговые функции осуществляются, однако, в депозитариях ценных бумаг, как процесс, который предваряет расчет сделок. В 4 странах клиринговые функции осуществляются биржей. Стоит также отметить, что не всегда страна, в которой проводится сделка, тождественна стране, в которой проводится клиринг, например, LCH.Clearnet SA, Stockholm Stock Exchange, Eurex Clearing обслуживают клиринг сделок, совершенных в разных странах.

Таблица 2. Субъекты, осуществляющие клиринг сделок, предметом которых являются ценные бумаги и производные инструменты

Страна	Название субъекта, производящего клиринг	Форма деятельности
Австрия	CCP Austria	CCP

<b>Страна</b>	<b>Название субъекта, производящего клиринг</b>	<b>Форма деятельности</b>
Бельгия	LCH.Clearnet SA	CCP
Болгария	CDAD, GSD	депозитарии
Великобритания	LCH.Clearnet Ltd	CCP
Венгрия	KELER	CCP в структуре депозитария *
Германия	Eurex Clearing	CCP
Голландия	LCH.Clearnet SA	CCP
Греция	ADECH (с 2006 г. часть Helex) Hellenic Exchange SA BOGS	CCP в структуре биржи депозитарий в структуре биржи депозитарий
Дания	Stockholm Stock Exchange VP	CCP в структуре биржи депозитарий
Ирландия	Eurex Clearing	CCP
Испания	MEFF MEFFCLEAR	CCP в структуре биржи CCP
Италия	CC&G Monte Titoli	CCP депозитарий
Кипр	CSE	биржа
Латвия	LCD, VNS	депозитарии
Литва	LCVPD	депозитарий
Люксембург	Clearstream Banking Luxembourg	депозитарий
Мальта	MSE	биржа
Польша	KDPW (НДЦБ) RPW (РЦБ)	депозитарий (функции CCP) депозитарий
Португалия	LCH.Clearnet SA	CCP

Страна	Название субъекта, производящего клиринг	Форма деятельности
Румыния	BVB SNCDD SaFIR	биржа депозитарий депозитарий
Словакия	CDCP SR, Central Registry	депозитарии
Словения	KDD	депозитарий
Финляндия	APK/NCSD Stockholm Stock Exchange Eurex Clearing AG	депозитарий CCP в структуре биржи CCP
Франция	LCH.Clearnet SA	CCP
Чехия	UNIVYC, SKD, RM-SYSTEM	депозитарий
Швеция	Stockholm Stock Exchange VPC AB/NCSD	CCP в структуре биржи депозитарий
Эстония	ECSD	депозитарий

\* С 1 января 2009 г. функции CCP от депозитария возьмет на себя специально учрежденная с этой целью компания KELEER CCP.

Источник: Разработка НБП.

Дальнейшая часть главы посвящена, главным образом, центральным контрагентам, учитывая факт, что клиринговые палаты функционируют, в основном, в структурах депозитариев ценных бумаг, которые представлены в пункте 2.1.2.

В настоящее время в ЕС функционирует 10 центральных контрагентов. Ведущую роль играют 4: LCH.Clearnet SA, LCH.Clearnet Ltd, Eurex Clearing и CC&G.

LCH.Clearnet SA и LCH.Clearnet Ltd входят в состав холдинга LCH.Clearnet Group Ltd, образование которого было результатом многих процессов консолидации. История консолидации началась с объединения 3 центральных контрагентов, действующих на французском рынке, в результате была создана компания Clearnet SA. Следующим шагом стало объединение Clearnet SA с центральными контрагентами бельгийского и нидерландского рынка, а затем начал выполнять клиринговые услуги на португальском рынке. В завершение Clearnet SA провел слияние с London Clearing House Ltd, образуя группу капитала LCH.Clearnet Group Ltd. В настоящее время LCH.Clearnet SA и LCH.Clearnet Ltd функционируют как независимые компании в рамках этой группы. Первая действует на основе французского законодательства и проводит расчеты по сделкам, заключаемым на биржах группы Euronext, а вторая действует на основе британского

законодательства и проводит расчеты по сделкам, заключаемым на биржах London Stock Exchange, Euronext.LIFFE, London Metal Exchange, ICE Futures и SWX Europe (ранее virt-x).

Eurex Clearing AG в 100% является собственностью Eurex Frankfurt AG, владельцем которого, в свою очередь, является Eurex Zurich AG, в 50% принадлежащий бирже SWX Swiss Exchange, а в 50% – Deutsche Börse AG. Eurex Clearing AG действует на основе германского законодательства и проводит расчеты по сделкам, заключаемым на Eurex Exchanges.

CC&G в 72,73% является собственностью Borsa Italiana. Остальные 27,27% принадлежат пяти коммерческим банкам. CC&G рассчитывает сделки, заключаемые на кассовых рынках и рынках производных инструментов (IDEM, рынки ценных бумаг Borsa Italiana, MTS Italy).

Все эти четыре учреждения лидируют среди европейских CCP с точки зрения числа участников, а также количества и стоимости рассчитываемых сделок. Первое место занимает LCH.Clearnet SA, затем идут Eurex Clearing и CC&G. В общей сложности они проводят расчеты 98,4% всех сделок, которые рассчитывают CCP в ЕС по численности и 98,9% по стоимости<sup>89</sup>.

Кроме перечисленных выше центральных контрагентов, на территории Евросоюза деятельность ведут также CCP с местопребыванием в других странах, например, швейцарский SIX x-clear, который проводит расчетные операции по сделкам, заключаемым на биржах SIX Swiss Exchange, SIX Swiss Exchange Europe и London Stock Exchange, а также планирует проведение расчетов сделок, заключаемых на других европейских биржах (в частности, с Deutsche Börse).

Центральные контрагенты, за исключением LCH.Clearnet SA и Eurex Clearing, у которых есть банковская лицензия, действуют в форме обществ торгового права. CCP являются независимыми субъектами, или связаны по капиталу с другими CCP, биржами или иными субъектами. Акционеры центральных контрагентов это, главным образом, биржи и (или) коммерческие банки, которые являются пользователями CCP; в нескольких случаях также депозитарии, институциональные инвесторы, и в одном случае центральный банк. Большинство центральных контрагентов действует по принципу for profit. Подробная информация о юридической структуре и акционерах представлена в таблице 3.

Таблица 3. Юридическая форма и структура собственности центральных контрагентов в Евросоюзе

Центральный контрагент	Форма деятельности	For profit или not for profit	Структура собственности
CCP Austria	Компания	н.д.	Wiener Börse (50%) Österreichische Kontrollbank (50%)

<sup>89</sup> EBC Blue Book, данные за 2006 г., данные не охватывают статистики для LCH.Clearnet.Ltd, OMX, MEFF и MEFFCLEAR.

Центральный контрагент	Форма деятельности	For profit или not for profit	Структура собственности
LCH.Clearnet SA	Банк, филиал холдинга LCH.Clearnet Group Ltd	for profit	биржи (45,1%), давние члены LCH (45,1%), Euroclear (9,8%)
ADECH	В структуре биржи, которая является компанией	for profit	Nelex является публичной компанией, в числе ее владельцев – банки, эмитенты, институциональные и индивидуальные инвесторы
MEFF	В структуре биржи, которая является компанией	н.д.	Холдинг BME, который является публичной компанией с участием центрального банка (5,33%)
MEFFCLEAR	Система, которой управляет MEFF	н.д.	Холдинг BME, который является публичной компанией с участием центрального банка (5,33%)
EUREX Clearing	Компания с банковской лицензией	for profit	Eurex Frankfurt AG (100%), владельцем которого являются Deutsche Börse AG (50%) и SWX Swiss Exchange AG (50%)
Stockholm Stock Exchange	В структуре биржи, которая является компанией	for profit	OMX Nordic Exchange group Oy (100%), владельцем которого является OMX AB
KELER	В структуре депозитария, который является компанией*	for profit	Центральный банк (53%), Budapest Commodity Exchange (20%), Budapest Stock Exchange (26,67%)**
LCH.Clearnet Ltd	Компания, филиал холдинга LCH. Clearnet Group Ltd	for profit	биржи (45,1%), давние члены LCH (45,1%), Euroclear (9,8%)
CC&G	Компания	for profit	биржа (72,73%), 5 коммерческих банков (27,27%)

\* С 1 января 2009 г. функции CCP от депозитария возьмет на себя созданная специально с этой целью компания KELER CCP.

\*\* Запланирована следующая структура акционеров компании KELER CCP: KELER – 75%, Budapest Stock Exchange – 25%.

Источник: Разработка НБП.

В настоящее время центральные контрагенты проводят расчеты по сделкам, заключаемым на любых платформах обращения; их деятельность охватывает очень широкий диапазон финансовых продуктов, в частности, заключаемые на бирже контракты типа фьючерс, опционы, акции и долговые инструменты из кассового рынка, договоры репо, производные инструменты из рынка ОТС (over-the-counter). Детальная информация о платформах обращения и финансовых инструментах, обслуживаемых отдельными центральными контрагентами, представлена в таблице 4.

Таблица 4. Финансовые инструменты и платформы обращения, обслуживаемые центральными контрагентами в Евросоюзе

Центральный контрагент	Обслуживаемые финансовые инструменты	Обслуживаемые платформы обращения
CCP Austria	K, D	Vienna Stock Exchange
LCH.Clearnet SA	K, D, B, R	Euronext Group (фондовые биржи в Амстердаме, Брюсселе, Лиссабоне и Париже), London Stock Exchange's Dutch Trading Service (LSE DTS), e-speed, Euro-MTS, MTS-France, MTS Italy, BrokerTec, ETCMS – Euroclear Trade Capture and Matching System
ADECH	D	Athens Exchange Derivatives Market
MEFF	D	MEFF
MEFFCLEAR	B, D	SENAF (Fixed Income Electronic Trading System), EuroMTS Electronic Trading System
EUREX Clearing	K, D, B	Eurex, Eurex Bonds, Eurex Repo, XETRA, Frankfurt Stock Exchange, ISE Xetra
Stockholm Stock Exchange	D	Stockholm Stock Exchange, рынок ОТС
KELER	K, D	BSE Budapest Stock Exchange
LCH.Clearnet Ltd	K, D, B, R	London Stock Exchange, SWX Europe, EDX, Intercontinental Exchange (ICE), Liffe, London Metal Exchange (LME), OTC Freight, OTC UK Power, Powernext
CC&G	K, D	Borsa Italiana, рынки MTS SpA и BrokerTec

K – кассовый рынок долевых бумаг, D – рынок производных инструментов, B – рынок долговых бумаг, R – сделки репо.

Источник: Разработка НБЛ.

### 2.1.1.3. Урегулирования и надзор

Деятельность центральных контрагентов характеризуется высокой концентрацией риска, учитывая, что они берут на себя кредитный риск сторон сделки. До сих пор, к счастью, банкротства центральных контрагентов случались редко. В Европе такое событие произошло только один раз, в Париже, в 1974 г., и касалось товарного рынка<sup>90</sup>. Тем не менее, роль регуляторных органов и центральных банков ЕС в осуществлении надзора за деятельностью центральных контрагентов очень важна. Возрастают стоящие перед ними вызовы, что связано, в первую очередь, с увеличением масштабов и объема деятельности ССР, с все большей концентрацией, вытекающей из многочисленных консолидаций, а также с расширением трансграничной деятельности. С одной стороны, целью ведения эффективной надзорной политики является минимизация источников системного риска для того, чтобы избежать влияния потенциальных серьезных проблем ССР на стабильность финансового рынка. С другой же стороны, регуляторную и надзорную политику следует осуществлять таким образом, чтобы она не тормозила, а содействовала развитию рынка и рыночных инициатив, которые в последние годы увенчались огромным успехом. Внутренние национальные урегулирования, к сожалению, иногда являются препятствием для дальнейшего развития трансграничных операций. Это так наз. барьеры Джованнини, описанные в пункте 3.3.2.5. Одной из проблем являются неравные условия конкуренции между центральными контрагентами и банками, действующими как так наз. *General Clearing Member*<sup>91</sup>. Речь идет о применении различных требований по капиталу, которые приводят к тому, что расчет трансграничной сделки при посредничестве такого банка зачастую обходится дешевле, чем в случае использования связи между двумя ССР.

Публичные власти, и, в частности, Европейская комиссия, уже предприняли действия, направленные на ликвидацию упомянутых выше барьеров развития интеграции и свободной конкуренции (более обширно тема обсуждается в главе 3.).

### 2.1.1.4. Тенденции

В последние годы на рынках ЕС можно заметить несколько тенденций в области функционирования центральных контрагентов. Они ставят многочисленные вызовы перед участниками рынка, поставщиками услуг, центральными банками и регуляторными органами. К этим

<sup>90</sup> F. Wendt, *Intraday margining of CCP: EU practice and a theoretical evaluation of benefits and costs*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, март 2006.

<sup>91</sup> *General Clearing Member* это род участника центрального контрагента. Кроме своих собственных сделок и сделок своих клиентов он может также вести расчеты сделок других финансовых учреждений. *Individual* (или *Direct*) *Clearing Member* является участником центрального контрагента, который может вести расчеты исключительно своих сделок и сделок своих клиентов.

тенденциям относятся интеграция трансграничной деятельности, расширение диапазона предоставляемых услуг, оперативное развитие центральных контрагентов, а также изменения в структуре собственности.

### **1. Интеграция в трансграничной деятельности**

Одной из наиболее существенных тенденций является интеграция между центральными контрагентами в Евросоюзе, а также возрастающие из года в год масштабы трансграничной деятельности. На первом этапе в большинстве стран с развитыми рынками капитала центральные контрагенты создавались исключительно для нужд местной фондовой биржи или биржи производных инструментов, и, в основном, обслуживали национальных участников. В связи с этим европейская расчетная структура состоит из сети национальных систем, которые функционировали на территории определенной географическими границами. Для расчетов трансграничных сделок использовались национальные посредники. После введения общей валюты евро эта модель начала постепенно изменяться в результате резкого возрастания количества трансграничных сделок. Повышение эффективности, и, главное, снижение затрат на расчеты таких сделок, стало возможным благодаря применению трех различных решений: консолидации центральных контрагентов, создания операционной связи между ними, а также возможность дистанционного доступа к системам ССР для зарубежных участников. Благодаря этому постепенно исчезает традиционный метод трансграничных расчетов, т.е. расчеты через посредников.

#### *Субъектные консолидации центральных контрагентов*

В течение последних лет мы многократно были свидетелями консолидации центральных контрагентов. К важнейшим консолидациям можно отнести:

- 1) постепенную консолидацию клиринговых палат в рамках Великобритании в 80-х и 90-х годах прошлого столетия, в результате которой London Clearing House расширял свою деятельность, охватывая очередные рынки и продукты,
- 2) международную консолидацию клиринговых палат в Германии и Швейцарии в 1998 г., и в результате образование Eurex Clearing,
- 3) консолидацию 3 центральных контрагентов во Франции в 1999 г., в результате чего был создан Clearnet SA,
- 4) международную консолидацию центральных контрагентов в 2001 г., в результате которой Clearnet SA перенял роль ССР на бельгийском и голландском рынках,
- 5) международную консолидацию центральных контрагентов в 2003 г., что привело к тому, что Clearnet SA перенял ведение клиринговых услуг на португальском рынке,
- 6) международную консолидацию центральных контрагентов в 2003 г., в результате которой Clearnet SA и London Clearing House объединились в холдинг LCH-Clearnet Group Ltd., и изменили названия на LCH.Clearnet SA и LCH.Clearnet Ltd,

- 7) международную консолидацию 2004 г., в рамках Группы OMX, в результате которой функция клиринга сделок производных инструментов, заключаемых на бирже OMX, была перенесена из Финляндии в Швецию.

#### *Операционная связь между центральными контрагентами*

Создание операционных связей между центральными контрагентами, действующими в разных странах, ускоряет интеграцию рынков капитала этих стран, дает возможность инвесторам заключать сделки на зарубежных рынках и проводить по ним расчеты при посредничестве национального ССР. Благодаря такой связи участие в системе одного центрального контрагента позволяет вести расчет трансграничных сделок, заключенных на многих рынках.

Серьезное положительное влияние на создание связей между центральными контрагентами оказало подписание в 2006 г. документа *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*. Документ этот был подписан операторами бирж, центральных контрагентов и депозитариями ценных бумаг (более детально он описан в пункте 3.3.2.6). Этот кодекс касается, в частности, принятия формальных принципов доступа и операционного взаимодействия между инфраструктурными учреждениями, которые обеспечивают не дискриминирующие, прозрачные условия доступа к этим учреждениям.

Связь между центральными контрагентами зачастую имеет весьма разнообразную форму, что связано, чаще всего, с национальной спецификой, например, рыночной практикой или правовыми барьерами. Упомянутый выше кодекс *European Code of Conduct for Clearing and Settlement* выделил следующие основные типы связи:

- участие: центральный контрагент становится обычным участником другого центрального контрагента (односторонняя связь),
- особое участие: центральный контрагент становится особым участником другого центрального контрагента, что означает, что некоторые услуги подлежат адаптации к его потребностям,
- технический доступ: доступ без открытия счета, исключительно с целью обмена информацией между биржей, центральным контрагентом и депозитарием ценных бумаг,
- интероперабельность: двусторонняя связь на самом высоком техническом и организационном уровне.

Такая классификация отличается от классификации, описанной ранее CPSS-IOSCO в Рекомендациях для центральных контрагентов, которая выглядит следующим образом:

- взаимное участие: центральный контрагент становится участником другого центрального контрагента без дальнейшей интеграции систем,
- взаимные обеспечения: механизм, который позволяет субъекту, являющемуся участником двух разных центральных контрагентов, обслуживающих разные рынки, сократить размер финансовых обеспечений, хранящихся в обоих ССР,

- соединение клиринговых систем: два центральных контрагента объединяют свои клиринговые системы в одну систему (что может сопровождаться, хоть и обязательно, консолидацией субъектов).

Представленные выше характеристики связи несколько отличаются друг от друга. Распределение, описанное в *Code of Conduct*, охватывает как горизонтальные операционные связи (между учреждениями, выполняющими такие же самые функции, например, между клиринговыми палатами), так и вертикальные (между учреждениями, выполняющими разные функции в рамках сделочного процесса, например, между клиринговой палатой и биржей, или клиринговой палатой и депозитарием). В свою очередь, классификация, представленная в рекомендациях, относится только к горизонтальным связям. Кроме того, классификация, принятая в *Code of Conduct* охватывает исключительно субъектные связи, а классификация, содержащаяся в Рекомендациях – также взаимодействие в рамках избранной услуги (обеспечения).

В практической деятельности между операционными связями существует гораздо больше различий, и трудно найти два одинаковых. В таблице 5 представлены функционирующие в настоящее время связи между CCP, действующими в странах ЕС, а также центральными контрагентами, функционирующими в странах ЕС, и CCP, действующими за пределами Евросоюза.

Таблица 5. Связь между центральными контрагентами

Страны	Связи
США, Германия	CCorp → Eurex Clearing
Франция, Бельгия, Голландия, Португалия, Италия	LCH.Clearnet SA ↔ CC&G
Швеция, Норвегия	SSE → Oslo Börs/ NOS Clearing ASA
Швеция, Великобритания	SSE ↔ LCH.Clearnet Ltd
Швейцария, Великобритания	SIXx-clear → LCH.Clearnet Ltd
Великобритания, США	LCH.Clearnet Ltd → CME

→ РОдносторонняя связь

↔ Двусторонняя связь

Источник: Разработка НБП.

### Дистанционный доступ

В прошлом для проведения расчетов трансграничных операций при посредничестве центрального контрагента, иностранный субъект должен был расширить свою деятельность, создавая отделение или филиал в стране ССР, и содержать в ней свои активы. Альтернативой было использование услуг посредника в данной стране. В настоящее время, в результате усиливающейся интеграции, и, особенно, гармонизации урегулирований<sup>92</sup>, а также развития современной технологии электронной коммуникации, иностранные субъекты все чаще могут быть участниками центрального контрагента на основе дистанционного доступа, без необходимости создавать филиал.

### Посредники

С использованием услуг посредников при доступе к центральному контрагенту мы все еще довольно часто сталкиваемся как на внутреннем рынке, так и в трансграничных сделках. Члены платформы обращения, обслуживаемой центральным контрагентом, могут быть его прямыми участниками, так наз. индивидуальными рассчитывающими участниками, или же могут пользоваться услугами специализированного субъекта, который является непосредственным участником центрального контрагента, так называемого генерального клирингового участника. Учитывая относительно небольшое число прямых участников центральных контрагентов, можно предположить, что большинство субъектов, заключающих сделки на платформах обращения ЕС, пользуется услугами посредников.

## 2. Диапазон услуг

Следующая тенденция состоит в расширении диапазона деятельности центральных контрагентов. Когда создавался Экономический и валютный союз, почти все центральные контрагенты рассчитывали исключительно сделки, предметом которых были производные инструменты, учитывая повышенный риск, характерный для таких сделок в длительной перспективе. В последние годы многие из них расширили свою деятельность, и охватили ею также сделки кассового рынка, предметом которых являются ценные бумаги и сделки *репо*<sup>93</sup>. Стоит при этом отметить, что расчет сделок, предметом которых являются ценные бумаги и производные инструменты, очень различается. В первом случае кредитный риск следует исключительно из процесса клиринга и расчета, а во втором – сама сделка обременена высоким кредитным риском, который невозможно отделить от клирингового риска.

<sup>92</sup> См. подробности на тему MiFID и *Code of Conduct* в главе 3.

<sup>93</sup> Например, в 1999-2006 годах Eurex Clearing начал вести расчеты также сделок *репо* и сделок на ценных бумагах, MEFF начал обслуживание сделок *репо* и правительственных облигаций, CC&G расширило свою деятельность, включив в нее ценные бумаги также для рынка MTS Italy и EuroMTS, ССР Austria начал вести расчеты ценных бумаг (Европейская комиссия, *Draft working document on post-trading*, Brussels 2006), а London Clearing House с 1999 г. ввел услуги ССР для свопов, сделок *репо* и сделок на ценных бумагах, заключаемых на London Stock Exchange, (John Jackson, M.J. Manning, *Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements*, Bank of England 2007).

В связи с возрастающей конкуренцией на европейском рынке, центральные контрагенты не прекращают поиски новых сфер деятельности. Очередным вызовом для них могут стать рынки ОТС производных инструментов, которые развиваются весьма динамично, а при этом в области расчетов требуют некоторого усовершенствования.

### 3. Операционное развитие

Немаловажное влияние на развитие центральных контрагентов, и особенно, на методы управления риском, а также на механизмы расчетов, имеет развитие технологии. Операционные инновации позволяют увеличить эффективность трансграничных расчетов, и, в частности, гармонизовать принципы деятельности разных центральных контрагентов с целью обеспечения интероперабельности между их системами. К операционным инновациям, отражающим интернационализацию практики управления риском и механизмов расчетов, относятся, в частности:

- 1) акцептирование центральными контрагентами финансового обеспечения в форме иностранной валюты или ценных бумаг, эмитированных за границей (например, LCH.Clearnet, Eurex, OM Stockholm, Wiener Börse AG),
- 2) акцептирование обеспечений, депонированных в банке или у посредника, размещенных за границей (например, Eurex),
- 3) заключение сделок на бирже в одной стране и клиринг этой же сделки в CCP в другой стране (например, LCH.Clearnet, Eurex Clearing),
- 4) учреждение участником резерва обеспечения в одном CCP, который должен обеспечивать его сделки в двух или более клиринговых палатах, то есть так наз. *cross-margining* (например, CME/LCH/LIFFE)<sup>94</sup>.

### 4. Корпоративные изменения

Что касается центральных контрагентов, функционирующих как независимые компании, мы можем наблюдать следующую тенденцию, которая состоит в том, что они переходят от организаций *not for profit* к *for profit*. По традиции центральные контрагенты имели форму компаний, владельцами которых были пользователи, т.е. так наз. *user-owned*. Обычно они действовали по принципу *not for profit*. Со временем форма компании, нацеленной на прибыль, стала более удобной для CCP, ибо это содействует повышению эффективности и конкурентоспособности благодаря снижению расходов на деятельность и оплат. Тем не менее, CCP должны обращать внимание на то, чтобы это сокращение издержек не происходило за счет понижения стандартов деятельности, поскольку самой важной функцией центрального контрагента является управление риском.

<sup>94</sup> D. Russo, T.L. Hart, A. Schönenberger, *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe*, ECB Occasional Paper No 5, Frankfurt, September 2002.

### 2.1.1.5. Целевая модель расчетов на рынке ЕС

В настоящее время клиринг большинства сделок в ЕС ведется всего несколькими ССР. Остальные контрагенты в совокупности проводят клиринг небольшого количества сделок, и могут быть предметом дальнейшей консолидации. Продолжающаяся фрагментация расчетов на рынке ЕС, а также барьеры в трансграничных расчетах, являются предметом многочисленных дискуссий среди участников рынка, посвященных будущей оптимальной модели функционирования центральных контрагентов в Евросоюзе.

По мнению части участников рынка создание одного панъевропейского центрального контрагента типа *user-owned*, обслуживающего разные валюты и продукты, является оптимальным решением, учитывая эффект масштаба, интегрированное управление риском, стандартизацию, снижение затрат и оплат. Однако, на пути к его созданию существует много препятствий, к которым можно причислить, в частности, сильные связи центральных контрагентов с биржами, или фрагментарность урегулирований. Немаловажное значение имеет также опасение, что серьезные проблемы одного панъевропейского центрального контрагента могли бы повлиять на все обслуживаемые им рынки. Некоторые подчеркивают также факт, что позиция монополиста влечет за собой определенную угрозу (отсутствие конкуренции, а тем самым отсутствие стимула к модернизации, к повышению качества услуг и снижению затрат)<sup>95</sup>. В то же время введение модели общего центрального контрагента для всей Европы может быть осложнено еще и тем, что европейские рынки отличаются друг от друга и нуждаются в специализированных услугах.

По мнению других участников, целевой моделью для Европы является функционирование двух центральных контрагентов. Один должен обслуживать сделки, предметом которых являются ценные бумаги, а второй – сделки, касающиеся производных инструментов, учитывая высокую дифференциацию методов управления риском. Такое решение, по мнению его сторонников, помогло бы максимально сэкономить на обеспечениях, а также сократить другие затраты. И в этом случае мы также можем говорить об опасности, связанной с фактически монополистской позицией каждого из этих учреждений в тех сегментах европейского рынка, которые они будут обслуживать. Кроме того, в данном случае нельзя было бы использовать для управления риском механизмы корреляции между ценными бумагами и производными инструментами, которые дают возможность более эффективным образом определять размер требуемого обеспечения.

По оценке следующей группы участников консолидацию центральных контрагентов следует вести осторожно, а модель общего центрального контрагента для всей Европы это не самое удачное решение,

<sup>95</sup> Как показывает опыт, само применение формулы *user-owned* может не обеспечивать всем участникам достаточное влияние на деятельность учреждения, а также то, что их интересы будут учитываться при принятии решений, касающихся его функционирования.

учитывая различия между рынками и необходимость предлагать им специализированные услуги. В то же время центральным контрагентам необходимо обеспечить условия, гарантирующие реальную конкурентоспособность, например, благодаря гармонизации правовых требований на территории Евросоюза.

Принимая во внимание оценки участников, представляемые в дискуссиях, которые в настоящее время ведутся в ЕС, можно ожидать дальнейшего развития процесса консолидации. Ее темпы и масштаб будут зависеть от условий и потребностей европейского рынка капитала.

### **2.1.2. Развитие и нынешняя роль центральных депозитариев ценных бумаг, в том числе международных центральных депозитариев ценных бумаг в странах Евросоюза**

#### **2.1.2.1. История создания депозитариев**

Деятельность центральных депозитариев ценных бумаг в Европе началась, так же, как и в случае биржевых клиринговых палат, в конце XIX века. Первый центральный депозитарий ценных бумаг в мире был создан в Австрии в 1872 г. под названием Wiener Giro- und Cassenverein<sup>96</sup>. Следующие депозитарии в Европе были созданы в Германии, где носили название Kassenvereine. Во Франции первый депозитарий, CCDVT, был учрежден в 1942 г. В остальных европейских странах центральные депозитарии ценных бумаг создавались в 70-е годы прошлого столетия: в 1968 г. в Бельгии, в 1970 г. в Люксембурге, в 1977 г. в Голландии, в 1978 г. в Италии. Этот процесс продолжался в 80-е годы, например, в 1983 г. в Дании, в 1989 г. в Швеции, а в 90-х годах прошлого века достиг своего апогея – в течение менее, чем 10 лет в ЕС было создано около 20 новых депозитариев. Главной причиной быстрого увеличения числа депозитариев была тенденция к сосредоточению депозитарных и расчетных услуг в одном или нескольких национальных учреждениях, к повышению эффективности рынков ценных бумаг, а также издание Группой тридцати<sup>97</sup> в 1989 г. рекомендации создания центрального депозитария в каждой стране. Подробная информация о начале деятельности нынешних депозитариев представлена в таблице 6.

Как правило, эти депозитарии функционировали как уставные или естественные монополии. Они занимались, в первую очередь, обслуживанием коммерческих ценных бумаг, тогда как ведение депозитария государственных ценных бумаг обычно оставалось в компетенции центральных банков. Диапазон услуг, предоставляемых депозитариями, был разным, так как зависел от правовой базы и условий, связанных с их созданием. Большинство из них предоставляло как депозитарные, так и клиринговые услуги, а некоторые

<sup>96</sup> European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

<sup>97</sup> О Группе тридцати подробнее в пункте 3.2.3.1 «Работы Группы тридцати».

специализировались, главным образом, в клиринговой функции. Статус центральных депозитариев ценных бумаг в определенной степени был связан с процессом дематериализации ценных бумаг в данной стране. В странах, в которых дематериализация ценных бумаг была популярной или даже обязательной, функционирование депозитариев было более точно определено и урегулировано. Их роль считалась особой, учитывая риск, связанный с выполнением функции депозитария дематериализованных ценных бумаг<sup>98</sup>.

Международные депозитарии ценных бумаг Euroclear Bank и Cedelbank (в настоящее время Clearstream International) были созданы в конце 60-х годов XX в. с целью предоставления клиринговых услуг на трансграничном уровне для еврооблигаций. Постепенно расширялся диапазон финансовых продуктов, охваченных их услугами, и в настоящее время они ведут расчеты сделок, заключаемых на большинстве разновидностей облигаций, а также – хотя в меньшей степени – сделки, предметом которых являются акции<sup>99</sup>.

Euroclear был создан в 1968 г., как отдел по вопросу ценных бумаг бельгийского отделения американского Morgan Guaranty Trust Company of New York; это было учреждение типа *for profit*. В 1971 г. Morgan Guaranty Trust Company of New York продал систему ее пользователям и только что созданной компании Euroclear, оставляя за собой участие в управлении новым субъектом. В 2000 г. связи с Morgan Guaranty Trust Company of New York были сорваны, и Euroclear был преобразован в Euroclear Bank – компанию, созданную в соответствии с бельгийским законодательством. В последующие годы Euroclear Bank вел интенсивную политику перенимания национальных депозитариев, для того, чтобы завоевать позицию панъевропейского депозитария.

Clearstream International был создан в 2000 г. в результате слияния Cedel International, созданного в 1971 г., и германского депозитария, т.е. Deutsche Börse Clearing.

Довольно быстро, ибо уже во второй половине 90-х годов прошлого века, была замечена необходимость операционного взаимодействия между депозитариями ценных бумаг в ЕС, а их многообразие начало восприниматься как недостаток, а не как достоинство европейского рынка ценных бумаг, которое может привести к замедлению развития этого рынка. Именно в это время появились три ведущие инициативы интеграции депозитарно-расчетных услуг в Европе. ECSDA<sup>100</sup> разработала модель интеграции инфраструктуры путем двусторонней стандартизации связи между индивидуальными системами и депозитариями. Практики придумали две следующие модели этих связей, а именно – модель *spaghetti*, в которой каждая пара депозитариев должна была быть связана друг с другом, и модель *hub and spokes*, в которой у каждого депозитария должен был быть

<sup>98</sup> BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

<sup>99</sup> H. Schmiedel, *Performance of international securities markets*, Bank of Finland Studies, Vammala 2004.

<sup>100</sup> ECSDA – European Central Securities Depository Association.

доступ ко всем остальным депозитариям, через связь с депозитарием, исполняющим роль *hub* (центральной точки контакта), связанным со всеми остальными депозитариями. Итак, первая модель предполагала большое число связей и равную роль каждого депозитария, вторая же – ограниченное число связей и центральную роль одного из депозитариев. Весной 1999 г. Euroclear, крупнейший международный депозитарий в Европе, объявил о своей поддержке для модели *hub and spokes*. В ответ на это предложение всего несколько недель спустя второй европейский международный депозитарий ценных бумаг, Cedel International, объявил о своем слиянии с германским депозитарием, т.е. Deutsche Börse Clearing, выбирая, таким образом, третью модель европейской инфраструктуры – путем консолидации. Конечной целью Cedel International было создание консолидированного механизма для европейских рынков, именуемого Европейской клиринговой палатой (European Clearing House). Интеграция европейских систем с Палатой должна была состоять в создании систем электронной связи, поручении ей услуг клиринга и расчета ценных бумаг, или проведения слияний. Легко можно заметить, что планируемый целевой уровень интеграции депозитарно-расчетной инфраструктуры возрастал в каждой последующей модели<sup>101</sup>. Актуальный уровень интеграции этой инфраструктуры описан в дальнейшей части этого раздела.

#### 2.1.2.2. **Нынешняя роль депозитариев ценных бумаг**

Инфраструктура депозитарных услуг в ЕС является раздробленной, о чем свидетельствует большое количество депозитариев ценных бумаг: в настоящее время в 27 странах ЕС действуют 42 депозитария ценных бумаг, из которых 22 находятся в еврозоне, а 20 – за ее пределами. Сравнивая количество стран, входящих в еврозону, а также количество стран ЕС, которые не приняли общую валюту, с количеством функционирующих на их территории депозитариев, можно сказать, что различия между ними незначительны. Они связаны с тем, что в еврозоне консолидация внутри стран продвинулась дальше, чем в остальных странах ЕС.

Среди субъектов, предоставляющих депозитарно-расчетные услуги в ЕС, выделяются три группы капитала, которые охватывают большинство крупнейших депозитариев ЕС, т.е. Euroclear Group, Clearstream International и Nordic CSD Group.

**Euroclear Group** состоит из международного депозитария ценных бумаг Euroclear Bank, а также четырех национальных депозитариев ценных бумаг, т.е. Euroclear France, Euroclear Belgium, Euroclear Nederland и Euroclear UK & Ireland (до июля 2007 г. функционирующего как CREST-Co). Все эти депозитарии являются филиалами холдинговой компании Euroclear SA/NV, созданной в Бельгии, которая, в свою очередь, является филиалом Euroclear Plc. – холдинговой компании с местопребыванием в Великобритании. Владельцами Euroclear Plc. являются участники

<sup>101</sup> M. Malkamaki, J. Topi, *Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement*, Discussion Papers, Bank of Finland, December 1999.

системы Euroclear. Euroclear Bank, как международный депозитарий, выполняет функцию депозитария для международных ценных бумаг, в частности, еврооблигаций, и проводит расчеты в этих ценных бумагах, а также ценных бумаг местного характера. Национальные депозитарии, входящие в состав Euroclear Group обслуживают ценные бумаги, эмитируемые на отечественных рынках, а Euroclear UK & Ireland – дополнительно ирландские акции. Вначале все пять депозитариев действовали независимо, однако, с целью повышения эффективности их функционирования и достижения фактической выгоды от их консолидации, был разработан план операционной интеграции в рамках группы. В соответствии с этим планом интеграция происходит постепенно, путем внедрения очередных этапов. Первый этап состоял в том, чтобы создать общую клиринговую платформу и присоединиться к ней. В рамках второго этапа был внедрен совместный механизм обработки внутренних (национальных) и трансграничных сделок в акциях и долговых бумагах на бельгийском, голландском и французском рынках. Третий – последний – этап обеспечит консолидацию в виде единой совместной платформы, обслуживающей все рынки Euroclear Group. Завершение интеграции предусмотрено в 2009-2010 г.г.<sup>102</sup>.

Clearstream International, который является филиалом Deutsche Börse AG, это холдинговая компания, которая охватывает Clearstream Banking Luxembourg (CBL), Clearstream Banking Frankfurt (CBF), Clearstream Services Luxembourg и региональные представительства на главных финансовых рынках. Clearstream Banking Luxembourg является международным депозитарием, и одновременно оператором LuxClear – национального депозитария Люксембурга. Clearstream Banking Frankfurt обслуживает германский рынок ценных бумаг, а Clearstream Services Luxembourg является оператором информационной платформы Creation, используемой в трансграничной деятельности. Интеграция Clearstream International состояла из двух этапов и завершилась в 2002 г.

**Nordic CSD Group** охватывает национальные депозитарии Швеции и Финляндии; финский депозитарий АРК является филиалом шведского депозитария VPC. В настоящее время оба депозитария действуют как отдельные субъекты, но есть планы их операционной интеграции, с целью повышения их эффективности и достижения эффекта масштаба, что должно содействовать развитию и укреплению позиции всего нордического рынка.

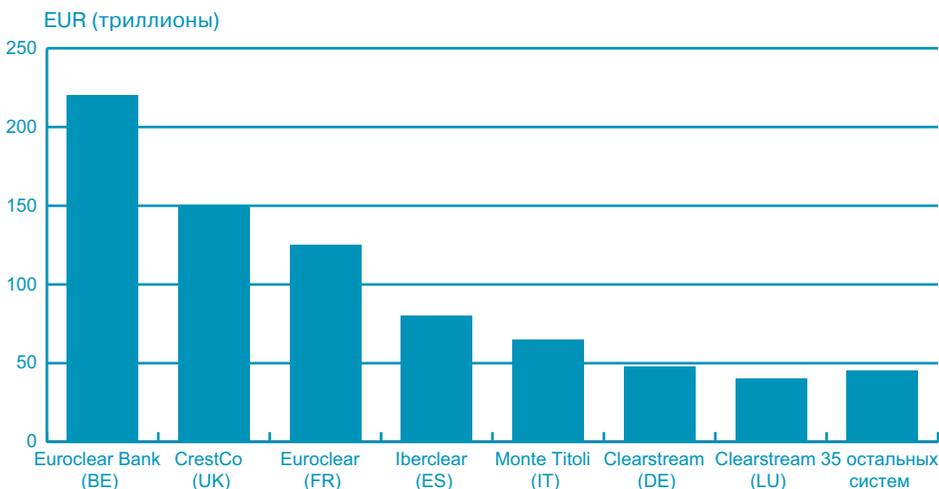
Представленная ситуация, т.е. существование трех мощных групп капитала, может в ближайшее время измениться, так как 2 июня 2008 г. Euroclear Group и Nordic CSD Group подписали соглашение, в соответствии с которым Euroclear Group переймет акции Nordic CSD Group в четвертом квартале 2008 г. Если эта консолидация увенчается успехом, Euroclear Group значительно расширит объемы своей деятельности.

Анализ статистических данных указывает на большую концентрацию депозитарных и клиринговых услуг в ЕС. На хранении в семи крупнейших депозитариях, т.е. Euroclear Bank в Бельгии, CrestCo в Великобритании, Euroclear France, Iberclear в Испании, Monte Titoli в Италии, Clearstream

<sup>102</sup> На основе данных из Blue Book от 2006 г.

Frankfurt и Clearstream Luxembourg, находится в общей сложности 85,86% (по стоимости) ценных бумаг, зарегистрированных во всех депозитариях ЕС, они проводят клиринг 77,77% с точки зрения количества всех сделок и 95,07% всех сделок с точки зрения их стоимости<sup>103</sup>.

График 1. Обороты в CSD в ЕС в 2006 г. (общая стоимость обработанных заявок)



Источник: EBC.

Большинство депозитарно-клиринговых учреждений, функционирующих в ЕС, не выполняет банковские функции, однако, в случае некоторых из этих учреждений, можно говорить о таких функциях или о статусе банка. К субъектам, имеющим статус банка, следует причислить австрийский Oesterreichische Kontrollbank A.G. (OeKB), венгерский KELER, входящие в состав группы Clearstream International SA: Clearstream Banking Frankfurt и Clearstream Banking Luxembourg, а также Euroclear Bank SA, входящий в группу Euroclear.

Владельческая структура центральных депозитариев ценных бумаг в ЕС весьма разнообразна. Часть из них функционирует как отдел или департамент более крупного учреждения, например, депозитарии, которые ведут центральные банки (например, Реестр ценных бумаг в Национальном Банке Польши), или в рамках фондовых бирж (например, депозитарий в структуре Cyprus Stock Exchange). Другие являются компаниями в структурах более крупной группы капитала, созданной в результате горизонтальной консолидации<sup>104</sup> (например, Euroclear France является филиалом Euroclear SA/NV, а он в свою очередь филиалом Euroclear Plc.), или вертикальной консолидации (например, Clearstream Banking Luxembourg является филиалом Deutsche Börse). Остальные действуют как независимые компании (например, OeKB в Австрии).

<sup>103</sup> На основе данных из Blue Book от 2006 г.

<sup>104</sup> Разновидности консолидации описаны в пункте 2.1.3.2 «Деятельность в области интеграции инфраструктуры, предоставляющей последочные услуги в ЕС».

Анализируя состав владельцев центральных депозитариев ценных бумаг, можно выделить следующие группы:

- 1) депозитарии, которыми владеют, или в которых участвуют государственные учреждения, например, министерства финансов, государственные казначейства – таких в ЕС несколько (например, в Болгарии, на Кипре, Мальте, в Ирландии, в Польше), и в большинстве своем действуют в странах, которые вступили в Евросоюз после 2004 г.,
- 2) депозитарии, ведущиеся центральными банками (в ЕС их 9), или с участием центральных банков (например, в Болгарии, Дании, Эстонии, Испании, в Литве, Польше, Венгрии),
- 3) депозитарии, которые являются собственностью пользователей (участников), так наз. *user-owned*, (например, OeKB, Euroclear Plc., VP, KDD),
- 4) депозитарии, частично или полностью принадлежащие компаниям (учреждениям), связанным с рынком капитала, главным образом, фондовым биржам – например, UNIVYC, ECSD, LCVPD, LCD, KELER,
- 5) депозитарии, принадлежащие третьей стороне, не связанной непосредственно с пост-трейдинговыми услугами, например, RM-SYSTEM.

В практике мы очень часто сталкиваемся в ЕС с депозитариями со смешанным составом акционеров, например, депозитариями, в которых доли имеют как пользователи (участники), так и биржи, а иногда также государственные учреждения.

В зависимости от формы деятельности, а также структуры собственности, центральные депозитарии действуют по принципу *not for profit* или *for profit*. К первой группе относятся обычно центральные депозитарии ценных бумаг, владельцами которых являются министерство финансов, государственной казны и центробанков, а также немногочисленные депозитарии, принадлежащие пользователям (участникам). Во второй группе находится большинство депозитариев, принадлежащих пользователям (участникам) и фондовым биржам, и особенно третьим сторонам.

Таблица 6. Характеристика CSD, функционирующих в Евросоюзе в настоящее время.

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit</i> , <i>not for profit</i>	Структура собственности
Австрия	OeKB	1872 г. как Wiener Giro- und Cassenverein, в 1965 г. его заменил OeKB	банк, <i>for profit</i>	главным образом, национальные коммерческие банки

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Бельгия	NBB	1991 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
	Euroclear Belgium	1968 г.	филиал Euroclear SA/NV, компания, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – филиал Euroclear Plc, акционерами которого являются участники (86,9%) и Sicovam Holding SA (13,1%)
	Euroclear Bank	1968 г.	банк, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – филиал Euroclear Plc, акционерами которого являются участники (86,9%) и Sicovam Holding SA (13,1%)
Болгария	CDAD	1996 г.	компания, <i>for profit</i>	Министерство финансов (21,9%), центральный банк (20%), коммерческие банки (21,6%), Болгарская фондовая биржа в Софии (3%) и другие
	GSD	1992 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
Великобритания	Euroclear UK & Ireland Limited	1996 г. (CrestCo)	компания, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – филиал Euroclear Plc, акционерами которого являются участники (86,9%) и Sicovam Holding SA (13,1%)
Венгрия	KELER	1993 г.	банк, <i>for profit</i>	центральный банк (53%), Budapest Stock Exchange (46,7%)

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Германия	Clearstream Banking Frankfurt	1990 г. как Frankfurter Kassenverein AG	банк, <i>for profit</i>	Deutsche Börse (100%)
Голландия	Euroclear Nederland	1977 г. как Necigef	компания, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – филиал Euroclear Plc, акционерами которого являются участники (86,9%) и Sicovam Holding SA (13,1%)
Греция	Hellenic Exchanges SA Holding, Clearing, Settlement & Registry	1991 г. создание депозитария в рамках биржи, 1876 г. создание афинской биржи	компания, депозитарий в структурах биржи, <i>for profit</i>	Helex 100%, который является публичной компанией
	BOGS	1994 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
Дания	VP	1983 г.	компания, <i>for profit</i>	банки и брокерские фирмы (32%), компании, эмитирующие облигации (28%), центральный банк (24%), эмитенты акций (8%), институциональные инвесторы (8%)
Ирландия	NTMA	1990 г.	публичное учреждение, <i>not for profit</i>	Министерство финансов

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Испания	Iberclear	2003 г. в результате слияния CADE и SCLV	компания, <i>not for profit</i>	холдинг BME (100%), который является публичной компанией с участием центрального банка (5,33%)
	Местные депозитарии, SCL Barcelona, SCL Bilbao и SCL Valencia	Барселона – 1992 г. Бильбао – 1890 г. Валенсия – 1992 г.	компания, <i>not for profit</i>	холдинг BME (100%), который является публичной компанией с участием центрального банка (5,33%)
Италия	Monte Titoli	1978 г.	компания, <i>for profit</i>	Borsa Italiana Spa (98,7%), иностранные центральные депозитарии ценных бумаг (1%), инвестиционные фирмы (0,10%), другие (0,13%)
Кипр	CSE	1996 г.	биржа как публичное учреждение, <i>for profit</i>	Правительство Республики Кипр (100%)
Латвия	LCD	1995 г.	компания, <i>for profit</i>	Riga Stock Exchange (100%); RSE является собственностью OMX Group в 93%
	VNS	1993 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
Литва	LCVPD	1993 г.	компания, <i>for profit</i>	центральный банк (60%), OMX Group (32%), литовская биржа VWPB (8%). VWPB в 93% принадлежит OMX Group

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Люксембург	Clearstream Banking Luxembourg	1970 г. как Cedel	банк, <i>for profit</i>	Deutsche Börse (100%)
Мальта	MSE	1996 г.	биржа, <i>for profit</i>	Государственное казначейство (100%)
Польша	KDPW SA (АО НДЦБ)	1991 г.	акционерное общество, <i>not for profit</i>	ВФБ (33,3%), Государственное казначейство (33,3%), Национальный Банк Польши (33,3%)
	RPW (РЦБ)	1995 г. CRBS, 1996 г. RBP, в 2003 г. объединенные в RPW	центральный банк	центральный банк (100%)
Португалия	SITEME	1992 г.	центральный банк	центральный банк (100%)
	Interbolsa	1991 г.	компания, <i>for profit</i>	Euronext Lisbon (100%)
Румыния	BVB	1995 г.	биржа	72 юридических лица (главным образом, банки) и 28 физических лиц
	SNCDD	1996 г.	н.д.	н.д.
	SaFIR	2005 г.	центральный банк	центральный банк (100%)

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Словакия	CDCP SR	2004 г. в результате преобразования Securities Center of the Slovak Republic, которое было создано в 1992 г.	компания, <i>for profit</i>	Bratislava Stock Exchange (100%)
	Central Registry	1993 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
Словения	KDD	1995 г.	компания, <i>for profit</i>	41 акционер, в том числе банки, правительственные фонды, компании, брокерские фирмы, эмитенты и др.
Финляндия	APK/ NCSD	1996 г.	компания, <i>for profit</i>	VPC AB (100%), акционерами которого являются: OMX (19,8%) и 4 главных шведских банка (по 19,8%): Föreningsparbanken, Nordea, SEB and Svenska Handelsbanken
Франция	Euroclear France	1949 г. как SICOVAM	компания, <i>for profit</i>	Euroclear SA/NV – филиал Euroclear Plc, акционерами которого являются участники (86,9%) и Sicovam Holding SA (13,1%)

Страна	Название депозитария	Дата начала деятельности	Форма деятельности, <i>for profit, not for profit</i>	Структура собственности
Чехия	UNIVYC	1996 г.	филиал биржи, <i>for profit</i>	Prague Stock Exchange (100%)
	SKD	1995 г.	центральный банк, <i>not for profit</i>	центральный банк (100%)
	RM-SYSTEM	1993 г.	компания, система расчета а рамках внебиржевого рынка, <i>for profit</i>	2 физических лица по 50%
Швеция	VPC AB/ NCSD	1989 г.	компания, <i>for profit</i>	NCSD Holding AB (100%), владельцами которого является, в частности: Nordea Bank Sverige (24,82%), Skandinaviska Enskilda Banken (24,82%), Svenska Handelsbanken (24,82%) и Swedbank (24,82%)
Эстония	ECSD	1994 г.	компания, <i>for profit</i>	OMX Exchanges (62%), центральный банк (1.1%), остальные доли – участники рынка

Источник: Разработка НБП

Диапазон финансовых инструментов, обслуживаемых центральными депозитариями ценных бумаг, является очень обширным. В странах, в которых существует один центральный депозитарий ценных бумаг, он обслуживает все финансовые инструменты, которые являются предметом сделок на данном национальном рынке. В нескольких странах ЕС существуют два центральных депозитария ценных бумаг, один из которых, как правило, занимается обслуживанием казначейских бумаг, а второй – остальными ценными бумагами.

Центральные депозитарии ценных бумаг обслуживают обычно все платформы обращения в данной стране. Случается, однако, что данный депозитарий ценных бумаг занимается клирингом сделок, заключенных исключительно на одном из рынков, функционирующих в данной стране, или же действует в масштабе региона.

### 2.1.2.3. Урегулирования и надзор

Вопрос надзора и урегулирований в случае депозитариев ценных бумаг, так же, как и в случае контрагентов, является очень важным для сохранения стабильности финансовой системы. В связи с очень быстрым развитием рынков капитала, продолжающимся процессом интеграции пост-трейдинговых услуг в ЕС, а также внедрением современных технологий, надзорные принципы и положения, регулирующие ведение пост-трейдинговых услуг, требуют непрерывной адаптации. Это связано с тем, что предыдущие урегулирования были разработаны для национальных, а не трансграничных рынков, и сейчас создают серьезные препятствия для развития единого панъевропейского рынка капитала<sup>105</sup>.

В области надзора намечается заметная тенденция к увеличению роли центральных банков ЕС в осуществлении, наряду с органами пруденциального надзора (*supervision*), системного надзора (*oversight*), как над центральными депозитариями ценных бумаг, так и центральными контрагентами. Необходимость привлечения центральных банков к осуществлению надзора над системами расчетов ценных бумаг, была описана в пункте 1.2.8. «Центральные банки».

Обоснованность включения центральных банков в надзор за Системой расчетов по ценным бумагам (СРЦБ – SRPW) подтвердили результаты аналитических работ, проведенных важными международными организациями, в частности, Комитетом по платежным и расчетным системам (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS), который действует при Банке международных расчетов (Bank for International Settlements, BIS), Международной организацией комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), а также Европейским центральным банком (ЕЦБ)<sup>106</sup>.

В большей или меньшей степени почти все центральные банки в ЕС заявляют о своем системном надзоре за CSD и CCP. Используемые полномочия и инструменты в этой области являются весьма разными. Это следует, в частности, из различий между национальными правовыми системами, из диапазона заданий и позиций центральных банков, принятой модели депозитарно-клиринговой инфраструктуры, а также исторически сложившихся условий. Осуществляя системный надзор, некоторые центральные банки используют инструменты, которые предоставляет им законодательство. Остальные, для которых внутреннее законодательство не предусмотрело таких инструментов, используют альтернативные возможности, например, владельческие полномочия, участие представителей центральных банков в корпоративных органах субъектов, ведущих СРЦБ, взаимодействие с органами, регулирующими финансовый рынок, публичные заявления<sup>107</sup>,

<sup>105</sup> В частности, правовые барьеры интеграции европейского рынка последочных услуг описаны в Отчете Джованнини, о котором речь идет в главе 3.

<sup>106</sup> См главу 3.

<sup>107</sup> Под публичными заявлениями понимается выражение мнения центральных банков с использованием различных методов, например, путем публикации оценки, проблемных документов, позиции, взглядов, коммюнике для прессы, а также другие действия.

оказание воздействия в качестве участника или поставщика услуг, а также средства убеждения, основанные на престиже центрального банка.

Законодательство большинства стран ЕС возлагает на центральные банки обязанность осуществления системного надзора за СРЦБ. Центральные банки ЕС в течение последних 20 лет получали полномочия осуществлять надзор за системами расчетов ценных бумаг (например, Швеция – 1989 г., Дания – 1996 г., Ирландия и Финляндия – 1997 г., Бельгия и Италия – 1998 г., Франция и Люксембург – 2001 г., Австрия и Кипр – 2002 г., Литва и Латвия – 2003 г., Эстония и Венгрия – 2004 г., Словения – 2006 г.).

С точки зрения объема полномочий центральных банков ЕС в области надзора за СРЦБ можно разделить их на три группы:

1. Центральные банки, имеющие прямые полномочия осуществлять надзор за СРЦБ. Правовые урегулирования 7 государств гласят, что надзор за СРЦБ, депозитариями ценных бумаг или систем клиринга и расчетов ценных бумаг, является заданием центрального банка.
2. Центральные банки, имеющие косвенные полномочия осуществлять надзор за СРЦБ. Законодательство 12 государств налагает на центральный банк обязанность осуществлять надзор за платежной системой, системами платежей, системами расчета или системами клиринга. Некоторые урегулирования определяют обязанность предпринимать действия, направленные на обеспечение стабильности, четкого функционирования или продвижения валютной системы, обращения денег, потока валют, финансовой стабильности, совокупности финансовой системы или стабильности платежных и расчетных систем. В этих странах обязанность осуществления надзора за СРЦБ вытекает из толкования приведенных выше положений (понятий) или из формулировки закона, что это включает в себя также обязанность заботиться о правильном функционировании систем расчетов ценных бумаг.
3. Центральные банки, не имеющие законных полномочий осуществлять надзор за СРЦБ. В правовых системах 6 государств нет урегулирований, которые могут быть для центральных банков правовой базой осуществления надзора за СРЦБ.

Характер законных полномочий центральных банков в области системного надзора за центральными депозитариями ЦБ (CSD) и центральными контрагентами (CCP) является разным, и может, в частности, состоять в:

- праве требовать от операторов систем передавать информацию, данные, файлы и другую документацию,
- праве издавать обязательные урегулирования, определяющие деятельность системы,
- праве проводить контроль или инспекцию по местопребыванию оператора,
- праве требовать ликвидировать нарушения в функционировании системы,

- праве налагать санкции (денежные штрафы) в случае несоблюдения надлежащих стандартов или невыполнения обязательств по передаче информации,
- праве определять рекомендации Европейского центрального банка и Базельского комитета как юридически обязательные.

В большинстве стран ЕС центральные банки, осуществляя надзор за CSD и CCP, взаимодействуют с соответствующими комиссиями по ценным бумагам или другими регуляторными органами рынка капитала.

Кроме того, развитие трансграничной деятельности в области пост-трейдинговых услуг привело к взаимодействию между отечественными надзорными органами. Это сотрудничество приобретает разные формы. Например, как надзорные органы рынков капитала или финансов, так и центральные банки являются участниками различных структур, которые вырабатывают совместные принципы надзора, а также ведут мониторинг функционирования систем расчета ценных бумаг и центральных контрагентов с точки зрения безопасности, эффективности и равных условий конкуренции. Примером такой структуры для надзорных органов пост-трейдинговой инфраструктуры в значении *supervision* является Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (Committee of European Securities Regulators, CESR). Он представляет третий уровень правового процесса в ЕС по классификации Ламфалусси<sup>108</sup>, и занимается выработкой совместных стандартов и рекомендаций в области ценных бумаг ЕС. Центральные банки создают комитеты и рабочие группы в рамках Европейской системы центральных банков. Системами расчета ценных бумаг занимается Комитет по платежным и расчетным системам (Payment and Settlement Systems Committee, PSSC). Кроме того, представители центральных банков взаимодействуют с представителями рыночных учреждений, т.е. систем расчета ценных бумаг, центральных контрагентов, их объединений и ассоциаций, а также крупнейших коммерческих банков в рамках Контактной группы по вопросам европейской инфраструктуры ценных бумаг (Contact Group on European Market Infrastructure, COGESI).

Другой формой сотрудничества между надзорными органами в ЕС является заключение соглашений об обмене информацией или более широкого сотрудничества по определенным вопросам. Эти соглашения могут касаться одного или нескольких секторов финансового рынка. Примером такого сотрудничества являются соглашения, заключенные между центральными банками и органами банковского надзора, или же министерствами финансов всего Евросоюза в сфере сотрудничества в кризисных ситуациях.

Кроме того, надзорщики часто взаимодействуют в двустороннем порядке в тех случаях, когда деятельность одной системы охватывает более одного государства. Примером может быть соглашение (*Memorandum of Understanding*, MOU) надзорщиков из стран, в которых

<sup>108</sup> См. пункт 3.3.2.4 «Доклад Ламфалусси».

действует Группа Euroclear, касающееся осуществления надзора за деятельностью учреждений этой группы.

#### 2.1.2.4. Тенденции

В результате развития рынков капитала, интенсивных интеграционных процессов, а также быстрого развития технологии, в последние годы происходят огромные изменения в деятельности субъектов, предоставляющих депозитарно-расчетные услуги. Их целью является, главным образом, снижение издержек заключения сделок. Ниже представлены наиболее существенные тенденции в этой сфере.

##### 1. Интеграция, трансграничная деятельность

Депозитарии ценных бумаг, так же, как и центральные контрагенты, появлялись в странах ЕС для обслуживания отдельных сегментов рынка капитала, например, рынка акций, корпоративных облигаций или же государственных облигаций. Вначале они действовали независимо друг от друга, поскольку не было особой необходимости в сотрудничестве. Расчеты по относительно немногочисленным трансграничным сделкам велись при посредничестве местных участников иностранных депозитариев, так называемых местных кастодианов (*custodians*), или субъектов, действующих в глобальных масштабах, и имеющих представительства на местных рынках, так называемых глобальных кастодианов (*global custodians*). Необходимость в интеграции депозитарно-расчетных услуг увеличивалась по мере экономического и технологического развития, а также в результате введения общей валюты и прогрессирующей европейской интеграции, особенно консолидации европейских бирж (например, Euronext, Deutsche Börse, OMX). В связи с этим как участники рынка, так и страны-члены ЕС предприняли многочисленные и разнообразные действия, направленные вначале на интеграцию и повышение эффективности национальной инфраструктуры, а затем – на создание эффективных каналов расчета постоянно увеличивающегося количества сделок. В настоящее время действуют 4 канала (способа), проведения трансграничного расчета в рамках консолидированных депозитариев, с помощью коммуникации между депозитариями, с использованием доступа дистанционного участника к депозитарию, а также – традиционно – через посредников на местном рынке.

##### Консолидация

Процесс консолидации депозитариев ценных бумаг начался с объединения депозитарных систем на уровне отдельных стран, а затем продолжился на международном уровне. К крупнейшим международным процессам консолидации депозитарно-расчетных систем в течение последних 8 лет следует причислить:

- объединение международного депозитария ценных бумаг Cedel International с германским депозитарием ценных бумаг Deutsche Börse Clearing в январе 2000 г.,
- консолидацию международного депозитария ценных бумаг Euroclear Bank с Sicovam SA, французским центральным

депозитарием ценных бумаг в январе 2001 г., в результате которой была создана Группа Euroclear,

- присоединение к Группе Euroclear голландского депозитария ценных бумаг NECIGEF BV в мае 2002 г.,
- присоединение к Группе Euroclear депозитария ценных бумаг Великобритании и Ирландии CRESTCo в сентябре 2002 г.,
- приобретение финского депозитария АРК шведским депозитарием ценных бумаг VPC AB в апреле 2004 г.; объединенный депозитарий получил название Nordic Central Securities Depository (NCSD),
- перенятие компанией Euroclear SA/NV бельгийского депозитария коммерческих ценных бумаг – CIK в январе 2006 г.

Следующим шагом в этой области может стать перенятие группой Euroclear долей в Nordic CSD, что должно произойти в конце 2008 г., в соответствии с соглашением, подписанным по этому вопросу в июне 2008 г.

#### *Сотрудничество на основе создания операционных связей*

Трансграничное сотрудничество между депозитариями ценных бумаг может приобрести форму так называемой операционной связи, т.е. ссылок, применяемых к гипертекстовым документам (ang. *link*)<sup>109</sup>. Это дает возможность вести учет в национальной депозитарной системе ценных бумаг, эмитированных за границей, и зарегистрированных в заграничном депозитарии, а также вести через эту систему расчет сделок, заключенных с этими ценными бумагами. Система операционной связи между двумя депозитариями – это комплекс институциональных, юридических и технических процедур, а также механизмов, обеспечивающих трансграничный трансферт ценных бумаг электронным путем. Основанием для создания такой связи является открытие в иностранном депозитарии омнибусного счета в ценных бумагах (*omnibus account*) для отечественного депозитария. Связь между депозитариями служит равным образом для трансферта обеспечений для нужд денежной политики Евросистемы, так и других ценных бумаг, являющихся предметом обращения в нескольких странах.

Объем и метод проведения расчета с помощью линии связи зависит от типа связи. Типы связи мы делим на:

1. DvP (*delivery versus payment*) и FoP (*free of payment*): связь DvP обеспечивает расчет по сделкам как в ценных бумагах, так и в денежных средствах. Связь FoP дает возможность только трансферта ценных бумаг, а сопроводительный расчет денежных средств (если такой имеет место) происходит вне связи.
2. Односторонняя и двусторонняя: односторонняя связь имеет место тогда, когда только один депозитарий открывает счет в другом депозитарии, а дает возможность трансферта ценных бумаг, для которых родным депозитарием является депозитарий, в котором ведется счет. Двусторонняя связь имеет место

<sup>109</sup> Операционная связь представляет собой форму сотрудничества между независимыми друг от друга учреждениями, и не означает их связи в понимании консолидации.

тогда, когда каждый из депозитариев, участвующих в связи, открывает счет другому депозитарию, это дает возможность трансферта ценных бумаг, зарегистрированных в любом из этих депозитариев.

3. Прямая и непрямая: прямая связь имеет место тогда, когда между депозитариями нет никаких посредников. При непрямой связи перемещение ценных бумаг между депозитариями происходит через посредничество третьего субъекта, например, коммерческого банка или третьего депозитария ценных бумаг (так наз. *relayed link*).

Кроме того, по отношению к центральным депозитариям ценных бумаг применяется также классификация операционных связей, сформулированная в *Code of Conduct* и описанная в пункте 2.1.1.4 при обсуждении связи между центральными контрагентами.

Пригодность связи DvP для проведения расчетов трансграничных сделок<sup>110</sup> гораздо выше, чем связи FoP, учитывая обеспечение денежного расчета. Создание связи DvP является гораздо более сложным и дорогостоящим, и поэтому применяется гораздо реже. Европейские депозитарии ценных бумаг используют разные методы проведения расчетов с помощью связи DvP, обеспечивая при этом разный уровень безопасности расчетов. В некоторых моделях трансграничного расчета по принципу DvP используются банковские функции, выполняемые депозитариями ценных бумаг, в других они не являются необходимыми. Расчеты такого рода могут проводиться, например, при посредничестве:

- 1) денежных счетов участников в заграничном банке -корреспонденте и счетов, на которых записываются ценные бумаги участников, которые ведут местные депозитарии ценных бумаг,
- 2) денежных счетов участников в заграничном центральном банке и счетов, на которых записываются ценные бумаги участников, которые ведет местный депозитарий ценных бумаг, связан с иностранным депозитарием ценных бумаг,
- 3) денежных счетов и счетов, на которых записываются ценные бумаги участников, которые ведет местный депозитарий ценных бумаг, у которого есть денежный счет и зарубежном центральном банке, и который связан с заграничной системой расчета ценных бумаг,
- 4) денежных счетов и счетов, на которых записываются ценные бумаги участников, которые ведет местный депозитарий ценных бумаг, для которого денежный счет ведет заграничный корреспондент или заграничный центральный банк, а счет, на котором записаны ценные бумаги, ведет или заграничный

<sup>110</sup> В том случае, если связь обслуживает только расчет сделок, заключаемых на местных рынках с ценными бумагами, котирующимися в порядке *dual-listing*, тогда вполне достаточным является проведение между странами, в которых происходят котировки, трансферт ценных бумаг, который не сопровождается платежом. В этом случае нет необходимости создавать связь типа DvP.

корреспондент, или заграничный депозитарий ценных бумаг, с которым существует операционная связь.

Количество операционных связей между депозитариями в ЕС систематически увеличивается. В 2006 г. число связей между депозитариями ЦБ в еврозоне составляло 59, причем 21 связь не использовалась<sup>111</sup>. Причиной редкого использования связей между депозитариями может быть факт, что большинство из них это связи типа FoP, которые не дают возможности провести расчет в денежных средствах одновременно с расчетом ценных бумаг. Кроме того, все еще относительно небольшим остается количество трансграничных сделок, что связано с барьерами Джованнини. По мере увеличения количества связей типа DvP их популярность может значительно увеличиться. Создание связей между депозитариями ценных бумаг пользуется также большой популярностью в новых странах-членах ЕС. Например, НДЦБ в 2003-2008 г.г. создал 6 связей типа FoP: с венгерским KELER, австрийским OeKB, с Clearstream Banking Luxembourg, с Central Securities Depository of Slovak Republic, с Euroclear Bank и Estonian Register for Securities. Это связано с интернационализацией обращения в этих странах, особенно с фактом, что заграничные ценные бумаги все чаще начинают обращаться на этих рынках. Так же, как и в случае центральных контрагентов, положительное влияние на создание новых связей между депозитариями ЦБ должно оказать то, что эти депозитарии приняли и начали применять *Code of Conduct*, который должен ликвидировать барьеры в доступе к субъектам, предоставляющим пост-трейдинговые услуги. Тем не менее, нельзя забывать о том, что создание связей между депозитариями является процессом довольно сложным и дорогостоящим, поэтому его рентабельность зависит от спроса на клиринг и расчеты на данном заграничном рынке.

#### *Дистанционный доступ*

В контексте трансграничных расчетов многие центральные депозитарии ЦБ предлагают заграничным инвестиционным фирмам (а косвенно – инвесторам, которых они представляют) дистанционный доступ<sup>112</sup> к своим услугам. Что же касается депозитариев, которые не ведут денежные счета, а таких большинство, дистанционный участник должен также получить доступ к банку, в котором проводится денежный расчет сделок для данного депозитария. Чаще всего это национальные центральные банки, которые, как правило, предоставляют иностранным субъектам доступ и ведение текущих счетов для проведения расчетов. Банки, однако, не предоставляют им кредит *intra day*, который имеет огромное значение для проведения своевременного расчета сделки. В связи с этим дистанционный доступ к услугам центральных депозитариев ЦБ не пользуется особой популярностью в Евросоюзе.

<sup>111</sup> European Central Bank, Blue Book: *Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

<sup>112</sup> Дистанционный доступ означает доступ иностранного участника к системе без необходимости иметь местонахождение/отделение в стране оператора системы.

Также многообразие принципов ведения расчетов в странах ЕС<sup>113</sup> может быть барьером для трансграничного операционного взаимодействия между системами расчетов.

### *Посредники*

Традиционный метод расчетов трансграничных сделок, т.е. с участием посредников, все еще используется в больших масштабах. Роль посредника в настоящее время играют три типа субъектов, т.е. местные агенты, которые являются участниками заграничного депозитария ЦБ, международные депозитарии ЦБ, или глобальные кастодианы. Местные кастодианы – это крупные местные банки или отделения/филиалы глобальных банков, например, BACA в Австрии, BBL в Бельгии, Credit Agricole во Франции, Commerzbank в Германии, ABN Amro Bank в Голландии, ICCREA в Италии, и многие другие<sup>114</sup>. В связи с тем, что глобальные кастодианы и международные депозитарии интенсивно развивают собственные услуги, роль местных кастодианов в ЕС уменьшается (в 1998 г. их действовало 66, а в 2000 г. – 49 без GR, IE, LU, PT)<sup>115</sup>. Рынок глобальных кастодианов является весьма концентрированным, что связано с большими издержками, которые необходимы для того, чтобы начать деятельность, а также с высоким коэффициентом масштабности. Крупнейшие глобальные кастодианы, осуществляющие свою деятельность в Евросоюзе – это, в частности, BNP Paribas, Citibank, Deutsche Bank и HSBC.

Международные депозитарии и кастодианы с одной стороны конкурируют друг с другом, а с другой – их услуги взаимно дополняются. ICSD, как правило, входят в сферу деятельности глобальных кастодианов, которые проводят расчеты в облигациях в ICSD, а местные кастодианы помогают ICSD устанавливать связи и контакты с местными депозитариями. Международные депозитарии сосредотачиваются, в основном, на оптовых клиентах, и предлагают стандартные услуги для всех клиентов. В свою очередь, глобальные кастодианы сосредотачиваются на институциональных инвесторах и субъектах, предоставляющих услуги Private Banking, а также приспособливают свои услуги к индивидуальным потребностям клиентов. Конкуренция между международными депозитариями и местными кастодианами обостряется, когда ICSD перенимают национальные депозитарии, и тем самым со своей деятельностью входят на местный рынок<sup>116</sup>.

Расчеты через посредника обходятся дорого, поскольку это требует создания инфраструктуры *back-office*. Кроме того, иногда у посредника возникает необходимость воспользоваться услугами другого посредника, в связи с чем в расчете отдельной сделки может участвовать

<sup>113</sup> См. – барьеры Джованнини, глава. 3.

<sup>114</sup> BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

<sup>115</sup> K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.

<sup>116</sup> K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry in the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.

даже несколько посредников. Параллельно с увеличением числа посредников возрастает риск и издержки по расчету сделки. Если инвестор заключает сделки на многих иностранных рынках, издержки такой деятельности значительно увеличиваются.

## **2. Изменение диапазона услуг и деятельности субъектами, предоставляющими пост-трейдинговые услуги**

Когда создавалась инфраструктура рынков капитала, в том числе центральных депозитариев ценных бумаг и ICSD, когда банки-кастодианы начинали свою деятельность, их статус и функции были четко определены, а сферы их деятельности совпадали в небольшой степени. Центральные депозитарии, как уже было сказано, имели особый статус на рынке капитала. Они выполняли роль естественной монополии, их деятельность была четко урегулирована, а действовали они на отечественном рынке. ICSD имели статус коммерческих банков и занимались, главным образом, расчетами по международным облигациям, а банки-кастодианы были посредниками в хранении ценных бумаг и расчете трансграничных сделок, предоставляя доступ к инфраструктуре рынка капитала на зарубежных рынках. Введение общей валюты, а также слияния бирж ценных бумаг привели к изменениям диапазона услуг этих субъектов, в частности, благодаря многочисленным консолидациям субъектов пост-трейдинговые инфраструктуры, имеющих разный статус, и созданию операционных связей между депозитариями. Например, Euroclear Bank, исполняющий функцию ICSD, начал перенимать национальные депозитарии, начал также предоставлять им посреднические услуги в трансграничных сделках, входя тем самым в определенной степени в сферу деятельности банков-кастодианов. Кроме того, ICSD начали экспансию на национальных рынках государственных облигаций, и на некоторых рынках добились успехов, например, на германском, голландском, португальском, датском и ирландском<sup>117</sup>. Местные же депозитарии расширили свою деятельность, охватив все виды ценных бумаг, а также приступили к трансграничной деятельности, создавая операционные связи и предоставляя дистанционный доступ для иностранных инвесторов. Принимая во внимание, что часть банков-кастодианов ведет пост-трейдинговую деятельность в очень больших масштабах, и их обороты значительно превышают обороты некоторых депозитариев, легко заметить, что деятельность всех трех типов организаций во многом совпадает. Обеспечение равных принципов конкуренции между этими субъектами является сложным вопросом, так как по отношению к ним существуют различные юридические требования. CSD регулируются, как депозитарии ЦБ и к ним предъявляются специфические требования. В свою очередь, банки-кастодианы должны отвечать требованиям, которые предъявляются по отношению к кредитным организациям, от ICSD же ожидается исполнения обоих видов требований. Сложившаяся ситуация является следствием выбора институционального подхода

<sup>117</sup> BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.

в формулировке урегулирований (т.е. урегулирование адресовано субъектам определенного типа), вместо функционального подхода (адресование урегулирований к разным типам субъектов, выполняющих одну и ту же функцию).

### 3. Операционное развитие

Огромный технологический прогресс в течение последних 20 лет дал возможность автоматизировать пост-трейдинговые услуги в центральных депозитариях ценных бумаг, а тем самым сократить издержки и повысить безопасность проведения расчетов. Во многих депозитариях введена обработка сделок по принципу STP (*straight-through-processing*)<sup>118</sup>, т.е. полностью автоматически, от момента ввода заявки в систему до выполнения расчета.

### 4. Корпоративные вопросы

Владельцами центральных депозитариев ценных бумаг в ЕС некогда были органы публичной власти или центральные банки, гораздо реже – коммерческие субъекты. Они функционировали как публичные учреждения, а их позиция на рынке, чаще всего, была позицией монополиста. В последнее время изменениям подверглась структура собственности и корпоративный характер многих депозитариев. Здесь можно выделить следующие тенденции:

- В нескольких странах ЕС депозитарно-расчетная инфраструктура была приватизирована в результате продажи долей государственными учреждениями коммерческим субъектам – чаще всего, пользователям этих систем. Это привело к тому, что прежние государственные монополии превратились в частные монополии, которые дополнительно изменили профиль с *not for profit* на *for profit*. Юридическая монополия на предоставление клиринговых и расчетных услуг, правда, была ликвидирована во многих странах ЕС вместе с внедрением директивы MiFID (ср. пункт 3.3.2.1), однако в результате существования различных барьеров депозитарии в практике продолжают занимать монополистическую позицию в области расчетов сделок на отдельных рынках.
- Следующей тенденцией, которая появилась в европейских депозитариях, является демутуализация, т.е. расширение существующего круга участников и включение субъектов, не являющихся участниками. Это создает дополнительные возможности привлечения внешнего капитала, и связано с изменением характера организации в направлении *for profit*.
- Отхождение центральных банков отведения депозитариев ценных бумаг или от участия в их владельческих структурах. В настоящее время среди центральных банков стран ЕС до 2004 г. только Национальный Банк Дании и Банк Испании

<sup>118</sup> В системе, действующей по принципу STP, весь процесс обработки заявки проводится автоматически, здесь не возникает необходимость ручного обслуживания.

имеют паи (соответственно 24% и 5,33%<sup>119</sup>) в центральных депозитариях ЦБ, не говоря о депозитариях ЦБ, являющихся полностью собственностью центральных банков, которые их ведут: NBB-SSS в Бельгии, BOGS в Греции и SITEME в Португалии. В прошлом (в 90-е годы, т.е. еще до введения евро) 6 других центральных банков имели, однако, доли в центральных депозитариях ЦБ. Это были: Национальный Банк Бельгии (5,19% в СИК), Банк Финляндии (24,4% в АРК), Банк Франции 40% в SICOVAM), Банк Голландии (миноритарный пакет в Necigef), Банк Англии (2,5% в CREST) и Банк Италии 44% в Monte Titoli). За исключением Национального Банка Бельгии все центральные банки продали свои доли в центральных депозитариях ЦБ после создания еврозоны, когда одновременно с этим решения в области денежной политики были переданы Европейскому Центральному Банку. В качестве главной причины выхода из состава акционеров центральные банки называли консолидацию с другими депозитариями или перенимание биржами (Бельгия, Франция, Великобритания), а также приватизацию (Финляндия, Голландия, Италия). Одним из ведущих факторов ускорения интеграции и приватизации в этой области был рост конкуренции между центральными депозитариями ЦБ, регистрирующими ценные бумаги и ведущих расчеты в данной валюте, с того момента, когда национальную валюту заменило евро. Стоит также подчеркнуть, что за исключением Банка Англии, все центральные банки, которые вышли из акционариата в центральных депозитариях ЦБ, имели гарантированное законодательством право осуществлять надзор за системами расчетов ценных бумаг – непосредственно или на основании соответствующего толкования положений, поручающих центральному банку заботу о безопасном и эффективном функционировании платежной системы. В свою очередь, Банк Испании, который оставил за собой паи в центральном депозитарии ценных бумаг, не имеет законных правомочий осуществлять надзор за системами расчетов ценных бумаг.

Из анализа участия капиталов центральных банков в странах, которые вошли в ЕС в 2004 г. или позднее, следует, что доли в центральных депозитариях ценных бумаг имеют Национальный Банк Болгарии (20% в CDAD), Банк Литвы (60% в LCVPD), Национальный Банк Польши (33,33% в АО НДЦБ), Венгерский Национальный Банк (53% в KE-LER) и Банк Эстонии (1,1% в ECSD). Кроме того Национальный Банк Болгарии, Национальный Банк Чехии, Банк Латвии, Национальный Банк Польши, Национальный Банк Румынии и Национальный Банк Словакии ведут депозитарии, которые являются их собственностью в 100% (соответственно GSD, SKD, VNS, RPW (РЦБ), SaFIR и Central Registry).

Подробная информация о нынешней корпоративной структуре представлена в таблице 6.

<sup>119</sup> Банк Испании имеет 5,33% в BME (холдинг, в состав которого входят Iberclear, MEFF-AIAF-SENAF и Испанская фондовая биржа).

### 2.1.2.5. Целевая модель

В настоящее время нет единой концепции, касающейся целевой модели депозитарно-расчетной инфраструктуры в ЕС.

Часть участников рынка высказывается в пользу сохранения *status quo*, т.е. инфраструктуры, имеющей местный характер, неконсолидированной, поскольку издержки и выгоды, вытекающие из интеграции, могут быть неравномерно распределены между участниками рынка. К этой группе принадлежат, в первую очередь, посредники, которые сейчас могут черпать выгоду, которую дает раздробленность инфраструктуры, а также существующие различия в законодательствах, в рыночной практике, процедурах или используемых технологиях. В случае полной интеграции спрос на их услуги мог бы значительно сократиться.

Другие участники рынка являются сторонниками реформ и интенсификации интеграционных процессов, выдвигая при этом различные предложения, касающиеся оптимальной целевой модели депозитарно-расчетной инфраструктуры в ЕС. Например, многие банки-кастодианы, высказываются за создание общей панъевропейской инфраструктуры, которая, однако, занималась бы обслуживанием только важнейших пост-трейдинговых функций, т.е. клиринг и расчет, оставляя депозитарную функцию (составляющую львиную долю деятельности этих банков) в ведении местных депозитариев или банков. В свою очередь представители инфраструктуры, особенно на малых рынках, поддерживают гармонизацию процедур и процессов, но предпочли бы избежать сокращения количества депозитариев в ЕС.

В результате отдельные участники рынка выдвигают отдельные независимые инициативы, чаще всего состоящие в слиянии с другими субъектами, предоставляющими пост-трейдинговые услуги и (или) операционной интеграции. Это увеличивает степень интеграции в ЕС, но только для избранных рынков – в зависимости от актуальных потребностей бизнеса. Опыт депозитариев ценных бумаг, которые в последние годы участвовали в процессах консолидации, указывает на связанные с этим трудности. Проблемы вытекают, главным образом, из отсутствия гармонизации законодательства между отдельными европейскими рынками, а также других барьеров (технических, налоговых – см. пункт 3.3.2.5 о так наз. барьерах Джованнини), а также связаны со значительными затратами на проведение такого процесса (Euroclear). Следует при этом обратить внимание на позицию Европейской комиссии, которая признает главенствующую роль факторов бизнеса при принятии решений, касающихся интеграции.

Большинство участников рынка принимает также участие в общеевропейских инициативах по гармонизации, выдвигаемых Европейской комиссией или другими организациями<sup>120</sup>. Длительность реализации этих инициатив может свидетельствовать о том, насколько

<sup>120</sup> См. главу 3.

сложным является процесс интеграции 27 разных местных рынков капитала и их инфраструктур. Важным фактором в данном случае может быть склонность органов государственной власти в отдельных странах ЕС к защите местных рынков от необходимости подчиниться принципам, господствующим на других рынках, и к сохранению их местной специфики.

В ответ на описанные выше проблемы в июле 2006 г. Европейский центральный банк выступил с инициативой, чтобы Eurosystem создал трансграничную систему расчета сделок, предметом которых являются ценные бумаги, номинированные в евро – TARGET2-Securities (T2S). Он должен был стать эквивалентом системы TARGET2 в области расчетов ценных бумаг. Эта система переняла, по принципу *outsourcingu*, расчетную функцию от депозитариев ценных бумаг, которые решились бы присоединиться к ней. T2S обеспечивал бы расчеты на основе DvP, используя денежные счета, открытые в рамках системы TARGET2. По анализам ЕЦБ T2S обеспечил бы централизацию расчетной функции в ЕС, что дало бы возможность сократить затраты на расчеты.

Создание T2S, однако, не повлечет за собой полную интеграцию пост-трейдинговых услуг в ЕС, поскольку T2S будет обеспечивать только расчетную функцию, без депозитарных услуг и управления активами, которые и впредь останутся в национальных депозитариях. На первом этапе система охватит только сделки, клиринг по которым ведется в евро. Это не решит проблему правовых и налоговых барьеров. Кроме того, T2S возьмет на себя расчеты только с тех рынков, где депозитарии ценных бумаг присоединятся к системе. Тем не менее, T2S является первой инициативой в области создания расчетной инфраструктуры, охватывающей всю еврозону, и следует ожидать, что может помочь в ликвидации барьеров в трансграничных расчетах, а также значительно увеличить степень интеграции пост-трейдинговых услуг в ЕС. Это должно повлиять на рост эффективности и безопасности расчетов. Более подробная информация о T2S представлена в пункте 3.3.3.3.

Другой инициативой в области гармонизации трансграничных расчетов было создание в апреле 2008 г. семью европейскими депозитариями ценных бумаг<sup>121</sup> компании типа *joint-venture* под названием Link Up Markets. Целью этой инициативы является создание и ведение совместной платформы, служащей для трансграничных расчетов между депозитариями, имеющими операционную связь. Платформа должна обеспечить четкую коммуникацию между разными депозитарными системами благодаря конверсии форматов сообщений, используемых этими системами, таким образом, чтобы они были приемлемыми для других систем.

Проект должен охватить расчет в деньгах центрального банка всех финансовых инструментов, за исключением производных инструментов. Планируется возможность проведения расчетов в разных валютах.

<sup>121</sup> ОеКВ (Австрия), VPS (Норвегия), Clearstream Banking Frankfurt (Германия), Iberclear (Испания), Nelex (Греция), SIS (Швейцария) и VP (Дания).

Участие в этом проекте возможно не только для его учредителей, но также для других депозитарных организаций.

### **2.1.3. Актуальная степень капитальной и операционной интеграции центральных депозитариев и центральных контрагентов в Евросоюзе**

#### **2.1.3.1. Уровень внутренней и международной интеграции**

На национальном уровне депозитарно-расчетная инфраструктура в ЕС довольно хорошо интегрирована. В среднем на каждое государство в ЕС приходится 1,55 депозитария и 0,37 центрального контрагента, т.е. в сумме меньше двух расчетно-клиринговых организаций. Тем не менее, принимая во внимание число стран-членов ЕС, а также планы создания единого общего финансового рынка, охватывающего все эти страны, число учреждений инфраструктуры, обслуживающих европейский финансовый рынок, является значительным. Как следует из предыдущих подразделов, на территории ЕС в настоящее время функционирует 10 центральных контрагентов и 42 депозитария, в том числе 2 международных депозитария.

Такая фрагментация инфраструктуры не является препятствием при обслуживании местных рынков, но при обслуживании трансграничных сделок вызывает необходимость создания различного рода связей, дающих участникам доступ к инфраструктуре в разных странах, а также перемещение ценных бумаг между разными юрисдикциями. Множество барьеров – в области законодательства, налогообложения, рыночной практике, а также различные технические требования и диапазон услуг, предоставляемых инфраструктурными организациями в разных странах-членах ЕС – приводит к тому, что заключение трансграничных сделок остается дорогостоящим, а их расчет – сложным.

Высокие издержки клиринга и расчета трансграничной сделки вытекают из необходимости посредничества в этом процессе организаций из разных стран – по меньшей мере двух, если существует непосредственная операционная связь между инфраструктурными организациями из этих стран, или большего их количества, если связь не имеет прямого характера, или участник рынка пользуется посредничеством банков-кастодианов<sup>122</sup>.

Кроме повышенных издержек деятельности, фрагментация рынка пост-трейдинговых услуг в ЕС связана также с повышенным риском клиринга и расчета трансграничных сделок. В особой мере это относится к юридическому риску в связи с потенциальным конфликтом между существующими в разных правовых системах положениями, касающимися процедур, прав и обязанностей сторон сделки. Кроме того, повышенными являются остальные виды риска связанного

<sup>122</sup> В соответствии с докладом Джованнини, заключение, клиринг и расчет внутренней сделки требует посредничества, в среднем, 5 организаций, а в случае трансграничной сделки – это 11 посредников. European Commission, The Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Brussels, November 2001.

с клирингом и расчетом, т.е. кредитный риск, операционный риск и риск ликвидности, а уровень риска зачастую связан с количеством учреждений – посредников в реализации клиринга и расчета.

Степень фрагментации расчетно-клиринговой инфраструктуры в ЕС различен в зависимости от вида рынка. Например, на рынке долговых инструментов доминируют два ICSD (Euroclear Bank и Clearstream International). В свою очередь сделки, предметом которых являются акции, обрабатываются во многих национальных системах, которые отличаются друг от друга с точки зрения технических требований, рыночной практики, налоговых процедур и юридических условий. В значительной степени это связано с самой природой этих ценных бумаг, поскольку долговые ценные бумаги являются относительно однородными, а акции более разнообразны, проведение их обслуживания довольно сложно, особенно если речь идет о правах из ценных бумаг, которые требуют коммуникации между эмитентом и их владельцем. Вследствие этого трансграничный расчет акций в ЕС гораздо сложнее, чем расчет облигаций, а его упрощение требует интеграции на высоком уровне. Именно поэтому появляется столько интеграционных инициатив, которые описаны в главе 3.

#### **2.1.3.2. Деятельность в сфере интеграции инфраструктуры по предоставлению пост-трейдинговых услуг в Евросоюзе**

##### **Интеграция**

Для данного множества финансовых инструментов или услуг рынок является полностью интегрированным в том случае, если все потенциальные участники этого рынка с подобной характеристикой:

- во-первых – должны соблюдать те же самые принципы, если хотя бы воспользоваться данными инструментами и (или) услугами,
- во-вторых – у них одинаковый доступ к данным инструментам и (или) услугам,
- в-третьих – они подлежат одинаковой трактовке, когда действуют на этом рынке<sup>123</sup>.

Достижение интеграции финансового рынка является главным элементом лиссабонской стратегии в области экономических реформ ЕС. Кроме того, интеграция повлияла бы на экономический рост, повышение эффективности размещения капитала, а также более действенное управление риском, связанным с функционированием финансового рынка. Ее следствием стало бы увеличение ликвидности рынков, снижение издержек сделок, рост диверсификации инвестиционных возможностей для инвесторов и финансирования компаний, а также целый ряд других выгод для финансового рынка.

##### **Консолидация**

Консолидация вызывает увеличение концентрации субъектов, предоставляющих клиринговые и расчетные услуги. Она может быть

<sup>123</sup> Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, "Oxford Review of Economic Policy", 2004, Vol. 20, No. 4.

достигнута путем структурных изменений (слияния и перехваты), а также благодаря стратегическим действиям (например, *outsourcing*, стратегические союзы, предприятия типа *joint venture* или реорганизация финансовых учреждений). В случае слияния центральных депозитариев ценных бумаг сначала происходит финансовая и организационная консолидация, и только после этого консолидация технических платформ, которую труднее провести в короткий срок, но которая дает измеримую выгоду.

В течение последних лет процесс консолидации пост-трейдинговой инфраструктуры в ЕС проходил исключительно быстро в связи со значительным ростом спроса на трансграничные услуги. Следует ожидать, что процесс будет продолжаться. Однако, оптимальные темпы будущей консолидации и целевая модель инфраструктуры сейчас являются только предметом дискуссии между участниками рынка, центральными банками, регуляторами и другими заинтересованными организациями.

#### **Выгоды и издержки консолидации**

Результаты различных анализов указывают на возможность достижения значительной выгоды в результате эффектов масштаба, которые должна дать консолидация организаций, предоставляющих депозитарно-расчетные услуги. Здесь есть высокий потенциал снижения единичных затрат. Но это возможно только в случае одновременной операционной и технической интеграции (совместная клиринговая или расчетная система). Консолидация на этом уровне требует серьезных затрат, как со стороны центральных депозитариев и центральных контрагентов, так и со стороны участников рынка. Ей проведение является обоснованным в случае достижения эффектов масштаба, превышающих издержки интеграции. Отсутствие единого урегулирования, касающегося рынка капитала на уровне ЕС, является серьезным препятствием для консолидации в больших масштабах и в предоставлении консолидированными субъектами единых услуг на рынках разных стран, т.е. в трансграничной деятельности центральных контрагентов, и особенно центральных депозитариев ценных бумаг. Кроме того, процесс консолидации увеличивает, с одной стороны, эффективность расчетов, но с другой стороны – также потенциальные системные последствия появления проблем с клирингом или расчетом, а также ограничивает конкуренцию между субъектами, предоставляющими подобные услуги.

#### **Виды консолидации**

Консолидация может иметь две формы: горизонтальную или вертикальную. С горизонтальной консолидацией мы имеем дело в тех случаях, когда организации, предоставляющие подобные услуги, то есть биржи (например, Euronext), клиринговые палаты (например, Clearnet) или депозитарии (например, Euroclear), проводят слияние или внедряют другие формы сотрудничества. Вертикальная же консолидация имеет место тогда, когда организации, предоставляющие

услуги на разных этапах сделки, то есть биржи, клиринговые палаты и депозитарии, начинают действовать как одна организация (например, группа Deutsche Börse, объединяющая биржу Frankfurt Stock Exchange, рынок Xetra, центрального контрагента Eurex Clearing и депозитарий – Clearstream; BME в Испании и Borsa Italiana в Италии, объединяющие биржи, центральных контрагентов и депозитарии). Как показывает последний опыт, вертикальная консолидация не исключает горизонтальную консолидацию. Прежняя группа HEX вначале была консолидирована по вертикали, учитывая, что она объединяла фондовые биржи в Стокгольме, Хельсинки, в Эстонии, Латвии и Литве, а также депозитарии ценных бумаг в Финляндии, в Эстонии, Латвии и Литве. Затем в рамках этой группы в 2004 г. финский депозитарий APK был продан шведскому депозитарию VPS, в результате чего наступила горизонтальная консолидация между обоими депозитариями.

Горизонтальная консолидация в результате объединения одних и тех же функций может принести большую выгоду масштаба, а если имеет международный характер – может также упростить обслуживание трансграничных сделок.

Главным результатом вертикальной интеграции является бесперебойный и автоматизированный ход сделки с момента ее заключения, через клиринг до самого расчета, благодаря тому, что весь процесс проходит в одной организации.

## **2.2. Инфраструктура депонирования, клиринга и расчетов в Польше – история и нынешнее состояние**

### **2.2.1. История и нынешняя роль АО Национальный депозитарий ценных бумаг**

#### **2.2.1.1. История создания АО НДЦБ**

Создатели публичного рынка капитала в Польше еще во время процесса его создания в 1991 г. приняли решение о полной дематериализации обращения ценных бумаг на этом рынке. С самого начала существовала потребность создания системы регистрации ценных бумаг, а также проведения клиринга и расчета сделок. Все эти функции первоначально были приделаны одному субъекту – Национальному депозитарию ценных бумаг. НДЦБ был создан в 1991 г., вначале в качестве интегральной части ВФБ, а от 7 ноября 1994 г. – был изъят из структуры биржи и зарегистрирован в качестве акционерного общества Национальный депозитарий ценных бумаг. Вначале его акционерами были Государственное казначейство и ВФБ, но в январе 1999 г. к ним присоединился третий акционер – Национальный Банк Польши (НБП).

АО НДЦБ начал заниматься клирингом и расчетом следок, заключенных на ВФБ, в апреле 1991 г. Первыми ценными бумагами, зарегистрированными в Депозитарии, были акции компаний, находящихся в листинге ВФБ: Tonsil, Próchnik, Krosno, Kable и Exbud. Затем каталог ценных бумаг, обслуживаемых в НДЦБ, увеличился

благодаря государственным облигациям (с 1992 г.), всеобщим сертификатам долевого участия, эмитированных в рамках Программы всеобщей приватизации, инвестиционным сертификатам закрытых инвестиционных фондов (с 2001 г.) и производным инструментам: контрактам типа *futures* (с 1998 г.) и индексным единицам (с 2001 г.), а также опционам (с 2003 г.). Начиная с 2003 г. в НДЦБ начали также регистрироваться акции зарубежных компаний.

Кроме проведения клиринга сделок, заключаемых на кассовом рынке ВФБ, Национальный депозитарий с 1998 г. занимается также клирингом фьючерсных контрактов, заключенных на варшавской бирже. С 1996 г. Национальный депозитарий проводит клиринг сделок, заключенных на внебиржевом регулируемом рынке, который был организован Акционерным обществом MTS-СеТО. В сентябре 2000 г. депозитарий начал обслуживать клиринг сделок по ценным бумагам, заключаемых между банками и НБП в рамках реализации денежной политики НБП. С 2002 г. депозитарий обслуживает рынок Дилеров государственных ценных бумаг (DSPW – ДГЦБ). В этом же году была введена возможность осуществления в НДЦБ клиринга и расчета таких сделок, как *репо*, а также кредитования ценными бумагами по заявке.

С июля 1996 г. все финансовые инструменты, регистрируемые в НДЦБ, обозначаются международным номерным кодом ценных бумаг ISIN<sup>124</sup>. АО НДЦБ на польском рынке капитала выполняет функции польского нумерующего агентства ценных бумаг.

Депозитарно-расчетная система НДЦП первоначально базировалась на документах, переданных участниками (маклерскими домами и банками) в форме бумажной документации. В 1993 г. произошло изменение формы передачи документов: с бумажной документации на электронную (учетная документация, записанная на дискетках), а с июня 1997 г. учетная документация передается участниками НДЦБ по телетрансмиссии при помощи Электронной системы дистрибуции информации (ESDI – ЭСДИ).

Расчет первоначально проводился раз в день во время клиринговой сессии<sup>125</sup>. В июле 2001 г. была внедрена многосессионная система, охватывающая три клиринговые сессии в течение дня; затем количество сессий увеличено до пяти, и в конечном итоге до семи. Внедрение нескольких клиринговых сессий дало возможность многократной передачи права собственности в течение одного дня. В августе 2002 г. была введена возможность проведения расчета некоторых сделок по государственным облигациям по принципу валового расчета в реальном времени (RTGS)<sup>126</sup>. В 2002 г. появилась также возможность сверки заявки на клиринг с так называемым допустимым лимитом.

<sup>124</sup> Смотри пункт 2.2.1.2 «Характеристика системы НДЦБ» подпункт «Присвоение кодов ISIN».

<sup>125</sup> Первоначально расчетная сессия в НДЦБ проводилась – так же как и биржевая сессия – раз в неделю, затем частота проведения сессий увеличивалась, а с 1994 г. расчет проводится ежедневно.

<sup>126</sup> *Real Time Gross Settlement*.

Первоначально расчет гарантировался денежными вкладами участников. В 1992 г. вместо денежных вкладов гарантийные функции начал выполнять Гарантийный фонд клиринга по биржевым сделкам (расчетный фонд), состоящий из вкладов участников НДЦБ<sup>127</sup>. Для обеспечения гарантии ликвидности клиринга в феврале 1999 г. в НДЦБ была внедрена система автоматических кредитов ценных бумаг. В 2002 г. система была расширена благодаря возможности проведения в НДЦБ операций *buy-in/sell out*. В 2004 г. были также изменены принципы внесения участниками вкладов в расчетный фонд, допуская внесение части средств в виде казначейских ценных бумаг.

Вначале клиринговый цикл по сделке, заключенной на регулируемом рынке, составлял: пять дней (T+5) для ценных бумаг, котировавшихся по единому курсу и два дня (T+2) для ценных бумаг, котировавшихся по принципу постоянной котировки, а для сделок, заключенных вне регулируемого рынка, клиринг осуществлялся по принципу, установленному сторонами сделки. Во втором квартале 1993 г. до трех дней (T+3) был сокращен клиринговый цикл сделок, заключенных по системе единого курса на ВФБ. В октябре 1998 г. была введена возможность проведения в НДЦБ клиринга и расчета сделок, заключенных вне регулируемого рынка, а также сделок, которые не предусматривали расчетов денежными средствами в день заключения сделки (T+0).

Денежные расчеты вначале производились по принципу двустороннего неттинга с использованием денежных счетов НДЦБ и участников в АО Банк Силезии (АО Bank Śląski). В мае 1998 г. в расчетах денежных сделок, заключенных на биржевом и внебиржевом рынках, был введен принцип многостороннего неттинга. В июле 1999 г. денежный расчет сделок и реализация выплат по казначейским облигациям были переданы в Департамент платежной системы НБП (DSP NBP –ДПС НБП). С июня 2002 г. расчетно-кассовое обслуживание операций по остальным ценным бумагам также осуществлялось при посредничестве ДПС НБП. В августе 2003 г. началось обслуживание расчетов сделок и расчетно-кассовое обслуживание инструментов, деноминированных в иностранной валюте при посредничестве коммерческого банка (АО Kredyt Bank). Со времени начала действия в марте 2005 г. системы SORBNET-EURO существует также возможность проведения денежного расчета в евро при посредничестве ДПС НБП.

Кроме своей основной деятельности АО НДЦБ выполняет также ряд других функций, существенных для функционирования польского рынка капитала. В 1997 – 1998 г.г. АО НДЦБ принимал участие в реализации Программы всеобщей приватизации посредством дематериализации всеобщих сертификатов долевого участия, а затем их обмена на акции Национальных инвестиционных фондов. С 1999 г. АО НДЦБ принимает участие в обслуживании системы социального обеспечения в Польше, администрируя Гарантийный фонд для всеобщих пенсионных обществ

<sup>127</sup> Более подробно на тему расчетного фонда в пункте 2.2.1.2 «Характеристика системы НДЦБ» подпункт «Управление рисками».

(ВПО) и обслуживая трансфертные платежи между Всеобщими пенсионными фондами. С 2001 г. АО НДЦБ управляет системой взаимозачета, созданной с целью обеспечения гарантий денежных средств и ценных бумаг клиентов в случае неплатежеспособности маклерских домов и банков, занимающихся ведением счетов в ценных бумагах. Более того, от 2003 г. депозитарий сотрудничает с иностранными депозитариями ценных бумаг при проведении операций. Это сотрудничество позволяет, например, котировать на польском рынке капитала финансовые инструменты иностранных компаний при их одновременной котировке на национальных рынках (*dual listing*).

### **2.2.1.2. Характеристика системы НДЦБ**

#### **Законодательные основы функционирования системы**

НДЦБ был создан на основании закона от 22 марта 1991 г. о публичном обращении ценных бумаг и доверительных фондов (Dz.U. – Вестник Законов № 35, поз. 155), а его деятельность первоначально регулировалась отдельным распоряжением Совета Министров от 8 апреля 1992 г. по вопросам принципов деятельности национального депозитария ценных бумаг (Dz.U. – Вестник Законов № 34, поз. 149 с изм.). В силу новелизации закона о публичном обращении ценных бумаг с 1994 г. (Dz.U. – Вестник Законов № 4, поз. 17) АО НДЦБ был выделен в качестве отдельного субъекта хозяйственной деятельности. Деятельность АО НДЦБ регулируется в настоящее время законом от 29 июля 2005 г. об обращении финансовых инструментов (Dz.U. – Вестник Законов № 183, поз. 1538, с изм.), который в 2005 г. был принят вместо закона о публичном обращении ценных бумаг.

#### **Характеристика субъекта, управляющего системой, структуры его собственности и руководящие органы.**

Национальный депозитарий управляется акционерным обществом, действующим на основании закона и устава. Акционерами компании, в равной степени (по 33,33%), являются: Государственное казначейство, ВФБ и НБП. Уставной капитал АО НДЦБ составляет 21 млн. злотых и разделен на 21 000 именных акций номинальной стоимостью в 1 000 злотых за каждую акцию. Акции АО НДЦБ могут приобретать исключительно компании, управляющие биржей ценных бумаг, маклерские дома, фирмы, управляющие внебиржевым рынком, Государственное казначейство, НБП и банки. Переход права собственности на акции АО НДЦБ возможен по письменному разрешению Контрольного совета депозитария. Согласно уставу и закону АО НДЦБ не работает ради прибыли (деятельность по принципу *not for profit*). Органами компании являются: Общее собрание акционеров, Контрольный совет и Правление. Делами предприятия руководит Правление, состоящее из 3 до 5 членов. Общий срок полномочий Правления составляет 3 года. Постоянный надзор за деятельностью АО НДЦБ выполняет Контрольный совет депозитария, состоящий из 6 до 9 человек, со сроком полномочий 3 года. При

АО НДЦБ действует Консультационная группа, выполняющая консультативные функции по некоторым вопросам, связанным с функционированием рынка. В состав Консультационной группы могут войти представители операторов регулируемых рынков, заграничных участников НДЦБ, а также ассоциаций и экономических палат, объединяющих эмитентов, доверительные банки, инвестиционные фирмы. АО НДЦБ подлежит надзору КФН.

### **Урегулирования системы**

Кроме указанных в Уставе положений, определяющих рамки функционирования депозитарно-клирингово-расчетных принципов функционирования системы, подробности относительно функционирования Национального депозитария и его взаимоотношений с другими участниками определены во внутренних урегулированиях НДЦБ. Основным документом является Устав НДЦБ. Он определяет основные принципы функционирования депозитарно-клирингово-расчетной системы: участия в Национальном депозитарии, реализации основных функций АО НДЦБ (ведение депозитария ценных бумаг, проведение клиринга и расчетов сделок), функционирования системы обеспечения гарантии ликвидности расчетов, реализации обязательств эмитентов перед владельцами ценных бумаг и операции с ценными бумагами, вычисление платежей. Дополнением к уставу НДЦБ является Таблица сборов НДЦБ.

Способы выполнения отдельных функций регулируются «Детальными принципами деятельности НДЦБ». Эти принципы описывают требования по документации, составляемой участниками, технические детали и условия (напр. термины) реализации операций в системе НДЦБ, отчеты, которые НДЦБ передает участникам, а также информацию относительно общих принципов ведения учета ценных бумаг участниками системы. Дополнением к Детальным принципам деятельности является расписание расчетного дня. Детальные принципы ведения участниками учета представлены в «Процедурах ведения учета в НДЦБ». Функционирование расчетного фонда, системы взаимозачета, расчетов сделок, заключенных на товарных биржах и обслуживание трансферта платежей определены в отдельных урегулированиях.

Устав НДЦБ, правила функционирования расчетного фонда и системы взаимозачета принимаются Контрольным советом депозитария на основании предложения Правления. Кроме того, устав НДЦБ и правила функционирования расчетного фонда, системы взаимозачета, расчетов сделок, заключенных на товарных биржах и обслуживания трансферта платежей утверждаются КФН.

### **Принципы участия в системе**

Согласно ст. 51 закона об обращении финансовых инструментов участниками НДЦБ могут быть национальные и международные финансовые учреждения, занимающиеся маклерской деятельностью на территории Республики Польша, доверительные банки, заграничные

центральные депозитарии ценных бумаг, расчетно-клиринговые палаты, эмитенты и другие финансовые учреждения, при условии, что их участие направлено на сотрудничество с Национальным депозитарием ценных бумаг. Основанием для участия является заключение договора об участии в депозитарии ценных бумаг. Договор указывает объем деятельности участника в депозитарно-клирингово-расчетной системе, определяет вид и форму участия.

Участие в НДЦБ может иметь непосредственную и посредственную форму. Непосредственный участник действует самостоятельно по отношению к Национальному депозитарию и другим участникам. Посредственный участник действует при посредничестве непосредственного участника. Непосредственный участник имеет право действовать по одному виду участия либо нескольких видах участия на рынке ценных бумаг или рынке производных инструментов в качестве депозитария, маклерского бюро, депонента, аниматора биржевого оборота, субъекта, организующего внебиржевой рынок, представителя иностранного депозитария либо спонсора эмиссии. Эмитенты составляют особый вид участия. Непосредственный участник может иметь статус клирингового участника, что обозначает, что по отношению к НДЦБ и к другим участникам, он является ответственным за правильное выполнение обязанностей по проведению клиринга сделки, и, прежде всего, он принимает участие в создании системы обеспечения гарантии расчетов (вносит сбор в расчетный фонд).

Кроме того, на фьючерсном рынке существует два вида статуса клирингового участника. Рядовой клиринговый участник (ZUR – РКУ) имеет право проведения клиринга сделок только на свой счет. Однако генеральный клиринговый участник (GUR – ГКУ) имеет полномочия на проведение клиринга сделок, заключаемых на свой счет и на счет инвестора, а также имеет право исполнять в НДЦП роль представителя тех участников, которые не имеют статуса ГКУ.

В зависимости от вида деятельности, которой они занимаются, участники должны выполнять организационные требования, материально-технические и финансовые, определенные в урегулированиях НДЦБ. Организационные требования связаны с правами участников по обмену информацией и ответственностью работников, обслуживающих ведение счетов ценных бумаг и расчеты сделок. Выполнение материально-технических требований заключается в содержании технического и технологического оборудования в состоянии, обеспечивающем правильный учет ценных бумаг. Выполнение финансовых требований связано с содержанием участниками собственного капитала в соответственном объеме и соблюдением пруденциальных норм. Кроме того, участники, занимающиеся ведением счетов ценных бумаг, для ведения учета ценных бумаг обязаны принимать на работу исключительно лица, имеющие звание специалиста по вопросам учета ценных бумаг.

АО НДЦБ осуществляет надзор за соблюдением участниками требований урегулирований Национального депозитария, особенно в связи с ведением участниками учета финансовых инструментов. В случае обнаружения несоответствий АО НДЦБ имеет право наказать

участника замечанием, денежным штрафом, временным отстранением от должности либо исключением из системы. О всех обнаруженных несоответствиях АО НДЦБ должен уведомить КФН.

Окончание участия в системе НДЦБ возможно в результате отказа участника или в результате его исключения из АО НДЦБ, если он угрожает безопасности системы. В случае прекращения участия субъект, занимающийся ведением счетов ценных бумаг, обязан передать ценные бумаги, зарегистрированные на этих счетах, другому участнику, указанному Комиссией финансового надзора.

## Основные функции

### Регистрирование финансовых инструментов

Согласно закону об обращении финансовых инструментов АО НДЦБ занимается в Польше ведением системы регистрации дематериализованных финансовых инструментов на основании счетов депо в НДЦБ и счетов ценных бумаг, ведением которых занимаются уполномоченные инвестиционные фирмы, НБП и НДЦБ. В рамках этой деятельности Национальный депозитарий устанавливает принципы ведения учета финансовых инструментов и контролирует соблюдение участниками этих принципов по части их соответствия законодательным актам и распоряжениям НДЦБ. Согласно с законом, дематериализованная форма является обязывающей для ценных бумаг, являющихся предметом публичного размещения, получивших допуск к обращению на регулируемом рынке либо в АСО и эмитированных Государственным казначейством или НБП. В случае остальных финансовых инструментов эмитент имеет право сам принимать решение относительно их дематериализации<sup>128</sup>.

В настоящее время среди финансовых инструментов, зарегистрированных в НДЦБ, преобладают акции и казначейские облигации. Кроме казначейских облигаций в Национальном депозитарии зарегистрированы также корпоративные облигации, облигации органов самоуправления, заменяемые облигации, ипотечные и облигации финансовых учреждений. Кроме того, НДЦБ занимается регистрацией прав на акции, преимущественных прав, инвестиционных сертификатов и варрантов. Перевод финансовых инструментов в Национальный депозитарий проводится по распоряжению эмитента после того, как Правление АО НДЦБ примет соответствующее распоряжение, согласно которому депозитарий принимает на хранение ценные бумаги и дает им код ISIN. Ценные бумаги регистрируются на так называемом эмиссионном счету и на счетах депо участников, которые занимаются ведением счетов ценных бумаг инвесторов – владельцев этих бумаг.

<sup>128</sup> В связи с достоинствами дематериализации: а именно, быстротой расчетов, высоким уровнем безопасности, практическим отсутствием риска похищения, подделки и расстраты доверенных ценных бумаг, а также отсутствие надобности содержания банковских кладовых.

Регистрация ценных бумаг производится по количественным параметрам согласно следующим принципам:

- 1) двойной записи – каждая операция с ценными бумагами регистрируется на двух учетных счетах, причем записи или сумме записей с одной стороны должна соответствовать равная по размеру запись с противоположной стороны счета или счетов;
- 2) отдельной регистрации ценных бумаг – операции с ценными бумагами, имеющими тот же код, регистрируются в отдельной группе счетов;
- 3) учета видов участия – существуют отдельные группы счетов, соответствующих виду участия каждого участника;
- 4) одновременной записи – запись на денежных счетах и учетных счетах, сделанные на том же основании, являются взаимообусловленными;
- 5) целостности – регистрации подлежат все операции, связанные с ценными бумагами;
- 6) старанности – операции с ценными бумагами, учитываются полностью и в соответствии с фактическим состоянием;
- 7) прозрачности – однозначный и не оставляющий сомнений учет отображает состояние ценных бумаг, принадлежащих определенным лицам.

С момента принятия ценных бумаг на хранение Национальный депозитарий осуществляет контроль соответствия количества ценных бумаг на счетах участников количеству ценных бумаг, зарегистрированных на эмиссионном счету.

Несколько иной способ регистрирования обязывает производные инструменты, например, опционы или сделки типа futures, которые не эмитируются в классическом значении этого слова, а появляются вследствие заключения сделки между продавцом и покупателем. Регистрация производных инструментов осуществляется на основании информации с рынка о заключении сделки, путем произведения записи позиции на этих инструментах непосредственно на счетах участников<sup>129</sup> в НДЦБ. Заключение инвестором обратной сделки приводит к снятию данного инструмента с его счета.

#### Ведение счетов ценных бумаг и счетов депо

Основанием для функционирования депозитарно-клирингово-расчетной системы НДЦБ являются счета депо, которые ведутся Национальным депозитарием с целью регистрации (в форме электронной записи) финансовых инструментов, записанных на счетах в ценных бумагах в маклерских бюро и в банках. Запись на счетах депо производится в результате проведения следующих операций: приобретения инвесторами ценных бумаг новой эмиссии на первичном рынке, заключения инвесторами сделки на вторичном

<sup>129</sup> Счета производных инструментов ведутся на индивидуальном уровне, отдельно для каждого инвестора, их идентификация производится при помощи кода NIK.

рынке, реализации прав по ценным бумагам (например, выкуп облигаций, содействие в реализации прав на акции новой эмиссии, разделение акций, ассимиляция), реализации поставки без платежа (FoP) и совершения других действий, результатом которых является перемещение финансовых инструментов с одного счета на другой. Переход прав на финансовые инструменты происходит в момент их записи на счету ценных бумаг инвестора. Такая запись производится на основании документов, подтверждающих завершение расчета на счетах депо в НДЦБ.

Счета депо имеют собирательный характер, то есть на этих счетах записывается общее количество (сумма) финансовых инструментов, принадлежащих клиентам инвестиционных фирм – участников НДЦБ. Участники, в свою очередь, ведут в своих системах детальный учет на счетах в ценных бумагах своих клиентов. Права на записанные на счетах финансовые инструменты принадлежат владельцам этих счетов. Состояние счетов депо участников, ведением которых занимается НДЦБ, представляет общую картину состояния тех счетов ценных бумаг, которые участники ведут для своих клиентов. В связи с этим сумма состояний на счетах в ценных бумагах, веденных посредниками, должна соответствовать состоянию его счета депо в НДЦБ.

Финансовые инструменты клиентов финансовых учреждений и финансовые инструменты, принадлежащие этим учреждениям записываются на отдельных счетах депо. Этот принцип (называемый сегрегацией активов) обеспечивает охрану активов клиентов в случае банкротства банка или маклерского дома, ведущего для своих клиентов счета в ценных бумагах.

НДЦБ ведет также счета в ценных бумагах для финансовых учреждений (в основном банков), действующих на свой счет, и не занимающихся учетом ценных бумаг<sup>130</sup>. Участники, пользующиеся этим видом услуг, имеют «депонентский» вид участия. Кроме того, Национальный депозитарий ведет эмиссионные счета. На каждом из этих счетов отдельно регистрируется общее количество ценных бумаг, обозначенных данным кодом ISIN.

### Содействие в реализации прав по ценным бумагам

К основным функциям Национального депозитария принадлежит содействие в реализации прав по ценным бумагам (*corporate actions*, СА), включающее содействие в реализации обязательств эмитентом перед владельцами ценных бумаг и обслуживание операций с ценными бумагами.

Реализация обязательств эмитента – это реализация эмитентом денежных обязательств либо неденежных обязательств имущественного характера в пользу лиц, имеющих права на ценные бумаги. В рамках реализации денежных обязательств эмитентов

<sup>130</sup> Для ведения счетов ценных бумаг банк обязан получить разрешение КФН и выполнить определенные технические и организационные требования.

Национальный депозитарий содействует в осуществлении выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям, являясь посредником в передаче денежных средств эмитента в маклерские дома и банки, ведущие счета своих клиентов. В ситуации с иностранными эмитентами и облигациями, деноминированными в иностранной валюте, выплата дивидендов по акциям и процентов по облигациям осуществляется при посредничестве НДЦБ в валюте, выбранной эмитентом: евро, долларах США либо в другой валюте (напр. в венгерских форинтах). НДЦБ содействует также в реализации других обязательств денежного характера, таких как: выкуп облигаций и закладных листов, реализация варранта, выкуп и погашение инвестиционных сертификатов, погашение индексных сертификатов. Реализация неденежных обязательств эмитента включает: осуществление обмена обменных облигаций на акции, реализация прав по облигации с преимущественным правом или подписными варрантами, а также обслуживание эмиссии с преимущественным правом (реализация преимущества в приобретении акций новой эмиссии).

По обслуживанию операций с ценными бумагами НДЦБ осуществляет операции, связанные с ассимиляцией и конверсией именных акций в акции на предъявителя, изменением номинальной стоимости и обменом акций, а также операции по обмену акций в связи с фузией публичных компаний. Кроме того Национальный депозитарий обслуживает операции, связанные с приобретением инвесторами ценных бумаг новой эмиссии на первичном рынке (в том числе подпиской на ценные бумаги), а также оказывает услуги по: осуществлению подписки и погашению казначейских облигаций, проведению клиринга и расчета торгов по выкупу и обмену, обыкновенных и дополнительных торгов по данным облигациям.

Кроме того, в связи с содействием в реализации обязательств эмитентов, НДЦБ может оказывать, в случае надобности, дополнительные услуги: посредничать в передаче эмитентам информации о структуре акционариата, что поможет им составить налоговые расчеты для инвесторов, являющихся юридическими лицами, посредничать при передаче иностранным эмитентам информации о акционерах (личные данные, сертификаты резидентов и заявления о праве собственности на ценные бумаги) в тех случаях, когда эти данные необходимы для осуществления выплат дивидендов, посредничать в осуществлении инвесторами иностранной компании записи в реестре акционеров с целью участия в Общем собрании акционеров, а также участия в голосовании во время принятия решений на общем собрании путем передачи уполномоченному лицу поручения на голосование (*proxy voting*).

#### Проведение клиринга

Вычисление объема взаимных требований участников, являющихся сторонами клиринга, осуществляется на основании документов, включающих условия сделки, которые предоставляются Национальному депозитарию обществом, управляющим

регулируемым биржевым либо внебиржевым рынком, на котором была заключена сделка, а для сделок, заключенных на нерегулируемом рынке, документация передается участниками, являющимися сторонами клиринга по данной сделке. В случае сделок, заключенных на регулируемом рынке (на ВФБ или на СеТО) операторы данных рынков обеспечивают подтверждение условий заключенной сделки сторонами (контрагентами). После окончания биржевого дня НДЦБ получает от рынков составы подтвержденных и сверенных сделок (так называемые карты договора). В случае сделок, заключаемых вне регулируемого рынка и, так называемых трансфертов после сделки, то есть операций между участниками рынка (маклерскими домами) и депозитариями, Национальный депозитарий сверяет полученные от них документы, то есть проверяет соответствие между заявками участников, являющихся сторонами клиринга.

На основании документации, включающей условия сделки, Национальный депозитарий вычисляет размер взаимных требований участников, подлежащий урегулированию в день проведения расчета. Основной клиринговый цикл по сделкам, заключенным на регулируемом рынке, составляет 3 дня (T+3), а в случае сделок по казначейским облигациям – 2 дня (T+2). Для производных инструментов клиринг сделки осуществляется в день ее заключения (T+0), а для пакетных сделок (заключенных вне сессии), для сделок, заключенных на междубанковском рынке казначейских облигаций, и для сделок, заключенных вне регулируемого рынка, термин проведения клиринга и расчета устанавливается сторонами сделки (T+X, X ≥ 0).

Взаимные требования по ценным бумагам вычисляются на валовой основе отдельно по каждой сделке. Денежные требования вычисляются на основе нетто согласно принципам многостороннего неттинга, причем по некоторым видам сделок клиринг проводится по принципу двустороннего неттинга либо с определения денежных обязательств на валовой основе. В настоящее время двусторонний неттинг применяется при клиринге сделок *outright* (продажа казначейских облигаций через НБП). Денежные расчеты на валовой основе могут применяться для сделок, предметом которых являются казначейские облигации, для сделок на нерегулируемом рынке и для сделок, заключенных на первичном рынке<sup>131</sup>.

На основании установленных таким образом правил, Национальный депозитарий подготавливает прогноз размера платежей на день проведения расчета сделки. Данный прогноз высылается участникам НДЦБ, являющимся сторонами сделки, а также банкам, при посредничестве которых осуществляется денежный расчет.

<sup>131</sup> Способ реализации расчетов связан со способом переработки: расчет на основе нетто осуществляется в сессионном режиме, а в режиме реального времени (RTGS) осуществляются только валовые расчеты.

Клиринг сделок, заключаемых на рынке производных инструментов, проводится на основании документации, получаемой от ВФБ. На счетах, веденных Расчетной палатой, действующей в рамках НДЦБ, регистрируются позиции, которые занимают отдельные инвесторы – длинные для покупок сделок и короткие для их продажи<sup>132</sup>. После каждой сессии на рынке производных инструментов Национальный депозитарий вычисляет требования сторон, исходя из занимаемых ими позиций, подлежащие реализации в рамках текущих расчетов. Покупатель фьючерсного контракта обязан передать в пользу продавца разницу между клиринговой ценой контракта<sup>133</sup> в данный день и ценой с предыдущего дня (либо – в день заключения сделки – ценой заключения сделки), если курсовая разница является положительной. Если разница является отрицательной, продавец контракта возмещает курсовую разницу в пользу покупателя. На основании позиций, зарегистрированных на счетах участников, Национальный депозитарий оценивает уровень риска и применяет механизмы управления данным риском<sup>134</sup>. Более того, НДЦБ вычисляет взаимные требования по конечному расчету (исполнению) фьючерсных контрактов и опционов в форме трансфертов ценных бумаг (для расчетов в форме поставки базового инструмента) либо в форме денежных средств (для денежных расчетов).

#### Проведение расчета

На основании взаимных требований, вычисленных во время проведения клиринга, Национальный депозитарий проводит расчет сделки, который осуществляется по принципу поставки против платежа (DvP). Суть данного расчета состоит в проведении трансферта ценных бумаг между счетами депо участников НДЦБ и одновременной реализации платежных поручений на счетах банков плательщиков. При некоторых операциях расчет может быть проведен по принципу поставки без платежа (FoP).

Расчет по принципу DvP осуществляется согласно Модели 1 BIS<sup>135</sup> (брутто в ценных бумагах и денежных средствах) либо Модели 2 BIS (брутто в ценных бумагах, нетто в денежных средствах). Денежный расчет в злотых и в евро осуществляется с использованием денежных счетов банков в системах платежей SORBNET или SORBNET-EURO в ДПС НБП. Клиринговые участники НДЦБ, не являющиеся банками, указывают банк, осуществляющий для них расчет в НБП; это, так называемый, банк-плательщик, являющийся участником соответственной системы платежей НБП. На основании полномочий, полученных от участников, НДЦБ имеет право давать платежные поручения на эти счета. Все платежи в иностранной валюте, за исключением платежей в евро, осуществляются в коммерческом банке.

<sup>132</sup> Противоположные позиции, занятые в том же производном инструменте, компенсируются, то есть, занятие позиции, противоположной к предыдущей, приводит к ее закрытию.

<sup>133</sup> Расчетная цена вычисляется по принципам, установленным ВФБ.

<sup>134</sup> Об управлении риском см. подпункт «Управление рисками».

<sup>135</sup> На тему классификации BIS см. пункт 1.1.5 «Расчеты».

Расчет большинства сделок осуществляется в многосессионном режиме. В рамках каждой сессии, после проверки факта наличия денежных средств на счетах банков плательщиков в ДПС НБП и проверки наличия ценных бумаг на счетах депо в НДЦБ, ценные бумаги переводятся между счетами с одновременным перемещением денежных средств между счетами в результате реализации в ДПС НБП платежных поручений, выставленных Национальным депозитарием. В настоящее время (в 2008 г.) в Национальном депозитарии ежедневно проводится 7 клиринговых сессий, в том числе 3, в рамках которых осуществляется денежный расчет.

Кроме расчетов, осуществляемых в сессионном режиме, НДЦБ проводит также валовые расчеты в режиме реального времени (RTGS). В рамках этого режима в течение дня постоянно проводятся операции, связанные с учетом ценных бумаг и денежные расчеты, без использования компенсирования требований между сторонами. Это создает возможность осуществления расчетов практически немедленно после получения согласных между собой платежных поручений, а также после проверки наличия ценных бумаг и денежных средств. Система расчетов в реальном времени RTGS используется для введения гарантии по казначейским облигациям в пользу НБП для ломбардных кредитов, внутрисуточных кредитов (*intraday credit*), а также для расчета сделок, заключенных вне регулируемого рынка и сделок типа *hero* и *sell/buy-back*. Режимы RTGS и многосессионный соответственно синхронизированы с целью создания возможности проведения расчета операций с теми же ценными бумагами в двух режимах.

Осуществление расчета возможно при условии наличия определенных денежных средств и ценных бумаг на счетах участника. В случае обнаружения отсутствия этих активов Национальный депозитарий применяет ряд механизмов, входящих в так называемую систему гарантии ликвидности расчетов, с целью обеспечения недостающих средств. Данные механизмы применяются при сделках, подлежащих гарантии расчетного фонда.

Если участник, заключающий сделку на рынке производных инструментов, не в состоянии выполнить свои обязательства, вычисленные после проведения клиринга, то НДЦБ закрывает его позицию, используя для этого денежные средства, накопленные на гарантийных вкладах, а в случае недостатка этих средств Национальный депозитарий использует средства расчетного фонда.

Расчет производится согласно принципу крайности<sup>136</sup> в течение операционного дня, а это обозначает, что выполненные трансферты имеют окончательный и безусловный характер.

<sup>136</sup> Принцип крайности расчета связан с законом от 24 августа 2001 г. О крайности проведения расчетов в платежных системах и системах расчета ценных бумаг, а также принципах надзора за этими системами (Dz.U. – Вестник Законов № 123, поз. 1351, с изм., являющимся внедрением директивы 98/26/ЕС Европейского парламента и Совета Европы от 19 мая 1998 г. по вопросу закрытия расчетов в платежных системах и системах расчета ценных бумаг (SFD). Более подробно о принципе крайности и расчета см. пункт 3.2.2 «Международные рекомендации для систем клиринга ценных бумаг и центральных контрагентов».

### Управление рисками

Управление рисками в НДЦБ включает управление расчетным и операционным рисками.

НДЦБ имеет многоступенчатую систему управления расчетным риском, состоящего из кредитного риска и риска ликвидности. Кредитный риск ограничивается при помощи использования при проведении расчетов принципа DvP. С целью ограничения риска ликвидности на кассовом рынке используются многие механизмы (в том числе расчетный фонд), составляющие систему обеспечения гарантии расчетов. В свою очередь на фьючерсном рынке кроме расчетного фонда используется система лимитов сделок и гарантийных депозитов (*margin*). Эта система требует проведения мониторинга рыночного риска и определения на основании анализа граничных порогов безопасности и параметров для управления гарантиями.

В случае отсутствия достаточного количества ценных бумаг Национальный депозитарий подключает систему автоматических кредитов ценных бумаг. Заем недостающих ценных бумаг от другого участника при посредничестве НДЦБ помогает заполнить недостаток и избежать приостановки расчета по сделке. Национальный депозитарий предоставляет также кредиты ценных бумаг по заявке, благодаря чему участники могут сами покрыть нехватку ценных бумаг еще перед тем, как НДЦБ начнет расчет по сделке. Если кредит не покрывает недобора средств, происходит приостановка расчета. В таких случаях участник вносит штрафную оплату, а в случае невыполнения участником обязанностей по доставке недостающих ценных бумаг в течение последующих дней НДЦБ может приобрести эти бумаги на рынке (используя процедуру *buy-in/sell-out*) за денежные средства расчетного фонда.

В случае приостановки расчета по сделке по поводу нехватки денежных средств, обязанности участника выполняются за счет средств, исходящих из сделки, расчет которых проводится позже. Если этих средств все же недостаточно, тогда на покрытие недостачи НДЦБ может использовать ресурсы расчетного фонда.

Расчетный фонд создан с целью обеспечения гарантии расчета сделок, заключенных на регулируемых рынках – ВФБ и СеТО. Данный фонд создается за счет взносов участников расчета. Размер взносов определяется индивидуально для каждого участника, пропорционально стоимости сделки. Фонд делится на отдельные функциональные части, обеспечивающие расчет сделок, заключаемых в отдельных секторах регулируемого рынка: Гарантийный фонд расчетов биржевых сделок, Гарантийный фонд расчетов сделок рынка СеТО и Гарантийный фонд расчета фьючерсных биржевых контрактов. Средства фонда составляют общую имущественную массу его участников.

Средства Гарантийного фонда расчета биржевых сделок и Гарантийного фонда расчетов сделок рынка СеТО используются на своевременную реализацию платежей участника, который по поводу отсутствия средств на денежном счету либо на счету ценных бумаг

не выполняет своих обязанностей по заключенной сделке. Средства Гарантийного фонда расчетов фьючерсных биржевых контрактов используются в ситуациях, когда Национальный депозитарий закрывает открытые позиции участника НДЦБ на рынке производных инструментов, а гарантийные вклады не покрывают недостачи средств. Фонд может использоваться исключительно в случае невыполнения в установленные сроки обязанностей по расчету участником фьючерсного контракта, после полного использования гарантийного вклада и предварительного расчетного вклада, внесенных данным участником.

Размер взносов в функционально разделенные части расчетного фонда ежедневно актуализируется согласно специальным алгоритмам. Национальный депозитарий управляет средствами расчетного фонда, а прибыль передается участникам ежеквартально после отчисления оплаты за управление средствами фонда.

Лимиты, используемые по сделкам с производными инструментами, это лимит по сделкам и лимит участия. Лимит по сделкам указывает стоимость (либо количество) позиций, которые участник может открыть на протяжении сессии, и определяется на основании размера внесенного вступительного гарантийного вклада. Лимит участия указывает максимальное количество (либо стоимость) открытых позиций по отдельным группам производных инструментов. Нарушение хотя бы одного лимита может закончиться блокированием заключаемых сделок данного участника.

Гарантийные вклады, используемые при сделках с производными инструментами, это предварительный расчетный депозит и соответственный гарантийный вклад. Предварительный расчетный депозит вносится участниками еще перед началом деятельности на рынке фьючерсных контрактов. Он обеспечивает покрытие риска, связанного с позициями, открытыми в течение дня, до времени внесения соответственного гарантийного депозита за данные позиции. Соответственный гарантийный депозит насчитывается ежедневно, индивидуально для каждого участника расчетов на основании состояния счетов данного участника с целью обеспечения проведения текущих расчетов позиций, занятых инвесторами. Гарантийный депозиты вычисляются согласно портфельной методологии вычисления риска (в сокращении SPAN).

Обычно вычисление депозитов производится один раз в день. Если по требованию НДЦБ участник не пополнил гарантийный депозит до необходимого уровня, то он обязан закрыть часть своих позиций. Гарантийный депозит может состоять из денежных средств и высоколиквидных ценных бумаг. Их стоимость подлежит ежедневной актуализации (*marking to market*).

В связи с обязанностью управления операционным риском НДЦБ проводит мониторинг возможного риска и оценивает размер возможных финансовых потерь. Национальный депозитарий имеет также Систему сохранения постоянности функционирования, которая регулярно делает запасные копии всех данных системы НДЦБ и включает запасной центр с копиями всех информационных систем, что даст возможность

функционировать в случае аварии информационных систем в офисе АО НДЦБ. Кроме того, используются защиты системы электронного обмена данными с участниками в форме паролей и криптографической защиты.

### Другие функции НДЦБ

#### Присвоение кодов ISIN

НДЦБ выполняет в Польше функции польского нумерирующего агентства (National Numbering Agency), то есть агентства, присваивающего коды ценным бумагам, и с 1995 г. является членом международной ассоциации учреждений этого типа – Association of National Numbering Agencies (ANNA). Во время регистрирования ценных бумаг данной эмиссии (либо – по заявке эмитента – разных эмиссий), имеющих те же полномочия и тот же статус в обращении, НДЦБ присваивает им код ISIN, соответствующий международным нормам.

#### Гарантийный фонд для Открытых пенсионных фондов

В обязанности НДЦБ входит администрирование Гарантийным фондом, который был создан на основании закона от 28 августа 1997 г. об организации и функционировании пенсионных фондов, а также распоряжения Совета Министров от 30 марта 2004 г. о Гарантийном фонде. Средства Гарантийного фонда накапливаются с целью покрытия возможной недостачи в ОПФ и возможных ущербов, возникших в результате невыполнения либо несоответственного выполнения Всеобщим пенсионным обществом обязательств по управлению фондом, либо с целью представления интересов компании, если ущерб возник в результате обстоятельств, не зависящих от нее. Фонд может быть задействован в ситуации, когда расчетная стоимость единиц является меньше требуемого уровня, а резервные средства ОПФ и собственные средства ВПО недостаточны для покрытия возникшей недостачи.

Гарантийный фонд состоит из базовой и дополнительной частей. Базовая часть, управляемая НДЦБ, создается за счет взносов всеобщих пенсионных обществ. Размер взносов вычисляется как 0,1% стоимости активов нетто открытого фонда, управляемого обществом. Средства, накапливаемые на дополнительной части Гарантийного фонда составляют часть активов ОПФ и пересчитываются на расчетные единицы.

НДЦБ устанавливает размер платежей на Гарантийный фонд для отдельных ОПФ и размер дополнительных платежей с дополнительной части в базовую часть фонда, а также управляет средствами базовой части фонда, инвестируя их согласно распоряжению Совета Министров о Гарантийном фонде.

#### Трансфертные платежи

В обязанности НДЦБ входит предоставление возможности реализации и реализация денежных перерасчетов между пенсионными

фондами в связи с изменением участия в ОПФ. Эти операции, называемые трансфертными платежами, состоят в перемещении средств, находящихся на счету участника фонда на другой счет, если данное лицо решило поменять фонд или в связи со смертью участника фонда, разделом имущества между супругами или ликвидацией фонда.

Расчет трансфертных платежей проводится по принципу взаимного компенсирования требований между фондами. На основании полученных из Фонда социального страхования данных клиентов, решивших поменять фонд, АО НДЦБ подготавливает, а затем передает ОПФ отчеты, представляющие обязательства и причитающиеся суммы в день реализации трансфертных платежей. Отчеты являются основанием для получения определенной суммы (если сальдо активов клиентов данного фонда положительное) либо основанием для платежей ОПФ (если обязательства фонда превышают причитающуюся сумму). Трансфертные платежи производятся один раз в квартал, в последний рабочий день месяца<sup>137</sup>.

#### Система взаимозачета

В обязанности НДЦБ входит также управление системой взаимозачета. Эта система была создана в 2001 г. согласно закону о публичном обращении ценных бумаг, с целью обеспечения денежных средств и ценных бумаг, находящихся на денежных счетах и счетах в ценных бумагах инвесторов в маклерских бюро и в банках в случае их банкротства или после признания надзорным органом, что данные маклерские бюро и банки по финансовым причинам не в состоянии выполнить свои обязательства.

Участие в системе взаимозачета является обязательным для банков депозитариев и маклерских домов, действующих на польском рынке капитала. К началу 2008 г. участниками системы были 37 маклерских бюро и 14 банков-депозитариев, вносящих квартальные оплаты в размере, установленном Национальным депозитарием на основании среднего состояния денежных средств и стоимости финансовых инструментов их клиентов в данном году. С 1 января 2008 г. Система взаимозачета обеспечивает выплату средств до размера эквивалента в злотых 22 000 евро.

Средства, накопленные в фонде взаимозачета, впервые были использованы на переломе февраля и марта 2008 г. для выплаты компенсации в пользу инвесторов, понесших ущерб в результате банкротства АО WGI Dom Maklerski.

#### Операционное сотрудничество с иностранными депозитариями

Ст. 51 закона об обращении ценных бумаг создает возможность участия в НДЦБ иностранным субъектам, занимающимся деятельностью, связанной с хранением и расчетом сделок, предметом которых являются финансовые инструменты. Наряду с этим Национальный депозитарий имеет возможность открывать счета депо в иностранных

<sup>137</sup> Трансфертные платежи проводятся в феврале, мае, августе и ноябре.

депозитарных учреждениях, позволяя, благодаря этому, владельцам финансовых инструментов, зарегистрированных за границей и имеющих допуск к обращению в Польше (согласно принципу *dual listing*) проведение трансферта этих инструментов с целью осуществления сделки на польском рынке. Национальный депозитарий проводит клиринг и расчет сделок, заключенных на ВФБ, по ценным бумагам, эмитированным вне территории Польши, центральной регистрацией которых занимается иностранное депозитарное учреждение. Кроме того, в рамках сотрудничества с заграничными депозитариями, НДЦБ предлагает польским инвесторам, являющимся акционерами заграничных компаний, котирующих свои акции на польском рынке, услуги по реализации прав акционеров, таких как посредничество в проведении записи в реестр акционеров перед общим собранием акционеров или дистрибуция дивидендов.

НДЦБ имеет непосредственную операционную связь со следующими заграничными депозитариями ценных бумаг: OeKB (Австрия), KELER (Венгрия), Estonian CSD и словацким депозитарием ценных бумаг SCP. Имеет также связь с международными депозитариями: Euroclear Bank – при посредничестве которого происходит трансферт ценных бумаг между НДЦБ и депозитариями: британским Euroclear UK и голландским Euroclear Nederland – а также с Clearstream Banking Luxembourg – при посредничестве которого происходит трансферт ценных бумаг с и на немецкий депозитарий Clearstream Banking Frankfurt, американский DTCC, шведский VPC, итальянский Monte Titoli, французский Euroclear France и чешский SCP. Эти связи имеют характер FoP, что обозначает, что при их посредничестве проводятся исключительно трансферты ценных бумаг, без передачи денежных средств. В Национальном депозитарии ведутся также работы по созданию связи по типу DvP. В сентябре 2008 г. при помощи связей с заграничными депозитариями ценных бумаг было осуществлено обслуживание трансфертов 57 финансовых инструментов.

## 2.2.2. История и нынешняя роль Регистра ценных бумаг

### 2.2.2.1. История создания РЦБ

В июле 1990 г. НБП, реализуя концепции денежной политики, начал эмиссию денежных бонов НБП, создавая тем самым основы денежного рынка. Денежные боны НБП имели документарную форму. Продажа бонов проводилась на торгах, организованных центральным банком, а покупателями – не считая банков – были польские физические и юридические лица.

Так же, как и денежные боны НБП, в бумажной форме существовали и казначейские боны, которые от имени Государственного казначейства в мае 1991 г. начал эмитировать Министр финансов. Боны продавались на еженедельных торгах, организованных агентом эмиссии, функции которого исполнял НБП. Министр финансов назначил НБП агентом эмиссии, учитывая ряд факторов:

- опыт в проведении торгов собственных ценных бумаг,

- наличие информационной системы, приспособленной к обслуживанию торгов,
- наличие сети отделов НБП по всей стране, при помощи которых можно было передавать бонны покупателям,
- ведение Национальным польским банком денежного счета Министра финансов.

Начало продажи казначейских боннов, похожих по конструкции на денежные бонны НБП (дисконтные бумаги, короткие сроки выкупа), стало причиной приостановки центральным банком эмиссии 28-дневных денежных боннов. Вместо этого НБП предложил денежные бонны с 91- и 182-дневным сроком платежа. В связи с финансовыми потребностями бюджета приоритет был отдан казначейским боннам. Предложение денежных боннов НБП постепенно уменьшалось, а в январе 1992 г. была уменьшена их эмиссия. Только в половине 1995 г. НБП вернулся к выпуску этих бумаг.

То, что казначейские бонны имели материальную форму, привело к значительному ограничению их обращения на рынке. Поэтому в 1995 г. произошла дематериализация казначейских боннов, которые приняли форму электронной записи. С целью их обслуживания 1 июля 1995 г. в НБП был создан Центральный регистр казначейских боннов (CRBS – ЦРКБ). Это была система по регистрированию на счетах депо и на эмиссионном счету данных о правах и переходе прав на бонны, эмитированные Министерством финансов. Система использовалась также для обслуживания торгов казначейских ценных бумаг (боннов и казначейских облигаций) и для регистрирования операций с боннами.

В мае 1996 г. НБП ввел денежные бонны в дематериализованной форме и создал Регистр денежных боннов (RBP – РДБ). Также как и ЦРКБ, это была система по регистрации денежных боннов НБП и по реализации операций с боннами, обслуживающая первичный рынок.

Обе системы функционировали по почти аналогичным принципам. Расчет по бумагам осуществлялся по принципу поставки против платежа (DvP) с использованием денежных средств центрального банка. Обе системы, ЦРКБ и РДБ, имели электронную связь с системой в НБП, которая обслуживала денежные счета банков. Применялся принцип окончательности расчета в течение операционного дня. Все операции с бумагами осуществлялись в режиме реального времени на валовой основе (RTGS).

Несмотря на то, что системы ЦРКБ и РДБ придерживались многих принятых стандартов, их серьезным недостатком было отсутствие электронной связи с участниками (размещения и заявки передавались участниками по факсу), что в конечном итоге привело к необходимости модернизации систем. В октябре 2003 г. ЦРКБ и РДБ были объединены в единую, полностью электронную систему – Регистр ценных бумаг (РЦБ). Эта система предоставила участникам возможность непосредственно связываться с центральным банком. Участники системы получили специальную компьютерную программу, подготовленную НБП, называемую «модуль ELBON». Благодаря этой программе, участники могут передавать в РЦБ предложения,

заявки и сообщения через электронную систему обмена данных. На протяжении операционного дня участники постоянно проверяют состояние своего счета в ценных бумагах и счета депо этих бумаг, а также имеют возможность просмотра актуального статуса операции, проводимой с ценными бумагами. Система постоянно модифицируется и улучшается в соответствии с развитием и требованиями рынка. В следующих главах представлены условия функционирования данной системы в настоящее время.

### **2.2.2.2. Характеристика РЦБ**

#### **Правовые основания функционирования РЦБ**

Согласно ст. 49 закона об обращении финансовых инструментов, центральный банк регистрирует денежные и казначейские боны НБП в РЦБ, в котором ведутся лицевые счета и счета депо денежных бонов и казначейских бонов НБП, эмитированных на основании разных законодательных актов. Правила проведения эмиссии казначейских бонов были установлены распоряжением Министра финансов от 26 июня 2006 г. об условиях выпуска казначейских бонов (Dz.U. – Вестник Законов, № 113, поз. 771), согласно которому казначейские боны регистрируются на лицевых счетах и на счетах депо, которые ведутся агентом эмиссии в рамках Регистра. Агентом эмиссии является НБП на основании договора, подписанного с Министром финансов.

Денежные боны НБП эмитируются на основании постановления Правления НБП № 30/2003 от 12 сентября 2003 г. об эмиссии денежных бонов НБП (Dz.Urz. – Правительственный вестник НБП, № 15, поз. 24, с изм.).

РЦБ был создан на основании постановления Правления Национального Банка Польши № 29/2003 от 12 сентября 2003 г. в связи с внедрением в жизнь «Регламента ведения лицевых счетов и счетов депо ценных бумаг в Национальном Банке Польши, а также обслуживания операций с ценными бумагами и их регистрирования на лицевых счетах и счетах депо» (Dz. Urz. – Правительственный вестник НБП, № 15, поз. 23, с изм.), принятого на основании ст. 109 пар. 1 пкт. 4 закона от 29 августа 1997 г. – Банковское право (Dz. U. – Вестник Законов от 2002 г., №. 72, поз. 665, с изм.).

#### **Структура собственности и руководящие органы РЦБ**

Держателем РЦБ является НБП. Управление РЦБ, которое является частью структуры центрального банка, осуществляется согласно урегулированиям, принятым в НБП. Руководящим органом является Правление НБП, которое принимает Регламент функционирования данного Регистра.

#### **Урегулирования РЦБ**

Принципы функционирования РЦБ определены в Регламенте. Согласно дефиниции в Регламенте, РЦБ является системой регистрирования ценных бумаг, в рамках которой ведутся лицевые

счета и счета депо казначейских бонов и денежных бонов НБП, а также осуществляются операции с этими ценными бумагами. Наряду с этим, РЦБ является электронной системой по проведению торгов казначейских ценных бумаг и проведению тендерных операций с ценными бумагами между НБП и банками, например, по продаже и досрочном выкупе денежных бонов НБП, а также по заключению сделок репо и проведению сделок *outright*<sup>138</sup> с казначейскими ценными бумагами. Регламент имеет комплексный характер и описывает все функции, выполняемые РЦБ, а также требования и рекомендации по деятельности системы. Регламент подробно определяет порядок участия в РЦБ, принципы ведения Национальным банком лицевых счетов и счетов депо ценных бумаг, проведения операций с этими бумагами, а также принципы передачи участниками РЦБ заявок и оферт.

### Порядок участия в РЦБ

Согласно Регламенту, непосредственными участниками РЦБ являются субъекты, имеющие в Регистре НБП лицевые счета и счета депо казначейских бонов либо денежных бонов НБП. По отношению к казначейскими бонам этими участниками являются:

- банки, имеющие денежный счет в НБП,
- АО НДЦБ,
- Банковский гарантийный фонд,
- НБП,
- Заграничные субъекты, являющиеся Дилерами государственных ценных бумаг (DSPW – ДГЦБ).

РЦБ может также вести счета казначейских бонов для эмитента, то есть для Министра финансов, а также для иностранных депозитарно-расчетных учреждений.

Лицевые счета и счета депо денежных бонов НБП могут вестись для:

- банков, имеющих текущий счет в НБП,
- Банковского гарантийного фонда,
- НБП.

Все субъекты, ходатайствующие об участии в РЦБ, должны заключить с НБП договор, согласно которого центральный банк обязывается открыть и вести лицевой счет и счет депо ценных бумаг в соответствии с Регламентом. Договор определяет также права и обязанности сторон, объем их ответственности и правила пользования модулем ELBON и пакетом криптографической защиты. Договор заключается на неопределенный срок, с возможностью его расторжения каждой из сторон с одномесячным уведомлением. В случае выявления грубого нарушения участником РЦБ положений Регламента либо постановлений договора, НБП имеет право расторгнуть договор в незамедлительном порядке.

<sup>138</sup> Это сделка, состоящая в продаже или покупке ценных бумаг из собственного портфеля НБП или банка – за цену, установленную на торгах или вытекающую из договора, заключенного между НБП и банком.

Наряду с заключением договора субъект, являющийся стороной договора, обязан предоставить соответствующие документы, подтверждающие, что данный субъект был создан в соответствии с законодательными нормами, и указывающие лица, уполномоченные делать заявления по имущественным правам и обязанностям данного субъекта. Кроме перечисленного выше, необходимо предоставить образцы подписей лиц, уполномоченных к подписанию оферт и заявок, а также доверенности НБП на списание с денежного счета данного субъекта на денежную сумму, необходимую для проведения операции с ценными бумагами.

Если участник РЦБ не имеет денежного счета в НБП (заграничный субъект, являющийся ДГЦБ), необходимым условием является указание данным участником банка (банка плательщика), осуществляющего денежные расчеты по проведенным операциям с казначейскими бонами<sup>139</sup> (покупке на первичном рынке, расчету платежей по кредитам казначейских бонов, а также взиманию комиссионных и платежей за ведение счета), а также предоставление указанном банком соответственной доверенности.

Для заграничных субъектов, являющихся ДГЦБ и незаинтересованных в непосредственном участии в РЦБ, Регламент предусматривает возможность заключения отдельного договора по обслуживанию Национальным банком участников торгов казначейских ценных бумаг, для которых НБП не ведет лицевых счетов и счетов депо в РЦБ. В этих случаях субъект принимает участие только в электронной системе проведения торгов казначейских ценных бумаг. Договор определяет условия осуществления Национальным банком этого вида обслуживания, а договор заключается на срок выполнения данным субъектом функций ДГЦБ.

Участники РЦБ, также как и субъекты, обслуживаемые Национальным банком только в рамках торгов казначейских ценных бумаг, в случае отсутствия у них счета депо в НДЦБ, должны указать банк, проводящий расчет сделки с казначейскими бонами. Расчетный банк передает в НБП соответственную доверенность на выставление учетных доказательств акцептирования либо списания с его счета депо в НДЦБ на основании сделок на всех торгах казначейских бумаг, заключенных участником РЦБ или участником торгов казначейских ценных бумаг.

## Основные функции

### Регистрирование финансовых инструментов

Денежные боны НБП и казначейские боны выставляются на продажу на торгах, организуемых НБП. Перед началом торгов эмитент направляет – при помощи банковских информационных систем – сообщение о торгах (день и время проведения торгов, оферта, дата проведения платежа, дата проведения расчета, а для

<sup>139</sup> Заграничный субъект не имеет права владеть счетом денежных бонов в НБП.

казначейских ценных бумаг – код ISIN). После окончания торгов эмитент принимает решение, передаваемое для публичного доступа по тем же принципам, что и сообщение об акции, а участники торгов получают информацию, подтверждающую акцепт или отказ эмитента.

Платеж за бонь, приобретенные участниками на торгах, осуществляется путем списания с их денежных счетов в НБП либо, в случае заграничных субъектов ДГЦБ, списания со счета расчетного банка. Регистрирование эмиссии бонов на эмиссионных счетах Министра финансов и НБП проводится одновременно с платежом за бонь. В момент списания с денежного счета участника торгов или его расчетного банка осуществляется двустороннее регистрирование бумаг – на эмиссионном счете и на лицевом счете либо счете депо участника.

Регистрирование казначейских бонов и денежных бонов НБП на лицевых счетах и счетах депо проводится по ценностным и количественным параметрам, по датам платежей и по кодам ISIN, в соответствии со следующими принципами:

- 1) двойной записи – каждая операция, связанная с правом собственности на бонь, регистрируется в РЦБ не менее чем на двух лицевых счетах или счетах депо, причем записи или сумме записей с одной стороны счета соответствует равная по количеству и по стоимости запись с противоположной стороны счета; вышеуказанный принцип не применяется при операциях, результатом которых является блокирование или снятие блокады с бонов;
- 2) целости – регистрированию подлежат все без исключения операции, связанные с бонами, после проведения которых возникает необходимость ввести изменения на лицевых счетах и на счетах депо участников РЦБ;
- 3) старательности – регистрирование права собственности на бонь проводится полностью и в соответствии с фактическим состоянием;
- 4) прозрачности – РЦБ однозначным образом, не вызывающим никаких сомнений, отражает права на бонь участников РЦБ и их клиентов.

#### Ведение лицевых счетов и счетов депо ценных бумаг

Главной задачей РЦБ является хранение ценных бумаг в форме соответствующих записей в электронной системе расчетов и в форме счета депо. РЦБ ведет счета казначейских бонов и денежных бонов НБП. На счетах регистрируются бонь, являющиеся собственностью участника РЦБ. Эти бонь составляют его собственный портфель. Участник РЦБ может также иметь счет депо, на котором регистрируются бонь, являющиеся собственностью клиентов участника и составляющие их совместный портфель. Это обозначает, что записи, произведенные на этих счетах, показывают общее количество бумаг, принадлежащих клиентам данного участника, без разделения на бонь, принадлежащие индивидуальным клиентам. Субъекты,

имеющие счета депо в РЦБ, ведут для своих клиентов индивидуальные счета в ценных бумагах в рамках своих собственных учетных систем, действующих в соответствии с их собственными регламентами. Субъекты соблюдают требования, регулирующие обращение ценных бумаг. Записи на индивидуальных счетах бонов должны соответствовать состоянию бонов в портфелях клиентов на счетах депо участников РЦБ.

В группу клиентов, для которых участники РЦБ могут вести индивидуальные счета денежных бонов НБП, входят только польские банки, отделения кредитных учреждений и отделения заграничных банков.

Счет депо казначейских бонов имеет определенную структуру и подразделяется на 27 категорий инвесторов. Среди этих категорий находятся такие группы клиентов, как, например, польские банки, пенсионные фонды, инвестиционные фонды, страховые компании, физические лица, сектор публичных финансов; есть также несколько групп инвесторов, не являющихся резидентами. Разделение на группы связано с отчетными обязанностями в области обращения ценных бумаг, эмитированных Государственным казначейством<sup>140</sup>. Счет депо денежных бонов НБП имеет только одну категорию клиентов, поскольку возможность приобретения этих бонов и оборота ними ограничивается банковским сектором.

Кроме лицевых счетов и счетов депо участников, РЦБ ведет также эмиссионные счета для Министра финансов, являющегося эмитентом казначейских бонов, и для НБП, являющегося эмитентом денежных бонов НБП. Эти счета предоставляют картину актуального состояния эмиссии ценных бумаг. В РЦБ регулярно проводится сверка объема эмиссии и учета ценных бумаг на лицевых счетах и счетах депо участников.

#### Обслуживание операций с ценными бумагами

В РЦБ возможно осуществление операций с казначейскими бонами по сделкам, заключенным участниками (купля-продажа, *repo*, *sell/buy-back*), а также другие операции, такие как блокирование, перевод, заем и выкуп бонов. В случае денежных бонов НБП регистрированию подлежат только сделки купли-продажи и операции по переводу, блокированию и выкупу.

Сделка **купли-продажи** – это операция, после проведения которой возникает изменение прав на ценные бумаги на лицевых счетах или счетах депо двух участников РЦБ. Она связана с денежным расчетом, который проводится на текущих счетах участников.

Сделка ***repo***, согласно Регламенту, это договор, в рамках которого одна из сторон (продавец) берет обязательство перед другой стороной (покупателем) перевести в день покупки право собственности на проданные им казначейские боны взамен за внесение покупателем

<sup>140</sup> Эти обязанности возлагаются на НБП – как на субъект, занимающийся реестром казначейских бонов – распоряжением Министра финансов от 17 мая 2004 г. (Dz.U. – Вестник Законов № 119, поз. 1244).

надлежащей суммы, а покупатель берет обязательство перед продавцом, взамен за внесение надлежащей суммы, перевести в день обратной покупки право собственности на такое же количество таких же казначейских бонов. Проведение операции *репо* можно осуществить – с точки зрения способа ведения учета казначейских бонов в РЦБ, являющихся предметом данной сделки – при использовании одной из трех формул. Боны можно:

- перевести с лицевого счета или счета депо продавца на лицевой счет или счет депо покупателя,
- перевести с лицевого счета или счета депо продавца на лицевой счет или счет депо покупателя и заблокировать,
- заблокировать на лицевом счете или счете депо продавца.

Сделку *репо* невозможно завершить раньше, чем на следующий день после ее начала.

Сделка ***sell/buy-back*** состоит в продаже казначейских бонов с одновременным заключением другого договора (так называемого срочного договора купли), то есть, приобретением бонов продавцом в будущем по ценам, установленным в день продажи данных бонов. Регистрирование казначейских бонов на лицевых счетах и счетах депо в РЦБ проходит тем же образом, что и в случае операции купли-продажи.

Операция **перемещения** осуществляется вследствие сделок купли-продажи, *репо* или *sell/buy-back*, заключенных между участником РЦБ и его клиентом. В результате проведения этой операции происходит перемещение бонов между собственным портфелем участника РЦБ и портфелями его клиентов, не изменяя при этом количества бонов, управляемых данным участником. НБП не занимается расчетом денежных средств.

Операция **перевода** бонов приводит к изменениям на лицевых счетах или счетах депо двух участников РЦБ. В этом случае отсутствует денежный расчет.

Участник РЦБ может **заблокировать** боны в собственном портфеле и в портфеле своего клиента на любой срок, не нарушающий срока, оставшегося до дня платежа. Снятие блокировки с бонов происходит на основании заявки участника РЦБ, или же система автоматически снимет блокировку с бонов в день выкупа, а денежные средства переводятся на денежный счет блокирующего субъекта.

**Залог** возможен исключительно под казначейские боны участника РЦБ, находящиеся на счете данного участника в его собственном портфеле. Участник, оформивший залог бонов, передает в НБП заявку на блокирование этих бонов. Это равнозначно уведомлению должника, обремененного залогом – то есть НБП, действующего от имени и по полномочию Министра финансов – о залоге казначейских бонов<sup>141</sup>. Отмена блокады заложенных бонов осуществляется на основании

<sup>141</sup> Ст. 329 §2 Гражданского кодекса.

переданной в НБП заявки залогодателя и подтверждения залогодержателя о возможности исполнения данной заявки.

Участник РЦБ может перемещать казначейские боны на вспомогательный счет, веденный в регистре в рамках счета депо АО НДЦБ (**операция DEPO**)<sup>142</sup>. Эти боны перемещаются с лицевого счета или счета депо участника. В заявке на перемещение участник РЦБ дает дополнительную информацию с целью идентификации счета депо или счета в ценных бумагах, на котором в АО НДЦБ регистрируются казначейские боны. Обратное перемещение производит АО НДЦБ, перемещая соответственные казначейские боны на соответственный счет депо или лицевой счет участника РЦБ.

**Заем** казначейских бонов предоставляется участникам в рамках действующей в РЦБ системы кредитов. Предметом займа могут быть исключительно казначейские боны, переданные заимодателями в пулю займов. Заем предоставляется по требованию займодержателя при условии установления соответственной гарантии и должен быть возвращен не позже, чем на следующий рабочий день после дня, в котором был предоставлен заем<sup>143</sup>.

От имени эмитента (Министра финансов или НБП) РЦБ исполняет также обязательства по отношению к субъектам, имеющим боны. В день проведения платежа по требованию владельца ценной бумаги, предъявленной эмитенту, в РЦБ происходит выкуп казначейских бонов и денежных бонов НБП. Размер денежных средств, предназначенных на **выкуп**, устанавливается в конце операционного дня перед днем выкупа на основании состояния лицевого счета и счета депо участника РЦБ. Выкуп бонов осуществляется путем акцептации денежных счетов участников РЦБ, имеющих на лицевых счетах и счетах депо боны, предназначенные на выкуп, на сумму, соответствующую номинальной стоимости этих бонов. Если участник РЦБ не имеет денежного счета, то акцептируется счет расчетного банка. Участники РЦБ, ведущие индивидуальные счета бонов для своих клиентов, несут ответственность за передачу клиентам денежных средств за выкуп бонов.

РЦБ занимается также обслуживанием кредитов, предоставляемых Национальным банком, в обеспечение которых представлены казначейские ценные бумаги. С целью улучшения ликвидности банковского сектора НБП в течение операционного дня предоставляет операционные (технические кредиты) и ломбардные кредиты банкам, имеющим текущие счета в центральном банке.

С декабря 2001 г. НБП предоставляет банкам **технический кредит**, получаемый и сплавиваемый в течение операционного дня. Подробные условия предоставления этого кредита, его использования и сплавивания указаны в регламенте, изданном Национальным

<sup>142</sup> Детальные принципы о данной операции регулируются АО НДЦБ.

<sup>143</sup> См. подпункт «Управление рисками».

банком<sup>144</sup>. Данный инструмент был предоставлен банкам с целью улучшения ликвидности системы межбанковских расчетов и улучшения эффективности управления банками ликвидностью, что особенно важно в ситуации возможной нехватки ликвидности в банковской системе и снижения ставок необходимых резервов. Технический кредит, как элемент расчетной системы, применяется также центральными банками, входящими в состав Европейской системы центральных банков (ESBC), а также Европейским центральным банком. Этот инструмент дает банкам возможность реализации их обязательств посредством использования средств центрального банка, отданных в распоряжение банков в виде обеспеченного кредита. Обеспечением кредита является переход прав на казначейские ценные бумаги на НБП. Электронная форма обслуживания кредита и управления обеспечением дает банкам возможность быстрого доступа к ликвидности, а также упрощает составление и передачу документации. Согласно регламенту, оформление банком обеспечения автоматически обозначает просьбу о финансовую помощь.

Предметом передачи права собственности с целью гарантии возврата технического кредита могут быть только казначейские ценные бумаги (боны и казначейские облигации), до выкупа которых остается не менее пяти рабочих дней. Передача права собственности в форме обеспечения гарантирует возврат Национальному банку долга в случае отсутствия погашения кредита. Максимальная сумма кредита, предоставляемого банкам, не может превысить 80% номинальной стоимости ценных бумаг, предоставленных в качестве обеспечения. Кредит, погашенный в тот же операционный день, в котором он был использован, не подлежит процентному начислению, а уплаченный на следующий операционный день, облагается процентным начислением по ставке ломбардного кредита.

Кроме технического кредита НБП предлагает банкам также возможность использования **ломбардного кредита**. Этот кредит дает возможность пополнить кратковременную нехватку ликвидности при помощи средств центрального банка, получаемых на срок **overnight** (O/N). Кроме того, этот кредит исполняет роль стабилизатора колебаний краткосрочных процентных ставок межбанковского рынка. Подробные требования по получению, использованию и погашению ломбардного кредита, а также об условиях и способах обеспечения его возврата посредством залога прав на ценные бумаги определены в регламенте, изданном Национальным банком<sup>145</sup>.

Обеспечением кредита является залог прав на ценные бумаги. Предметом залога могут быть исключительно казначейские ценные

<sup>144</sup> Постановление № 57/2001 Правления НБП от 22 ноября 2001 г. по вопросу введения Регламента финансирования банков в течение операционного дня Национальным банком Польши (Dz. Urz. – Правительственный вестник НБП № 19, поз. 38).

<sup>145</sup> Постановление № 42/2003 Правления НБП от 3 октября 2003 г. по вопросу введения Регламента рефинансирования банков при помощи ломбардного кредита НБП (Dz. Urz. – Правительственный вестник НБП № 18, поз. 31).

бумаги (боны и казначейские облигации), до выкупа которых остается не менее 5 рабочих дней. Максимальная сумма предоставляемого Национальным банком кредита не может превысить 80% номинальной стоимости ценных бумаг, обремененных залогом.

Поскольку ломбардный кредит выполняет функции кредита к концу дня, он подлежит возврату на следующий операционный день после его получения. Ломбардный кредит подлежит процентному начислению по колеблющимся процентным ставкам, вычисляемым Советом денежной политики, а в случае непогашения кредита в установленный срок, проценты начисляются по двойной ставке.

#### Проведение расчетов

В РЦБ сделки рассчитываются в течение операционного дня, в котором стороны сделки передали заявки. Не существует возможность передать заявку раньше, а также нет возможности перенести расчет на следующий операционный день. Система позволяет участникам проверить, на каком этапе находится реализация сделки. Поэтому каждый контрагент сам принимает решение относительно времени передачи заявки в Регистр и сам решает, какой момент для проведения расчетов является для него наиболее выгодным.

Координация и подтверждение заявки на перерасчет денежных средств и передачу ценных бумаг осуществляются, главным образом, вне системы, сторонами, заключающими сделку от своего имени или в пользу своих клиентов. Проведение расчета возможно в том случае, когда РЦБ получит от обеих сторон сделки заявки, совпадающие по форме и по содержанию. В случае обнаружения несоответствий в заявках контрагенты обязаны выяснить вопрос. Совпадающие заявки автоматически соединяются в системе. Затем система проверяет, имеет ли продавец на своих счетах нужное количество незаблокированных казначейских бонов или денежных бонов НБП, и имеет ли плательщик на своем счете нужное количество денежных средств. Если все условия выполнены, то сделка передается на расчет.

#### Проведение расчета

Расчет сделок в РЦБ осуществляется по принципу платежа против поставки (DvP) по Модели 1 BIS (валовой расчет ценными бумагами и денежными средствами), денежными средствами центрального банка, то есть, посредством денежных счетов банков в системе платежей SORBNET в ДПС НБП. Расчеты проводятся согласно принципу обязательного расчета в течение операционного дня. Это обозначает, что осуществленные в это время трансферты имеют окончательный и безусловный характер.

В РЦБ проводятся также расчеты по принципу поставки без платежа (FoP). Передача совпадающих заявок контрагентов – это только перемещение ценных бумаг между лицевыми счетами или счетами депо без проведения денежных расчетов.

## Управление рисками

Управление рисками в НБП проводится в рамках функционирующей в банке Интегрированной системы управления рисками (ZSZR – ИСУР). Согласно принятым в этой системе правилам, управление финансовым риском централизовано, а управление операционным риском – децентрализовано.

Функционирование ИСУР генерирует – с точки зрения НБП – исключительно операционный риск, а управление данным риском обозначает: постоянную идентификацию, анализ и измерение, а также выбор и использование механизмов, ограничивающих риск. Результаты мониторинга риска и постоянной оценки эффективности использованных механизмов представлены в отчете. Отчеты являются основанием для составления периодической информационной документации об уровне операционного риска для Правления НБП.

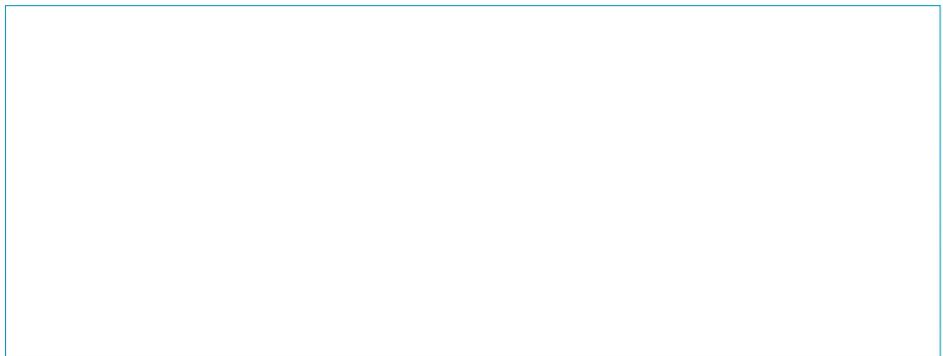
Используемые в настоящее время механизмы по ограничению операционного риска, связанного с функционированием РЦБ, прежде всего, включают:

- процедуры по выполнению операций в РЦБ и разделению задач проводятся согласно принципу *separation of duties*, а также предусматривают наличие запасных кадров,
- планы непрерывных действий, разработанные в соответствии с европейскими стандартами,
- наличие запасного офиса, в котором можно начать работу в любой момент операционного дня,
- исполнение так называемого *back up*, то есть записывания данных системы несколько раз в течение дня и по окончании каждого операционного дня таким образом, который обеспечит их незамедлительное восстановление,
- обеспечение системы электронного обмена данных, пересылаемых при помощи модуля ELBON, пакетом криптологической защиты, гарантирующим секретность и интегральность пересылки, а также проверку данных получателя,
- периодическая проверка Национальным банком правильности введения, использования и правил безопасности, используемых участником РЦБ в модуле ELBON и пакете криптографической защиты,
- периодическое проведение Национальным банком во время инспектирования в офисе участника РЦБ, надзора за:
  - соответствием между собственным учетом участника и учетом прав на боны, зарегистрированном в РЦБ, а также за способом ведения учета с точки зрения придерживания соответствия, указанного выше,
  - наличием у участника соответственного регламента и его соответствия Регламенту РЦБ и положениям о ведении счетов ценных бумаг.

Операции, проводимые участниками РЦБ – это источник расчетного риска, связанного с нехваткой ликвидности денежных средств и ценных бумаг. НБП, будучи оператором РЦБ, поставляет его участникам инструменты для управления этим видом риска.

Инструментом для управления расчетным риском, включающим риск нехватки ликвидности ценных бумаг (относится только к казначейским бумагам), является система займов казначейских бонов. Данная система создает возможность реализации сделки в случае отсутствия в течение операционного всех либо части казначейских бонов на счете продавца. Доступ к этой системе имеют участники РЦБ по принципу добровольности. Участники этой системы передают в пулю займов бонны, предназначенные на заем. Бонны в пуле не заблокированы, в связи с чем участник в любой момент может их изъять или обменять, если эти бонны не используются другим участником системы. Заем предоставляется по заявке займодержателя и должен быть возвращен не позже следующего рабочего дня после дня получения данного займа. В момент предоставления займа система блокирует на счете займодержателя бонны, предназначены на обеспечение займа. Одновременно с этим система высылает займодателю сообщение о том, какие бонны и по какой номинальной стоимости были изъятые из его пули в счет предоставления займа. Номинальная стоимость бонов с определенной датой платежа, одолженных одному участнику, не может превышать 5% общей стоимости бонов, зарегистрированных на лицевых счетах и счетах депо, а одолженных всем займодержателям – 10% общей стоимости бонов, зарегистрированных на лицевых счетах и счетах депо. Оплата за предоставление займа выносит 0,01% номинальной стоимости одолженных бонов. После вычисления суммы оплаты система высылает заявки на списание со счета займодержателя определенной суммы и на зачисление на счета займодателей соответствующих сумм.

Для управления расчетным риском, охватывающим риск нехватки ликвидности денежных средств, используются технический и ломбардный кредиты, которые Национальный банк предоставляет банкам.





## Глава 3

### Направления в изменениях функционирования клиринговых палат, центральных контрагентов и депозитариев ценных бумаг в мире, в Европейском союзе и в Польше

Изменения, происшедшие на протяжении последних лет в пост-трейдинговой инфраструктуре ЕС, были огромны и затронули многие области, напр. технологию, право, принципы функционирования систем, рыночные практики и корпоративные структуры. Развитие расчетно-клиринговых учреждений в Польше и в ЕС, происходившее до настоящего времени, было представлено в главе 2. Третья глава описывает предыдущие и новые инициативы интеграции во всех сферах, связанных с пост-трейдинговыми услугами, предпринимаемые разными международными и европейскими организациями, операторами депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры и непосредственно участниками рынка.

#### 3.1. Цели интеграции в сфере депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в Евросоюзе

Согласно дефиниции, представленной во второй главе, рынок данного состава финансовых инструментов либо финансовых услуг является полностью интегрированным в том случае, когда все потенциальные участники этого рынка, имеющие похожие характеристики, обязаны следовать тем же принципам при использовании данных инструментов либо услуг, когда они имеют равный доступ к этим инструментам и пользуются равным отношением к ним на рынке<sup>146</sup>.

Поэтому используемое в данной главе понятие интеграции понимается в достаточно широком смысле. Во-первых, оно охватывает интеграционные процессы *sensu stricto*, то есть процессы, происходящие между независимыми субъектами и направленные на их объединение (вертикальная или горизонтальная консолидация) либо на создание общих структур. Во-вторых, оно учитывает также интеграционные процессы *sensu largo*, направленные на разработку независимыми субъектами (без их объединения либо создания общих структур) единых и гармонизированных принципов действия, в том числе гармонизации права, принципов функционирования систем, рыночных практик и стандартизацию технологических решений.

Интеграционные процессы происходят не только в Евросоюзе, но также на мировом рынке, однако их цели являются несколько разными.

#### Интеграционные стремления в Евросоюзе

Депозитарно-расчетно-клиринговая инфраструктура в ЕС все еще раздроблена, что связано с историческими факторами. Ведь вначале учреждения, предоставляющие пост-трейдинговые услуги, создавались в разных странах исключительно с целью предоставления своих услуг на местном рынке. Расширяющаяся экономическая

<sup>146</sup> Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 20 No 4 (2004).

интеграция в Евросоюзе, проводимая одновременно сверху органами ЕС и по инициативе самого рынка, охватила также относительно слабо интегрированные рынки капитала стран Евросоюза, в том числе расчетно-клиринговые услуги. Необходимость интеграции рынка капитала ЕС, в том числе, интеграция СРЦБ, непосредственно связана с потребностью обеспечения условий для его развития, которое в настоящее время тормозится по поводу многих законодательных, налоговых, рыночных барьеров (негармонизированные рыночные практики), а также по поводу технологических препятствий, затрудняющих осуществление трансграничных сделок. Это приводит к тому, что реализация этих сделок становится очень сложной и требует привлечения значительного количества разного вида посредников. А это является источником больших затрат, не только по сравнению с местными рынками, но также с американским рынком. Все более сложная сеть межсистемных трансграничных связей и взаимосвязи капитала между учреждениями-звеньями инфраструктуры рынка капитала создает одновременно серьезные проблемы в исполнении эффективного надзора за безопасным функционированием трансграничного обращения ценных бумаг в ЕС. Решением этого вопроса является тесное сотрудничество надзорных органов стран ЕС и реализация гармонизированной надзорной политики.

Основной целью интеграции депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в ЕС является создание условий для конкурентоспособного, эффективного, четко действующего и безопасного европейского рынка капитала. Каждый из его участников будет иметь доступ к тем же услугам на равных для всех условиях, независимо от того, в каком из государств ЕС данный участник занимается своей деятельностью. Путь к реализации этой цели – это, прежде всего, ликвидация существующих барьеров на пути развития рынка, а также гармонизация депозитарных функций и принципов предоставления услуг по клирингу и расчетам ценных бумаг. Предприняты также далеко идущие шаги по созданию панъевропейских операционных структур, таких как система TARGET2, ССВМ2 или TARGET2-Securities.

### **Интеграционные стремления в мире**

Интеграция депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры имеет также глобальное измерение. В отличие от интеграционных действий в странах ЕС, целью интеграции в глобальном масштабе все же не является создание единого общего рынка, а всего лишь гармонизация принципов функционирования СРЦБ, обеспечивающая должный уровень безопасности и результативности систем. Разработка этих принципов должна создать условия для сотрудничества многих существующих в мире рынков и действующих на этих рынках учреждений. В связи с поставленной таким образом целью, сотрудничество на международном уровне имеет гораздо больший диапазон, нежели в рамках ЕС, и не предусматривает создания общих операционных или надзорных структур.

## **3.2. Международные инициативы в сфере депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры в Евросоюзе**

### **3.2.1. Международные нормативные инициативы**

Развитие трансграничного обращения ценных бумаг, а также распространение дематериализации ценных бумаг привело к идентификации следующих основных областей национальных урегулирований рынка капитала, которые чаще всего препятствуют свободному осуществлению трансграничных сделок с ценными бумагами:

- неоднородные урегулирования по правам на ценные бумаги в их физической и дематериализованной форме,
- неоднородные урегулирования в области налогового законодательства,
- урегулирования, ограничивающие свободную конкуренцию между поставщиками услуг на рынке капитала.

Основные проблемы, связанные с трансграничным обращением ценных бумаг, связаны с первым из указанных выше факторов, то есть с характером прав на ценные бумаги. По поводу отличий в урегулированиях касательно характера этих прав (в том числе прав на дематериализованные ценные бумаги) возникает много проблем правового характера. Наиболее серьезные проблемы связаны с выбором права юрисдикции, применимой для урегулирования правового положения участников трансграничной операции с ценными бумагами, с проблемами, возникающими в результате расхождений в понимании, хотя бы, способа появления ценных бумаг, прав на эти бумаги, реализации бумаг или их перевода, завершения расчетов по операциям с ценными бумагами и защиты прав лиц, имеющих права на ценные бумаги в случае банкротства посредника, хранящего эти ценные бумаги. В связи с вышесказанным, на международном уровне возникла необходимость с одной стороны – разработки единого принципа выбора права юрисдикции для определения прав на ценные бумаги, принадлежащих участникам трансграничной сделки. С другой стороны, необходима гармонизация положений, регулирующих суть и способ функционирования учреждений, осуществляющих расчеты по ценным бумагам в правовых системах разных стран. В этой области были предприняты две существенные инициативы, которые часто представляли разные интересы отдельных стран. Это Гагская конвенция и Конвенция UNIDROIT.

#### **3.2.1.1. Гагская конвенция**

Целью Гагской конференции, всемирной международной организации, является унификация принципов международного частного права. В мае 2000 г. Конференция начала работы над конвенцией по вопросу права юрисдикции, применяемого по некоторым правам на ценные бумаги, вписанные на счетах посреднического

учреждения (называемая далее Гагской конвенцией)<sup>147</sup>. Базовой коллизионной правовой нормой для определения прав на ценные бумаги, хранимые у посредника (*securities held with an intermediary*), Гагская конвенция утверждает модифицированную версию принципа PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*)<sup>148</sup>. Согласно данной нормы (называемой далее PRIMA типа 2) правом юрисдикции для определения прав на ценные бумаги в трансграничном обращении является право, указанное в договоре о ведении счета в ценных бумагах, заключенным с соответственным посредником. В понимании, принятом в Гагской конвенции, конкурирующим с принципом PRIMA является параллельный принцип PRIMA типа 1, базирующийся на вещественном праве *lex rei sitae*<sup>149</sup>. Согласно этому принципу права на вещи определяются правом того государства, на территории которого находится данная вещь. В Гагской конвенции был выбран принцип PRIMA типа 2. Создатели конвенции побаивались, что принцип *lex rei sitae* в практике может оказаться ненадежным, поскольку иногда невозможно определить место актуального хранения дематериализованных ценных бумаг.

Кроме того, Гагская конвенция предусматривает проверку избранного права юрисдикции при помощи так называемого теста реальности (*reality test*). Цель этого теста – проверить, действительно ли посредник занимается какой-либо деятельностью (необязательно ведением счетов ценных бумаг) в стране, чье право юрисдикции было применено. Если на вышеуказанном основании невозможно выбрать право юрисдикции, то Конвенция предусматривает применение права юрисдикции того государства, в котором находился офис посредника (*office*) в момент заключения договора о счете ценных бумаг. Конвенция будет воплощена в жизнь при условии ее подписания не менее чем тремя странами. В июле 2006 г. Гагскую конвенцию подписали США и Швейцария<sup>150</sup>.

### 3.2.1.2. Конвенция UNIDROIT

В сентябре 2002 г. в Международном институте унификации частного права (UNIDROIT)<sup>151</sup> – являющегося всемирной организацией, состоящей из представителей 59 стран – начались работы специально

<sup>147</sup> *Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary.*

<sup>148</sup> Принцип PRIMA в версии, предложенной в Гагской конвенции, является решением, характерным для американского подхода к урегулированию конфликта прав на ценные бумаги, хранимые у посредника. В связи с тем, что принцип PRIMA, принятый в Гагской конвенции, отличается от традиционного европейского понимания права, его часто называют принципом PRIMA типа 2 или *a non-PRIMA approach*.

<sup>149</sup> Принцип PRIMA типа 1, будучи формой приспособления принципа *lex rei sitae* к условиям обращения ценных бумаг, хранимых у посредника, является решением, характерным для европейских правовых систем.

<sup>150</sup> Поэтому дата конвенции установлена на 5 июля 2006 г. – день, когда она была подписана первыми странами.

<sup>151</sup> *International Institute for the Unification of Private Law.*

созданного Международного комитета специалистов UNIDROIT с целью подготовки проекта конвенции о гармонизации права собственности на ценные бумаги, хранимые у посредника<sup>152</sup> (называемой далее Конвенцией UNIDROIT). Работы комитета все еще продолжаются. В отличие от Гагской конвенции, ограничивающейся указанием коллизионных норм по праву собственности на дематериализованные ценные бумаги, конвенция UNIDROIT должна сформулировать единые правила по вопросу прав, возникающих в отношениях между инвестором и посредником, хранящим ценные бумаги в форме записей в системе расчета ценных бумаг. Первая глава Конвенции содержит дефиниции основных терминов, то есть ценных бумаг (*securities*), ценных бумаг, хранимых у посредника (*intermediated securities*), счета в ценных бумагах и посредника. Очередные главы регулируют, к примеру, права владельца счета, переход прав на дематериализованные ценные бумаги, в том числе, недействительность и отмену записей на счете, куплю ценных бумаг, хранимых у посредника третьим лицом без злого умысла (*acquisition by an innocent person of intermediated securities*), преимущественного права, применение положений о банкротстве и обязательности расчета, а также договора о финансовом обеспечении.

### **3.2.2. Международные рекомендации для систем клиринга ценных бумаг и центральных контрагентов**

127

Необходимость уменьшения риска и увеличения безопасности и эффективности функционирования СРЦБ на фоне растущего количества трансграничных сделок была поводом для начала работ по стандартам и рекомендациям, направленным на усиление и унификацию принципов осуществления пост-трейдинговых операций на рынках капитала разных стран. На протяжении последних 20 лет в этой области было предпринято много инициатив, наиболее важные из которых представлены ниже.

#### **3.2.2.1. Роль BIS**

##### **BIS**

Банк международных расчетов в Базеле (BIS) был создан Бельгией, Францией, Германией, Италией, Японией, Великобританией и США на конференции в Гааге в 1930 г. в связи с реализацией плана помощи для Германии (так называемый план Юнга и Дауэса) после первой мировой войны. Это первая международная финансовая структура. BIS действует в форме акционерного общества, акционерами которого являются центральные банки<sup>153</sup>, в том числе банк ЕЦБ от 2000 г. Наивысшим органом власти BIS является Общее собрание,

<sup>152</sup> *Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*, [www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/main.htm](http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/main.htm)

<sup>153</sup> Польша принимает участие в BIS со времени его создания, то есть с 1930 г.

состоящее из представителей всех членов. Исполнительными органами являются Совет директоров и Правление. В настоящее время BIS является главным международным форумом сотрудничества центральных банков. Банк создал также свой собственный центр экономических исследований и играет важную роль в процессе сбора и обмена статистических данных.

#### Группа десяти

Группа десяти (Group of Ten, G-10), созданная в 1962 г. по инициативе Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭС-Д)<sup>154</sup>, является одной из международных финансовых группировок неформального характера. Секретариатом Группы десяти управляет BIS и Международный валютный фонд. Группа десяти, несмотря на свое название, состоит из 11 промышленно развитых стран (Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Голландия, Швеция, Швейцария, Великобритания и США)<sup>155</sup>. Группа является форумом сотрудничества и обмена точек зрения по экономическим, денежным и финансовым вопросам. В собраниях, проводимых обычно раз в году, принимают участие министры финансов и директора центральных банков перечисленных выше стран. При Группе десяти действуют рабочие группы и комитеты, созданные *ad hoc*. Группа публикует многочисленные документы, представляющие, в том числе, некоторые аспекты функционирования рынков капитала.

#### Отчет Энджелла

В 1980 г. Группа десяти организовала группу специалистов по вопросам систем платежей (Expert Group on Payment Systems). В феврале 1989 г. Группа, председателем которой был тогда Уэйн Энджелл<sup>156</sup>, издала документ под названием «Отчет о системе взаимозачета» (Рапорт Энджелла)<sup>157</sup>. В отчете было представлено исследование влияния системы взаимозачета на эффективность и безопасность функционирования международных финансовых рынков. В исследовании указаны четыре основных вида риска, связанные с использованием взаимозачета при проведении клиринга и расчетов сделок с ценными бумагами<sup>158</sup>.

#### Отчет Ламфалусси с 1990 г.

В 1989 г. центральные банки, входящие в Группу десяти, создали Комитет по вопросам международных систем взаимозачета (Committee on Interbank Netting Schemes), возглавляемый Александром

<sup>154</sup> Organization for Economic Co-operation and Development.

<sup>155</sup> Швейцария, имеющая вначале статус наблюдателя, в 1984 г. стала 11 членом группы.

<sup>156</sup> Вейн Д. Энджелл был Директором Банка федеральных резервов в городе Канзас (1979-1985), Членом Палаты Представителей штата Канзас (1961-1967) и членом Совета губернаторов системы федеральных резервов США (1986-1994).

<sup>157</sup> *Report on netting schemes*.

<sup>158</sup> Кредитный риск (*credit risk*), риск ликвидности (*liquidity risk*), расчетный риск (*settlement risk*) и системный риск (*systemic risk*).

Ламфалусси<sup>159</sup>. Целью деятельности комитета было проведение анализа многосторонних трансграничных систем взаимозачета по операциям, проводимым в разных валютах, и предоставление Группе десяти способа осуществления центральными банками системного надзора (*oversight*) за данными системами. Результатом этих работ был документ, опубликованный в ноябре 1990 г. под названием «Отчет комитета по межбанковским системам взаимозачета центральных банков стран Группы десяти» (называемый далее отчетом Ламфалусси с 1990 г.)<sup>160</sup>. В отчете были представлены две группы стандартов: шесть минимальных стандартов для систем, действующих на основе нетто (*Minimum standards for netting schemes*) и пять принципов осуществления надзора при сотрудничестве с другими учреждениями (*Principles for cooperative central bank oversight*). Хотя отчет Ламфалусси с 1990 г. не был непосредственно связан с СРЦБ, то все-таки большинство его стандартов могли бы применяться также в системах расчета. Глубокий анализ возможности использования в СРЦБ отчета Ламфалусси от 1990 г. был представлен два года позже в опубликованном отчете BIS под названием *Delivery versus payment in securities settlement systems*<sup>161</sup>. На основании перечисленных в нем принципов осуществления надзора много лет спустя были разработаны принципы осуществления надзора за СРЦБ.

### CPSS

Согласно рекомендациям Отчета Ламфалусси от 1990 г. Группа десяти создала в 1990 г. Комитет по вопросам систем платежей и расчетов (CPSS)<sup>162</sup>. Это один из четырех постоянно действующих при BIS постоянных комитетов<sup>163</sup> центральных банков; принял также на себя обязанности Группы специалистов по вопросам систем платежей. В состав CPSS входят представители Европейского центрального банка и центральных банков Бельгии, Канады, Франции, Германии, Гонконга, Италии, Японии, Голландии, Сингапура, Швеции, Швейцарии, Великобритании, FRBNY<sup>164</sup>, а также члены Совета губернаторов Системы федеральных резервов США. По просьбе Группы десяти CPSS проводит исследования эффективности и безопасности функционирования систем платежей<sup>165</sup>, а также клиринга и расчетов ценных бумаг, прежде всего с учетом их влияния на наиболее важные

<sup>159</sup> Александр Ламфалусси был Генеральным Директором BIS (1985-1993) и первым Президентом Европейского монетарного института (1994-1997).

<sup>160</sup> *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries*, <http://www.bis.org/publ/cpss04.htm>

<sup>161</sup> На тему отчета смотри ниже.

<sup>162</sup> Committee on Payment and Settlement Systems, название переводится также как: Комитет по платежам и системам расчета (por. E. Chrabonszczewska, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH Oficyna Wydaw., Warszawa 2005, s. 38).

<sup>163</sup> Кроме Базельского комитета по вопросам банковского надзора (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), Комитета по вопросам глобальных финансовых систем (Committee on the Global Financial System, CGFS) и Комитета рынков (Markets Committee).

<sup>164</sup> Federal Reserve Bank of New York.

<sup>165</sup> На тему систем расчетов CPSS опубликовал много работ, известных как Красная книга (*Red Book*) и отчет «Основные принципы систем платежей, являющихся системно важными» (*Core principles for systemically important payment systems*) опубликованный в январе 2001 г.

финансовые рынки. Свои задачи по СРЦБ Комитет осуществляет частично при сотрудничестве с такими организациями, как Международная организация комиссии ценных бумаг (IOSCO)<sup>166</sup>.

Основную часть публикаций CPSS составляют аналитические отчеты, в том числе, на тему расчетно-клиринговых систем ценных бумаг и производных инструментов, а также связанных с их функционированием систем платежей по большим суммам расчета. На тему клиринга и расчетов ценных бумаг CPSS опубликовал следующие документы: *Delivery versus payment in securities settlement systems* (1992 г.), *Cross-Border Securities Settlements* (март 1995 г.), *Disclosure framework for securities settlement systems* (февраль 1997 г., при сотрудничестве с IOSCO<sup>167</sup>), *Securities lending transactions: market developments and implications* (июль 1999 г., при сотрудничестве с IOSCO), *Recommendations for Securities Settlement Systems* (ноябрь 2001 г., при сотрудничестве с IOSCO) и *Recommendations for central counterparties* (ноябрь 2004 г., при сотрудничестве с IOSCO) и *Central bank oversight of payment and settlement systems* (май 2005 г.).

К наиболее важным отчетам CPSS, которые посредственно связаны с темой функционирования СРЦБ, относятся следующие публикации: *Central Bank Payment and Settlement Services with respect to Cross-Border and Multi-Currency Transactions* (т.н. отчет Нойля, сентябрь 1993 г.), *Payment Systems in the Group of Ten Countries* (декабрь 1993 г.), *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions* (т.н. отчет Алсопп, март 1996 г.), *Real-Time Gross Settlement Systems* (март 1997 г.), *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives* (март 1997 г.), *Core Principles for Systematically Important Payment Systems* (январь 2001 г.), *New developments in large-value payment systems* (май 2005 г.), *Cross-border collateral arrangements* (январь 2006 г.), *General guidance for national payment system development* (январь 2006 г.) и *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives* (март 2007 г.).

#### Отчет на тему DvP

После кризиса на рынках капитала в 1987 г. центральные банки Группы десяти начали деятельность по укреплению и унифицированию функционирования систем расчета ценных бумаг. В связи с этим, по инициативе CPSS была создана группа специалистов под руководством Патрика Паркинсона, которой было поручено проведение анализа избранных проблем, связанных с функционированием СРЦБ. Результатом этих исследований был отчет *Delivery versus payment in securities settlement systems* с сентября 1992 г. (называемый далее Отчетом по вопросам DvP). В нем впервые был представлен глубокий анализ расчетов по принципу DvP в рамках системы СРЦБ. Были начертаны три альтернативные модели организации расчетов по принципу DvP: валовой расчет ценными бумагами и денежными средствами (Model 1 BIS), валовой расчет ценными бумагами и расчет нетто

<sup>166</sup> International Organization of Securities Commissions.

<sup>167</sup> На тему отчетов, подготовленных CPSS при сотрудничестве с IOSCO, смотри пункт 3.2.2.3. «Общие инициативы BIS и IOSCO».

денежными средствами, (Model 2 BIS) и расчет нетто ценными бумагами и денежными средствами (Model 3 BIS). Свыше того, отчет указывал на риск ликвидности (*liquidity risk*) и кредитный риск (*credit risk*) в СРЦБ, а также используемые в этих системах способы управления вышеуказанными рисками. Последняя часть отчета была посвящена анализу влияния организации и функционирования СРЦБ на политику центральных банков, целью которой является обеспечение финансовой стабильности. Отчет предлагал использовать в функционировании СРЦБ стандарты из отчета Ламфалусси с 1990 г. по системе платежей нетто с целью ограничения системного риска.

### Трансграничный расчет

Отчет по вопросам DvP был полностью посвящен расчетам сделок по ценным бумагам при посредничестве непосредственных участников в рамках одного СРЦБ. А отчет *Cross-Border Securities Settlements*, составленный очередной группой специалистов также под руководством Патрика Паркинсона, и опубликованный в марте 1995 г., описывал механизмы расчета трансграничных сделок, количество которых в то время начало возрастать, а их значение увеличивалось. В отчете были определены основные каналы проведения расчета трансграничных сделок, а именно расчеты:

- при помощи непосредственного доступа к центральному депозитарному учреждению в стране эмиссии ценных бумаг, являющихся предметом купли,
- при посредничестве местного агента, являющегося непосредственным участником центрального депозитарного учреждения в стране эмиссии вышеуказанных ценных бумаг,
- при помощи глобального кастодиана (*global custodian*), связанного с местным агентом в характере вторичного доверителя,
- при помощи международного центрального депозитарного учреждения (ICSD), имеющего межсистемную связь с центральным депозитарным учреждением страны эмиссии вышеуказанных ценных бумаг,
- при помощи центрального депозитарного учреждения, имеющего межсистемную связь с центральным депозитарным учреждением страны эмиссии вышеуказанных ценных бумаг.

Кроме того, в отчете был проведен анализ риска, связанного с использованием некоторых способов, и анализ результатов такого расчета для финансовой политики центральных банков.

### Надзор центральных банков за системами платежей и расчетов

В мае 2005 г. был опубликован отчет *Central bank oversight of payment and settlement systems*. Этот отчет является весьма существенным с точки зрения безопасности функционирования системы платежей и СПЦБ. Он был составлен рабочей группой под руководством Мартина Андерсона из Банка Швеции. В отчете впервые был представлен комплексный анализ осуществления центральными банками надзора за системами платежей и СРЦБ в значении *oversight*. Были проанализированы причины,

необходимость, основания, объем и способы осуществления данного надзора центральными банками. Надзор состоит в осуществлении действий, состоящих из мониторинга (*monitoring*) и оценки (*assessment*) систем, а также внедрения изменений (*inducing changes*) в системах. Отчет указывает, что системы платежей и СРЦБ являются главным элементом государственной финансовой инфраструктуры. Поэтому исключительно важным, особенно для центральных банков, ответственных за правильное функционирование финансовой системы, является безопасность и эффективность деятельности систем. Кроме того, отчет определяет 10 принципов осуществления этого надзора центральными банками самостоятельно (Общие принципы системного надзора: прозрачность, международные стандарты, результативные полномочия и возможности, согласие и сотрудничество с другими органами власти) либо на уровне международного сотрудничества с другими банками и учреждениями (Принципы осуществления системного надзора при международном сотрудничестве: сообщения, ответственность, оценка системы в целом, расчетные механизмы и несолидные системы). Принципы осуществления международного надзора были разработаны в сотрудничестве с другими учреждениями на основе стандартов Очета Ламфалусси от 1990 г.

### 3.2.2.2. Роль IOSCO

IOSCO возникла в 1983 г.<sup>168</sup> как наследница региональной организации, объединяющей комиссии ценных бумаг в Америке<sup>169</sup>. Поскольку это было время глобализации рынков капитала и быстрого роста международных инвестиций, то уже в следующем году к Организации присоединились первые надзорные органы не с Американского континента, а из Франции, Индонезии, Кореи и Великобритании. В настоящее время IOSCO – это самая крупная<sup>170</sup> и самая важная международная организация, занимающаяся сотрудничеством между органами, проводящими надзор за рынком капитала, и внедрением стандартов в этой области. Организация состоит из четырех региональных комитетов, охватывающих: Европу, Северную и Южную Америку, Африку и Ближний Восток, а также регион Тихого океана и Азии. Организация опубликовала много разработок по функционированию рынка капитала, а именно, осуществления надзора за рынком капитала, обращения финансовых инструментов (в том числе деривативов), деятельности платформ обращения, деятельности финансовых учреждений, инвестирования и реализации клиринга и расчетов операций с финансовыми инструментами. Некоторые разработки рассматривают разные аспекты функционирования

<sup>168</sup> Решение об изменении региональной организации в международную было принято на заседании в Квито в Эквадоре в апреле 1983 г.

<sup>169</sup> Эта организация была создана в 70-х годах по инициативе американского регулятора с целью пропагандирования в Латинской Америке американских системы регулирования рынка капитала.

<sup>170</sup> Объединяет надзорные органы из более чем 100 стран.

рынков капитала, т.е. правовых аспектов, интернационализации обращения, сотрудничества надзорных органов, прозрачности функционирования рынка и развития рынков. Отчеты по последнему из приведенных выше аспектов подготавливаются в настоящее время специальным комитетом, действующим в рамках IOSCO – Emerging Markets Committee (ранее существовал под названием Development Committee). Наиболее значимыми документами на тему СРЦБ, опубликованных организацией до настоящего времени, являются: *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee* (июль 1990 г.), *Clearing and Settlement in Emerging Markets – A Blueprint, Report of the Development Committee* (октябрь 1992 г.), *Report on Internationalization, Report of the Development Committee* (октябрь 1993 г.), *Report on Privatization, Report of the Development Committee* (октябрь 1993 г.), *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations, Report of the General Secretariat* (отчет был повторен в 1993, 1994, 1995 и 1996 г.г.), *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures* (1996 г., т.н. Отчет IOSCO), а также *Objectives and Principles of Securities Regulation* (1998 г.), который считается в настоящее время учебником принципов регулирования для рынков капитала всех видов. Кроме того, в 2002 г. Организация приняла двухстороннее соглашение (IOSCO MOU)<sup>171</sup>, позволяющее осуществлять трансграничный обмен информацией между регуляторами рынка.

### *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee*

В июле 1990 г. IOSCO опубликовала отчет *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee*, составленный на основании отчета Группы тридцати<sup>172</sup> от 1989 г. В отчете были представлены 9 рекомендаций для СРЦБ. В 1993-1996 г.г. IOSCO опубликовала очередные отчеты: *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – Implementation of the Group of Thirty Recommendations, Report of the General Secretariat*, на тему внедрения рекомендаций Группы тридцати.

### *IOSCO Principles*

Опубликованный в 1998 г. документ *Objectives and Principles of Securities Regulation*<sup>173</sup> (называемый далее IOSCO Principles) касается целей и принципов осуществления регуляторами (комиссией) надзора (также в значении *oversight*) за рынком ценных бумаг внутри страны и на международном уровне. Разработка базируется на убеждении, что соответственная регуляция рынка должно упростить формирование капитала и ускорить экономический рост. Документ указывает три цели, которые должен исполнять надзор: защита инвесторов, обеспечение

<sup>171</sup> IOSCO *Memorandum of Understanding*.

<sup>172</sup> На тему работ G-30 – см. пункт 3.2.3.1 «Работы Группы тридцати».

<sup>173</sup> В 2003 г. документ был дополнен методологией оценки выполнения указанных в нем принципов (IOSCO *Principles Assessment Methodology*).

справедливого, эффективного и прозрачного функционирования рынка и ограничение системного риска. Практическое осуществление данных целей должно обеспечить выполнение тридцати принципов, которые необходимо внести в соответствующие правовые положения и на которых должны основываться регуляции рынка. Принципы были разделены на восемь категорий, связанных с регуляторами, саморегулирующимися субъектами (*Self-Regulatory Organizations, SRO*), введением регуляций ценных бумаг, сотрудничеством по вопросам регуляций, эмитентами, системами совместного инвестирования (*Collective Investment Schemes, CIS*), посредниками на рынке (*Market Intermediaries*) и вторичным рынком. Авторы разработки считают, что реализация вышеуказанных принципов, не ликвидируя всех угроз и риска, связанных с функционированием рынка капитала, все же даст возможность значительно их ограничить.

### 3.2.2.3. Совместные инициативы BIS и IOSCO

#### *Disclosure framework for securities settlement systems*

Первым документом, подготовленным совместно CPSS и IOSCO, была анкета *Disclosure framework for securities settlement systems*, предназначенная для СРЦБ и опубликованная в феврале 1997 г. Документ был составлен специальной созданной в 1996 г. Рабочей группой (*Working Group on Disclosure by Securities Settlement Systems*), состоящей из представителей публичного сектора, в том числе, регуляторов и центральных банков, а также представителей частного сектора – операторов СРЦБ, из развитых и развивающихся рынков. Во главе группы стал Адам Гильберт, представитель FRB-NY. Совместный отчет был результатом их заинтересованности риском на местном и международном рынках капитала, которую обе организации высказывали ранее в опубликованных ими независимых разработках<sup>174</sup>. Целью составления такого документа было увеличение прозрачности механизмов, действующих на современном рынке капитала. Согласно авторам данного документа, деятельность в этом направлении была необходима, поскольку, несмотря на развитие трансграничного обращения ценных бумаг, продолжали существовать значительные разбежности в способе функционирования отдельных рынков и обслуживающих их систем. Для участников рынка наиболее важным было подробное ознакомление с принципами и процедурами, принятыми в данной системе. Но иногда поиск этой информации был достаточно трудным в связи с неоднородностью объема и способа их представления операторами системы. Анкета, предназначенная для операторов СРЦБ, подготовленная совместно CPSS и IOSCO, должна была представить участникам рынка, прямым и непрямым,

<sup>174</sup> Это были следующие документы, опубликованные CPSS: Отчет о DvP от 1992 г., *Cross-Border Securities Settlements Report* от 1995 г. И отчеты IOSCO: *Clearing and Settlement, Report of Technical Committee* от 1990 г. (с дополнением в 1993-1996 г.г.), *Clearing and Settlement in Emerging Markets – A Blueprint* от 1992 г. и *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures* от 1996 г.

простой и стандартный доступ к наиболее существенной информации о функционировании системы и, в конечном итоге, упростить оценку риска, связанного с деятельностью на данном рынке. Анкета включала данные о функционировании системы: организационную структуру и структуру собственности, регламент и процедуры реализации деятельности, взаимоотношения с участниками, межсистемные связи, процедуры перевода денежных средств и ценных бумаг, обеспечение расчета, расчет сделок *back-to-back* и управление риском. После заполнения операторами системы анкета должна была быть предоставлена участникам рынка, регуляторам и другим заинтересованным субъектам. Респонденты должны были регулярно актуализировать ответы на вопросы, не реже одного раза в году. Многие операторы систем расчета предоставляют актуальные ответы на своих интернет-сайтах, с возможностью доступа к ним для всех заинтересованных<sup>175</sup>.

### RSSS и RCCP

Наиболее важным вкладом CPSS и IOSCO в расширение интеграции и улучшение безопасности функционирования СРЦБ являются рекомендации для СРЦБ и ССР по главным принципам их функционирования, разработанные Рабочей группой (Task Force on Securities Settlement Systems)<sup>176</sup>. Основанием для их разработки были инструкции G-30 и ISSA<sup>177</sup>, дополненные десятью новыми пунктами технического характера.

Отчет «Рекомендации для систем расчета ценных бумаг» (RSSS)<sup>178</sup>, опубликованный в ноябре 2001 г., состоял из 19 рекомендаций для местных систем и систем, действующих на трансграничном уровне, а также из анкеты, с помощью которой отдельные страны могли оценить уровень соответствия своих систем данным рекомендациям. Проведение оценки соответствия деятельности СРЦБ рекомендациям было предоставлено регуляторам систем и их надзорным органам (*overseers*). В ноябре 2002 г. отчет был дополнен методологией оценки уровня приспособления систем к вышеуказанным рекомендациям. Отчет состоит из групп рекомендаций (выделенных по критериям вида генерированного риска), связанных с: правовым риском, предрасчетным риском (*pre-settlement*), риском после расчета, операционным риском и депозитарным риском, а также с управлением, доступом к системе, прозрачностью и надзором (*oversight*). Создание рекомендаций для СРЦБ было особенно важным в связи с бурным развитием внутреннего и трансграничного обращения ценных бумаг. Кроме того, это были первые, после опубликованных

<sup>175</sup> Анкета для НДЦБ находится по адресу:  
[http://www.kdpw.com.pl/informacje/pliki/inf\\_ankiety/D\\_framework\\_2007.pdf](http://www.kdpw.com.pl/informacje/pliki/inf_ankiety/D_framework_2007.pdf),  
а анкета для РЦБ – по адресу:  
[http://www.nbp.pl/en/System\\_platniczy/disclosure\\_framework\\_012008.pdf](http://www.nbp.pl/en/System_platniczy/disclosure_framework_012008.pdf).

<sup>176</sup> Под руководством сопредседателей: Патрика Паркинсона (FRBNY, США), Шена Трегиллиса (*Securities and Investments Commission*, Австралия) и Джованни Сабатини (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Италия).

<sup>177</sup> См. пункт 3.2.3.2 «Работы ISSA».

<sup>178</sup> *Recommendations for Securities Settlement Systems*.

в 1989 г. *Стандартов группы тридцати*, рекомендации, комплексно регулирующие функционирование СРЦБ. По сравнению со *Стандартами группы тридцати*, рекомендации RSSS являются более актуальными и расширяют объем регуляций СРЦБ на такие сферы функционирования, как правовые основания расчетов, прозрачность, доступность, управление (*governance*), регуляция и надзор (*oversight*).

В ноябре 2004 г. был опубликован второй из вышеуказанных отчетов под названием «Рекомендации для центральных контрагентов» (RCC-P)<sup>179</sup>. Это был первый этого типа документ, полностью посвященный ССР. Отчет состоит из 15 рекомендаций, представляющих риски, связанные с функционированием ССР, и методологию оценки их реализации.

### 3.2.3. Международные отраслевые инициативы

#### 3.2.3.1. Работы «Группы тридцати»

Так называемая Группа тридцати (Consultative Group on International Economic and Monetary Affairs, Inc., Group of Thirty, G-30), созданная в 1978 г., это частная международная группа экономических и финансовых специалистов, занимающихся анализом мировых экономических проблем и поиском их решения. Встречи группы проводятся только два раза в году на пленарных заседаниях, и, кроме того, организуются многочисленные семинары и симпозиумы. Группа также публикует разработки по разным аспектам мировой экономики и создает комитеты и рабочие группы, занимающиеся подробным анализом избранных проблем. Одной из областей, интересующих группу, являются клиринг и расчеты ценных бумаг.

Крах на рынках ценных бумаг в 1987 г. наглядно показал влияние резких изменений курсов на пост-трейдинговые процессы и объяснил необходимость усиления стабильности и безопасности расчетно-клиринговых систем. В 1989 г. Группа опубликовала работу, озаглавленную *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, в которой были представлены 9 рекомендаций относительно принципов ведения клиринга и расчетов, в том числе: сроков подтверждения условий сделки между участниками рынка (не более T+1), создания во всех странах депозитариев ценных бумаг и внедрения механизма неттинга, внедрения принципа DvP и предоставления доступа к денежным средствам в день проведения расчетов, проведения расчетов в срок T+3, развития системы займов ценных бумаг в качестве метода улучшения ликвидности расчетов и принятия во всех странах стандартов ISO по кодированию ценных бумаг и форматам сообщений. Рекомендации G-30 встретились в мире с широкой положительной реакцией в связи с желанием национальных регуляторов представить свои рынки в среде международных банков как безопасные рынки, заслуживающие интереса со стороны заграничных инвесторов. Эти рекомендации, несмотря на то, что они не были полностью введены

<sup>179</sup> *Recommendations for central counterparties.*

на всех рынках, сыграли значительную роль в изменении депозитарно-расчетной инфраструктуры во многих странах. В марте 1990 г. в Лондоне была организована конференция, посвященная данной публикации и ее рекомендациям. Затем проводился мониторинг реализации этих рекомендаций (при помощи анкет, заполняемых регуляторами рынка), результаты которого были представлены в документах *Clearance and Settlement Systems: Status Reports, Spring 1990*, *Clearance and Settlements Systems: Status Reports, Year End 1990* и *Clearance and Settlement Systems Status Reports: Autumn 1992*.

Кроме того, в 1993 г. Группа опубликовала работу о рынке производных инструментов под заглавием *Derivatives: Practices and Principles*. В работе был описан развивающийся в то время новый сектор рынка, было предложено 20 рекомендаций для маклеров и инвесторов, а также представлены советы по надзору и регуляциям. Дополнением к публикации была сравнительная информации о рыночных практиках, связанных с производными инструментами *Survey of Industry Practice (1993 г.)* и *Follow-Up Surveys of Industry Practice (1994 г.)*.

В январе 2003 г. G-30 опубликовала отчет под названием *Global Clearing and Settlement – a plan of action* с постулатом начала глобальной реформы клиринга и расчетов, направленной на создание более эффективной расчетно-клиринговой инфраструктуры. Реформа предполагала: разработку и внедрение глобальных технологических и операционных стандартов, усовершенствование практик по управлению рисками, дальнейшую гармонизацию в мире законодательной и регулятивной среды, а также улучшение управления учреждениями, оказывающими услуги по клирингу и расчетам. В документе были предложены 20 рекомендаций, внедрение которых на протяжении 5-7 лет должно было повлиять на улучшение безопасности и эффективности международных рынков ценных бумаг. Группа создала Комитет по мониторингу (G-30 Monitoring Committee), обязанностью которого было проведение надзора за реализацией представленных рекомендаций, а также организовала рабочие группы, состоящие из представителей организаций инфраструктуры рынка капитала со всего мира и занимающиеся отдельными рекомендациями.

В мае 2006 г. Группа тридцати опубликовала итоговый отчет *Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report*, завершающий деятельность Комитета по мониторингу. В отчете были представлены те области, в которых было зарегистрировано улучшение по сравнению с положением в данной области, описанным в первом отчете Группы в 2003 г., а также проблемы, нуждающиеся в их решении, как, например: отсутствие эффективности в передаче информации о сделках и расчетах (по причине отсутствия глобальных стандартов в данной области), отсутствие полной дематериализации ценных бумаг (была указана необходимость изменения процессов и бизнес-культуры, изменения правовых положений), а также отсутствие синхронизации систем расчета ценных бумаг и систем платежей в мировом масштабе.

### 3.2.3.2. Работы ISSA

Ассоциация ISSA (International Securities Services Association) является частной организацией, объединяющей учреждения, действующие на рынке капитала (депозитарные банки, расчетно-клиринговые палаты, депозитарии ценных бумаг, биржи и брокеров). Ассоциация была создана в 1979 г. по инициативе банков Citibank, Deutsche Bank и UBS в качестве дискуссионного форума и форума по обмену информацией между их представителями, ответственными за деятельность этих банков на рынке капитала. Позже к ним присоединились также представители финансовых учреждений рынка. На сегодняшний день организация насчитывает 91 членов из 46 стран. Ассоциация организует ежегодные семинары, посвященные услугам, предоставляемым по хранению ценных бумаг. Отчеты семинаров являются ценным источником информации на тему практик, применяемых в данной области во всем мире. Кроме того, ассоциация на протяжении многих лет публикует справочник *ISSA Handbook*, являющийся источником подробной операционной информации на тему мировых рынков ценных бумаг. Последнее, то есть восьмое издание *Handbook* было в 2004 г.; не предвидится продолжения этой публикации.

В связи с фактом, что многие члены ISSA принимают участие в деятельности G-30, обе эти организации тесно сотрудничают между собой. В 1988 г. ISSA опубликовала 4 рекомендации, которые были вступлением к изданным в следующем году рекомендациям G-30. Когда в половине 90-х годов возникла необходимость актуализировать рекомендации, разработанные Группой тридцати, то ISSA провела пересмотр этих рекомендаций, в результате чего в 1995 г. были опубликованы актуализированные *G-30/ISSA Recommendations*. Изменения, происходившие на рынке, привели к необходимости очередного пересмотра изданных ранее рекомендаций. В 2000 г. ISSA опубликовала *ISSA Recommendations 2000* – перечень 8 рекомендаций, сосредотачивающихся на вопросах операционной эффективности расчетно-клиринговых систем, управления рисками и стоимости предлагаемых услуг. Год спустя был составлен отчет на тему выполнения в мире данных рекомендаций. В 2004 г. Ассоциация получила от G-30 мандат на проведение мониторинга реализации 5 из 20 рекомендаций, предложенных в отчете Группы за 2003 г.

ISSA координирует работы по унификации референционных данных, автоматизации и стандартизации обслуживания активов (в том числе – операций с ценными бумагами). В этой сфере Ассоциация сотрудничает с участниками рынка и учреждениями, принадлежащими к инфраструктуре, во всем мире. (напр., с Европейской ассоциацией центральных контрагентов<sup>180</sup> EACH и Европейской ассоциацией депозитариев ценных бумаг<sup>181</sup> ECSDA), учитывая направления деятельности, осуществляемой в рамках реализации региональных инициатив (ЕС).

<sup>180</sup> European Association of Central Counterparty Clearing Houses.

<sup>181</sup> European Central Securities Depositories Association.

### 3.2.3.3. Работы SMPG

В июле 1998 г. под покровительством SWIFT была создана организация Securities Market Practice Group (SMPG). SMPG объединяет представителей 35 стран, в том числе Польшу. Пленарные заседания проводятся два раза в году. Целью организации является разработка стандартов и рыночных практик, позволяющих достичь полной автоматизации процессов (STP), связанных с клирингом, расчетом ценных бумаг и реализацией вытекающих в связи с этим прав на отечественных и на международном рынках. В рамках SMPG были созданы 4 тематические группы, ответственные за анализ рыночных практик и за разработку стандартов:

- *Trade Initiation and Confirmation* (инициирование и переговоры по условиям сделки, TIC),
- *Settlement and Reconciliation* (расчет сделки, S&R),
- *Corporate Actions* (реализация прав собственности на ценные бумаги, CA),
- *Investment Funds* (обслуживание инвестиционных фондов).

В рамках SMPG были созданы также национальные группы National Market Practice Group (NMPG), участниками которых являются маклеры, управляющие фондами, доверительные банки, депозитарные учреждения и регуляторы национальных рынков. Их задача состоит в проведении анализа и документировании практик, применяемых на данном рынке. Затем SWIFT собирает эту информацию, определяет общие элементы и практики, характерные для данного рынка, и начинает поиск способа их гармонизации. Материалы о практиках отдельных рынков публикуются на интернет-сайте SMPG. До половины 2008 г. были опубликованы анализы рыночных практик по проведению расчетов сделок, некоторых аспектов реализации прав собственности на ценные бумаги (напр. перемещение сообщений, голосование посредством представителя), а инициирования и подтверждения основных сделок. По остальным областям данного направления работы все еще продолжаются.

## 3.3. Инициативы, предпринимаемые в рамках Евросоюза

### 3.3.1. Европейский совет и Совет Европейского союза

Целью политики ЕС в области финансовых рынков является создание общего европейского рынка финансовых услуг в рамках т.н. единого рынка. Основным документом, представляющим позицию Европейского совета (ЕС) по вопросу общих направлений развития европейского финансового рынка, является план развития ЕС, называемый лиссабонской стратегией, принятый в марте 2000 г. в Лиссабоне. Основной целью плана (рассчитанного на 2000-2010 г.г.) было осуществление мер, направленных на увеличение конкурентоспособности и ускорение динамического развития экономики ЕС при использовании знаний и инновационности.

Достижение этих целей возможно при расширении инициатив по либерализации и интеграции рынков, в том числе финансовых. Меры, предусмотренные в Стратегии, будут осуществляться путем принятия соответствующих правовых положений, а также определения общих целей и их внедрения в национальные и региональные программы. Ежегодно Европейская комиссия подготавливает к весеннему заседанию Совета Европы периодический отчет с анализом уровня участия государств-членов ЕС в реализации целей, начертанных Стратегией<sup>182</sup>.

Организационная структура части аппарата Совета Европейского союза (СЕС), действующего для нужд европейского финансового рынка, сконцентрирована вокруг Совета по вопросам экономики и финансов (Economic and Financial Affairs Council, ECOFIN) – одного из девяти отраслевых советов СЕС. Совет состоит из министров экономики и министров финансов стран-членов ЕС.

### EFC

При СЕС действует Экономическо-финансовый совет (Economic and Financial Committee, EFC), созданный на основании Маастрихтского договора. В состав EFC входят по два представителя каждого из государств-членов, Европейской комиссии и Европейского центрального банка, избираемых из числа специалистов в области экономики финансов. Основной задачей EFC является наблюдение за экономическим и финансовым положением в странах ЕС и составление регулярных отчетов по этому вопросу в ЕК и СЕС. Кроме того, EFC является форумом для проведения диалогов между СЕС и Европейским центральным банком, а руководство форумом осуществляется высокопоставленными чиновниками.

<sup>182</sup> Несмотря на то, что лиссабонская стратегия считается наиболее важной общественно-экономической программой ЕС, ее реализация оценивается весьма критически. В 2004 г. специальная группа под руководством Вима Кока, бывшего премьер-министра Голландии, составила отчет, подводящий итоги Стратегии. По словам бывшего Председателя ЕК, итальянского политика Романо Проди, итог отчета пессимистичен: со времени лиссабонского совещания расстояние между ЕС и США увеличилось еще больше. В связи с неудовлетворительными результатами реализации лиссабонской стратегии, в 2006 г. она была реформулирована.

## FSC

В феврале 2003 г. вместо ранее действующей при ЕК Группы по вопросам политики финансовых услуг (Financial Services Policy Group, FSPG), при СЕС был создан Комитет по вопросам финансовых услуг (Financial Services Committee, FSC), в состав которого вошли представители министерств финансов высокого ранга стран-членов ЕС. ЕЦБ получил в комитете статус наблюдателя. Основной задачей комитета является консультирование ECOFIN по вопросам финансовой интеграции (в том числе, мониторинг прогресса в реализации очередных интеграционных программ ЕС), клиринга, расчетов и корпоративного управления на финансовых рынках.

### 3.3.2. Европейская комиссия

#### 3.3.2.1. Директивы

Область клиринга и расчетов сделок по ценным бумагам до сих пор не урегулирована на уровне ЕС. Тем не менее, на протяжении последних 15 лет появилось несколько директив, в определенной мере относящихся к данной проблематике. Первой директивой, ставшей базовой для последующих, более подробных регулировок, была директива Европейского совета от 1993 г. по вопросу инвестиционных услуг<sup>183</sup> (*Investment Services Directive, ISD*), которая была введена в действие 1 января 1996 г. Постулаты директивы регулировали функционирование инвестиционных фирм и рынков ценных бумаг. Директива ликвидировала основные правовые барьеры, существующие на общем рынке ценных бумаг в ЕС. Но, прежде всего, она предоставила инвестиционным фирмам, зарегистрированным в одном из государств-членов ЕС, возможность заниматься своей деятельностью на территории всего ЕС благодаря введению т.н. единого европейского паспорта (*single passport*). Кроме того, в ISD была предпринята попытка либерализации доступа к регулируемым рынкам, функционирующим в разных странах ЕС, что упростило обращение ценных бумаг, эмитированных в одной из стран ЕС, на территории всего Евросоюза. Директива ISD предоставила также возможность дистанционного участия инвестиционных фирм в заграничных регулируемых рынках. При этом стоит отметить, что именно ISD ввела повсеместно используемое сегодня в финансовой среде понятие регулируемого рынка, включающего традиционные биржи (кассовый рынок) и платформы обращения производных инструментов (срочный рынок). К пост-трейдинговым операциям ISD подходила весьма обобщенно, утверждая, что все регуляции данной

<sup>183</sup> Директива Совета 93/22/ЕЭС от 10 мая 1993 г. по вопросу инвестиционных услуг в области ценных бумаг.

директивы по доступу к регулируемым рынкам и участию в этих рынках применимы также к субъектам, исполняющим для данных рынков операции по клирингу и расчету.

В связи с введением общей валюты евро и развитием новых технологий, которые привели к существенным техническим изменениям в функционировании платформ обращения и расчетно-клиринговых систем, возникла необходимость разработки новых правовых норм для европейского рынка капитала. В результате проведения законодательных работ ЕК, начатых в апреле 2004 г.<sup>184</sup>, директиву ISD заменила директива по вопросам рынков финансовых инструментов (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID). Она подтвердила и расширила основные постулаты ISD, а также ввела новые принципы, направленные на полную реализацию идеи единого рынка в ЕС. Директива MiFID увеличила возможности заключения сделок вне регулируемого рынка посредством проведения регуляции по рынку АСО и дефинирования деятельности типа *systematic internaliser*<sup>185</sup>. Кроме вышеуказанного, директива включает много правил, направленных на обеспечение лучшей защиты инвесторов на рынке капитала. Например, директива обязала инвестиционные фирмы реализовать поручения клиентов как можно лучше (*best execution*) и ввела принципы, подробно регулирующие вопрос прозрачности в их деятельности до и после сделки. По вопросу пост-трейдинговых операций наиболее важным нововведением, которое появилось в директиве, был принцип свободного доступа заграничных инвестиционных фирм к расчетно-клиринговым системам в данной стране и введение права участников регулируемых рынков на выбор системы расчета для тех сделок, которые были заключены на этом рынке<sup>186</sup>. В этой области директива ввела принцип, по которому критерии доступа к вышеуказанным системам должны быть одинаковыми для местных и заграничных инвестиционных фирм, а также, что страны ЕС не могут предоставлять доступ к вышеуказанным услугам исключительно для сделок, заключенных на национальном рынке. Более того, страны ЕС должны обеспечить, чтобы операторы регулируемых рынков, функционирующих на их территории, всем своим участникам предоставляли право на выбор системы расчета тех сделок, которые были заключены на данном рынке<sup>187</sup>. Директива дала также

<sup>184</sup> Причем срок введения директивы в национальное законодательство был установлен на 31 января 2007 г., но инвестиционные фирмы были обязаны адаптироваться к новым регуляциям до ноября 2007 г.

<sup>185</sup> ст. 4 пар. пкт. 7 директивы MiFID *systematic internaliser* – это инвестиционная фирма, которая в организованный способ, часто и систематически, на свой счет реализует заявки клиентов вне регулируемого рынка или АСО.

<sup>186</sup> ст. 34 MiFID.

<sup>187</sup> Это обусловлено существованием межсистемных связей и соответственной организацией надзора в странах-членах ЕС. Наряду с этим директива дает операторам расчетной и клиринговой системы право на отказ от выполнения данной услуги на основании обоснованных причин бизнесного характера.

операторам регулируемых рынков<sup>188</sup> и рынка АСО<sup>189</sup> право на выбор заграничной расчетно-клиринговой системы на обслуживание части либо целой сделки, заключенной на данном национальном рынке. Основной целью включения в директиву перечисленных выше положений было упрощение реализации трансграничных сделок в рамках ЕС и создание условий конкурентоспособности в данном секторе рынка. Директива MiFID была частично введена в польскую правовую систему во время подготовки законов, регулирующих функционирование польского рынка капитала<sup>190</sup>. Во время издания данной публикации продолжают правотворческие работы по проекту, предполагающему введение предписаний директивы в полном объеме.

Очередной после ISD регуляцией, существенной с точки зрения пост-трейдинговых операций, была директива по вопросу окончательности расчета ценных бумаг (*Settlement Finality Directive, SFD*)<sup>191</sup>, которая была принята в мае 1998 г. и вошла в жизнь 11 декабря 1999 г. Основанием для разработки директивы ЕК был отчет Ламфалусси с 1990 г.<sup>192</sup>, в котором впервые была сформулирована проблема защиты расчета, и, прежде всего, результатов взаимозачета, совершаемой в рамках расчета. Первый стандарт данного отчета предусматривал урегулирование взаимозачета непосредственно в правовых системах отдельных стран ЕС<sup>193</sup>. Главной целью SFD была минимизация системного риска, связанного с участием в системах платежей и в СРЦБ, и риска по поводу банкротства участника этих систем, посредством гарантии окончательности расчета, проведенного в системе. Гарантия охватывает безотзывность высланного в систему поручения на расчет, а также результативность и связывающий по отношению к третьим лицам характер поручения и характер взаимозачета, осуществленного на основании расчета. В случае объявления банкротства гарантия охватывает: результативность и связывающий характер взаимозачета и заявок на расчет, переданных системе перед объявлением банкротства и в день его объявления, а для договоров и сделок, заключенных перед объявлением банкротства участника системы<sup>194</sup> – применение положений о банкротстве с ретроактивными

<sup>188</sup> ст. 46 пар. 1 MiFID.

<sup>189</sup> ст. 35 пар. 1 MiFID.

<sup>190</sup> Закон от 29 июля 2005 г. об обращении ценных бумаг (Dz.U. – Вестник Законов № 183, поз. 1538, с изм.), закон от 29 июля 2005 г. о публичном размещении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему обращения и о публичных компаниях (Dz.U. – Вестник Законов № 184 поз. 1539, с изм.), и закон от 29 июля 2005 г. о надзоре за рынком капитала (Dz.U. – Вестник Законов г. № 183 поз. 1537, с изм.).

<sup>191</sup> Директива 98/26/ЕС Европейского парламента и Совета Европы от 19 мая 1998 г. по вопросам окончательности расчета в системах платежей и расчета ценных бумаг.

<sup>192</sup> См. пункт 3.3.2.4 «Отчет Ламфалусси».

<sup>193</sup> *Standard I: Netting schemes should have a well-founded legal basis under all relevant jurisdictions.*

<sup>194</sup> Что обозначает отказ от принципа нулевого времени (*zero hour rule*), то есть принципа, согласно которого объявление банкротства либо возникновение похожего по характеру происшествия приводит к недействительности всех сделок, заключенных банкротом в течение дня, в который произошло банкротство.

последствиями<sup>195</sup>, а также использование конкурсной массы только тех средств, которые были накоплены на принадлежащих ему денежных счетах и счетах ценных бумаг, в том числе средств, являющихся финансовым обеспечением кредита, полученного в рамках системы, и требуемых для реализации поручений, заявленных в систему перед объявлением его банкротства.

В директиве SFD возник – впервые в урегулированиях ЕС по ценным бумагам – вопрос выбора права юрисдикции для определения правового положения участников системы и уполномоченных лиц в связи с гарантиями на ценных бумагах (называемыми далее финансовыми гарантиями). Согласно ст. 2 литера а) директивы, участники выбирают право юрисдикции, которому буде подчиняться система<sup>196</sup>. С другой стороны, согласно ст. 8 директивы, в случае несостоятельности участника оно является также правом юрисдикции для определения его прав и обязанностей, вытекающих из участия в системе. По поводу финансовой гарантии 9 пар. 2 SFD вводит коллизионную норму. Согласно этой норме действительность и результативность гарантии определяются законом страны-члена ЕС, в которой находится счет ценных бумаг, регистр либо центральный депозитарий, в котором зарегистрированы ценные бумаги, являющиеся предметом гарантии. Данная регуляция отражает решение PRIMA типа 1, базирующегося на принципе *lex rei sitae*.

Кроме вышесказанного, SFD вводит и дает определение существенных понятий: понятие системы, ССР, заявки на расчет либо на финансовую гарантию (*collateral security*). При этом стоит отметить, что система в директиве объясняется как договор между не менее чем тремя субъектами, в рамках которого его участников обязывают единые принципы реализации заявок на расчет<sup>197</sup>. Неотъемлемым дополнением к правилам SFD являются предусмотренные в ней процедуры: информирование ЕК о системах, охваченных в данной стране ЕС защитой, предусмотренной в SFD<sup>198</sup>, а также обмен информацией между странами-членами в случае несостоятельности участника системы, зарегистрированной в ЕК.

Внедрение SFD в жизнь привело к увеличению безопасности обслуживания национальных и трансграничных операций, осуществляемых в рамках систем платежей и СРЦБ. В первой половине 2008 г. начались работы по изменению содержания директивы.

<sup>195</sup> Т.е. положений, предусматривающих возможность обжалования правовых действий либо действий, обозначающих неэффективность осуществленных правовых действий.

<sup>196</sup> Свободный выбор страны ограничивается требованием, согласно которого хотя бы один из участников должен иметь постоянное местонахождение (*head office*) в том государстве Евросоюза, чье право юрисдикции было выбрано.

<sup>197</sup> Закон Польши об окончательности расчета отделяет систему платежей и систему расчета ценных бумаг.

<sup>198</sup> Ст. 15 пар. 3 закона об окончательности расчета данному закону подчиняются «системы, в которых существует риск возникновения ситуации, в которой невыполнение обязательств одним из участников системы может стать причиной невыполнения обязательств другим участником либо участниками (системный риск)».

Директива SFD была проведена в польское законодательство законом от 24 августа 2001 г. Об обязательности расчета в системах платежей и системах расчета ценных бумаг, а также о принципах осуществления надзора за данными системами<sup>199</sup>.

С целью дополнения положения SFD о финансовых гарантиях, а также их распространения на двусторонние договоры, исполняемые вне системы расчета ценных бумаг, в июне 2002 г. была принята директива по вопросу установления финансовых гарантий (*Financial Collateral Directive, FCD*)<sup>200</sup>. FCD регулирует два вида финансовых гарантий: гарантия с переходом полных прав (*title transfer financial collateral, assignment*) и гарантия в форме залога прав собственности (*security financial collateral, pledge*)<sup>201</sup>. Предмет гарантии, которым могут быть исключительно денежные средства или финансовые инструменты, находится под надзором залогополучателя (*collateral taker*). Получателю гарантии в форме залога директива признает также право на использование предмета залога и распоряжения данным предметом залога (*right of use*). Кроме положений, предусматривающих расширение применения коллизионной нормы, упомянутой в SFD, директива включает также положения, гарантирующие защиту предмета залога перед последствиями процедуры банкротства. В конечном итоге, FCD стала поводом для унифицирования применяемых в ЕС принципов установления и реализации финансовых гарантий. Это также существенно ускорило их трансграничное использование в рамках ЕС на основании двусторонних договоров<sup>202</sup>, а также, совместно с защитой, которую гарантирует SFD, повлияло на повышение безопасности проведения денежной политики центральными банками зоны евро<sup>203</sup>. Директива FCD была проведена в польскую законодательную систему в апреле 2004 г. в силу закона о некоторых финансовых гарантиях<sup>204</sup>.

На протяжении многих лет продолжается дискуссия на тему внедрения директивы, посвященной исключительно регуляциям по клирингу и расчету. Реализация инициативы саморегулирования

<sup>199</sup> Закон от 24 августа 2001 об окончательности расчета в системах платежей ценных бумаг и принципах осуществления надзора за этими системами (Dz.U. – Вестник Законов № 123, поз. 1351 с изм.).

<sup>200</sup> Директива 2002/47/ЕС Европейского парламента и Совета Европы от 6 июня 2002 г. по вопросу установления финансовых гарантий.

<sup>201</sup> Закон Польши о некоторых финансовых гарантиях предусматривает три вида гарантий, состоящие в 1) переходе на залогопринимателя права на денежные средства или финансовые инструменты, 2) установлении залога на этих правах (финансовый залог) либо 3) установлении блокады на лицевом счете или на счете депо ценных бумаг.

<sup>202</sup> Появилась большая возможность использования рамочных договоров (*master agreement*).

<sup>203</sup> Возможность использования ценных бумаг, эмитированных в одном из государств ЕС, в форме финансовой гарантии краткосрочного кредита, предоставляемого в рамках системы платежей в другом государстве ЕС, привела к улучшению управления ликвидностью в Евросистеме.

<sup>204</sup> Закон от 2 апреля 2004 г. о некоторых видах финансовой гарантии (Dz.U. – Вестник Законов № 91, поз. 871 с изм.).

*Code of Conduct*<sup>205</sup> от 2006 г. повлияла на отказ ЕК от проведения вышеуказанного проекта, по крайней мере, в ближайшее время.

### 3.3.2.2. Коммюнике

Многие правотворческие инициативы и другие работы в области пост-трейдинговой деятельности начались в ответ на документы, принятые Европейской комиссией. Наиболее важную роль среди них играют коммюнике (*communication*), включающие рекомендации и оценки ЕК по вопросам необходимым в данный период изменений и направлений дальнейшего развития.

После внедрения директив ISD и SFD одним из наиболее важных для развития общего рынка было коммюнике Комиссии от 11 мая 1999 г. под названием *Implementing the framework for financial markets: action plan*. Коммюнике представляло «План действий в области финансовых услуг» (*Financial Services Action Plan, FSAP*)<sup>206</sup>, подготовленный Европейской комиссией по инициативе Евросовета<sup>207</sup>, и указывающий цели и средства развития рынка финансовых услуг в ЕС на ближайшие 5 лет. Коммюнике было разработано по заявке Совета Европы<sup>208</sup> под влиянием предыдущего коммюнике Комиссии от 28 октября 1998 г. «Финансовые услуги: создание базы действий» (*Financial services: building a framework for action*), а также на основании анализов, проведенных группой FSPG и состоящей из представителей министерств финансов и ЕБС. По вопросам рынка капитала план FSAP<sup>209</sup> указывал на необходимость начала действий по следующим направлениям: созданию единых правовых рамок для интегрированного рынка финансовых инструментов, ликвидации правовых барьеров для размещения ценных бумаг в других государствах ЕС, унификации финансовых отчетов публичных обществ, а также созданию правовых оснований для развития трансграничного обращения ценных бумаг, например путем взаимной акцептации и эффективности финансовых гарантий. Результатом реализации плана FSAP было: создание многочисленных комитетов и групп, которые начеркивали новые цели и вызовы в области интеграции европейского рынка капитала, а также внедрение или проверка многих директив, в том числе, директив MiFID и FCD. С целью гарантии реализации плана

<sup>205</sup> См. пункт 3.3.2.6 «Принятие *Code of Conduct* и создание Группы мониторинга».

<sup>206</sup> В июне 1998 г. на саммите в Кардиф Европейский совет обратился к Европейской комиссии с просьбой подготовить план действий по поддержке развития общего рынка финансовых услуг.

<sup>207</sup> *Commission Communication of 11 May 1999 entitled "Implementing the framework for financial markets: action plan" (COM(1999) 232 final)*.

<sup>208</sup> На встрече в Вене в декабре 1998 г. Совет Европы обратился к Европейской Комиссии с просьбой незамедлительного составления программы работ по реализации тех целей коммюнике от 1998 г., по которым было достигнуто соглашение.

<sup>209</sup> FSAP прежде всего указывал средства для реализации (в том числе, введение соответственных правовых изменений) следующих стратегических целей: создание единого оптового рынка передвижения капитала, создание открытого и безопасного розничного рынка, введение современных принципов предосторожности и системы надзора; а также общей цели: создание лучших условий для четкого функционирования единого финансового рынка.

FSAP, документ предусматривал механизмы осуществления надзора за процессом воплощения коммюнике в жизнь<sup>210</sup>.

Очередными коммюнике по проблемам рынка капитала были два менее значимые коммюнике Комиссии от 14 ноября 2000 г. по вопросу применения правил поведения инвестиционной фирмы в контактах с клиентами (*conduct-of-business rules*) согласно ст. 11 ISD<sup>211</sup> и коммюнике Комиссии от 15 ноября 2000 г. по вопросу проверки директивы ISD<sup>212</sup>. Коммюнике рекомендовало введение изменений в директиве ISD, необходимых в связи с развитием новых технологий. По поводу этих коммюнике была издана директива MiFID.

Основными коммюнике, связанными с пост-трейдинговыми операциями, в которых ЕК комплексно представила свои позиции по вопросу желаемой формы депозитарно-расчетно-клиринговой инфраструктуры на рынке ЕС, были консультационные коммюнике, адресованные всем заинтересованным участникам рынка и опубликованные в 2002 и 2004 г.г. В связи с консультационным характером обоих коммюнике, ЕК посвятила по 3 месяца на издание комментариев на тему каждого коммюнике и ответов на поставленные в них вопросы.

Коммюнике Комиссии от 3 июня 2002 г., озаглавленное «Клиринг и расчет в Европейском союзе: основные вопросы политики деятельности и будущие вызовы»<sup>213</sup> указывает на необходимость улучшения способа предоставления услуг в области клиринга и расчетов сделок с финансовыми инструментами в трансграничном обращении в рамках ЕС. В этой области ЕК поставила перед собой цель ликвидации барьеров в реализации розничных трансграничных сделок и устранения преград в развитии конкурентности в трансграничном обращении<sup>214</sup>. ЕК заявила, что считает клиринг и расчет очень важными процессами для результативного и безопасного функционирования всего рынка капитала в ЕС. Ссылаясь на Отчет Джiovаннини<sup>215</sup>, ЕК указала, кто и при использовании каких средств должен ликвидировать указанные в отчете барьеры. Кроме того, представила на консультации идею создания рамочной директивы (*framework directive*), регулирующей избранные аспекты функционирования систем расчета ценных бумаг.

<sup>210</sup> В связи с этим регулярно два раза в году ЕК издавала отчеты о ходе работ (*Progress Reports*), часть из которых была опубликована. Согласно последнему, специальному отчету, подводящему итоги начатых работ, 98% предусмотренных в документе действий было реализовано в срок, т.е., до конца 2005 г.

<sup>211</sup> *Commission communication of 14 November 2000 on the application of conduct-of-business rules under Article 11 of Directive 93/22/EEC (COM(2000) 722 final)*, неопубликованный.

<sup>212</sup> *Commission communication of 15 November 2000 on upgrading the Investment Services Directive (COM(2000) 729 final)*, неопубликованный.

<sup>213</sup> *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament "Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges"* COM(2002)257, Brussels, 28 May 2002.

<sup>214</sup> Комиссия, прежде всего, указала на более высокую, по сравнению с США, стоимость обслуживания.

<sup>215</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джiovаннини».

Опубликованное 28 апреля 2004 г. очередное консультационное коммюнике под заглавием «Коммюнике комиссии по вопросу клиринга и расчетов в Европейском союзе – дальнейшие действия»<sup>216</sup>, являющиеся продолжением коммюнике Комиссии с 2002 г., посредством информировало о необходимости использования принципов FSAP в пост-трейдинговой деятельности. Более того, в данном коммюнике ЕК заявила о создании рамочной директивы по вопросу клиринга и расчета сделок с ценными бумагами. В директиве должна была быть запись, гарантирующая поставщикам услуг равный доступ ко всем рынкам в ЕС, единые правовые рамки, защиту инвесторов и ускорение интеграции отдельных систем в ЕС. Как было сказано выше, ЕК отказалась позже от идеи директивы, как средства реализации вышеуказанных целей. Кроме того, в своем коммюнике ЕК призвала создать консультационную группу, которая занялась бы надзором за работами, направленными на устранение барьеров Джованнини<sup>217</sup>, и две экспертные группы по правовым и налоговым вопросам, связанным с клирингом и расчетом. В результате этого при ЕК были созданы следующие консультационные группы: CESAME, LCG и FISCO<sup>218</sup>. Эти группы сотрудничают между собой и с другими отраслевыми организациями (напр. с Группой тридцати<sup>219</sup>), занимающимися клирингом и расчетом ценных бумаг.

### CESAME

Первое заседание созданной Европейской комиссией Консультационной и контролирующей группы экспертов по вопросам клиринга и расчетов (CESAME)<sup>220</sup> было проведено 16 июля 2004 г. в Брюсселе. Группа работала при Европейской комиссии, осуществляя консультации по вопросам расчетно-клиринговых систем. В составе CESAME было двадцать высокопоставленных представителей разных, в основном частных, компаний, действующих в расчетно-клиринговом секторе (в т.ч. компании ECSDA) и четыре наблюдателя из избранных публичных органов. В работе группы в качестве главного консультанта по вопросам политики принимал участие Альберто Джованнини<sup>221</sup>. Национальный Банк Польши также имел своего представителя в CESAME. Группа была форумом по сотрудничеству публичного и частного секторов, а ее целью было довести до полной интеграции рынков капитала ЕС таким путем, который был назначен самим рынком,

<sup>216</sup> *Commission communication on Clearing and Settlement in European Union – The way forward.*

<sup>217</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джованнини».

<sup>218</sup> На тему этих групп смотри далее.

<sup>219</sup> См. пункт 3.2.3.1 «Работы Группы тридцати».

<sup>220</sup> *The Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group.*

<sup>221</sup> Доктор Альберто Джованнини является итальянским теоретиком и финансистом, известным на финансовых рынках. Он работал в качестве Deputy General Manager в Banco di Roma, был членом Правления итальянской биржи (АО *Borsa Italiana*) и итальянского депозитария ценных бумаг (АО *Monte Titoli*). Доктор Джованнини сотрудничал также с Институтом Джерома А. Чейзена в институте Columbia Business School.

в том числе, путем устранения барьеров Джioвaннини.<sup>222</sup> Кроме того, задачей CESAME была популяризация информации о развитии процесса интеграции рынка и объяснение необходимости реформировать сектор пост-трейдинговых услуг для обеспечения развития европейского рынка капитала и реализации лиссабонской стратегии.

В связи с тем, что мандат группы CESAME истек в июне 2008 г., была создана новая группа, состоящая из 30 человек, – CESAME II, продолжающая работы по устранению барьеров в проведении расчетно-клиринговых операций трансграничных сделок.

### LCG

Группа по вопросам юридической определенности (LCG)<sup>223</sup> начала свое существование в январе 2005 г. по инициативе ЕК, и в соответствии с планами, представленными в коммюнике Комиссии в 2004 г. Целью деятельности группы является проведение анализа правовых барьеров и юридической неопределенности (*legal uncertainty*), осложняющих гармонизацию европейских расчетных систем и развитие трансграничных услуг в данной области. Группу составляют 30 экспертов в области права из научной среды, публичного и частного сектора, представляющих собственную точку зрения и свои взгляды. Работой группы руководит ЕК.

Задача Группы заключается в проведении глубокого правового анализа проблем, затронутых в вышеуказанном коммюнике и связанных с разработкой дефиниции права собственности на ценные бумаги, зачисленные на счета, которые управляются участниками в разных странах. Особое внимание группа уделяет вопросу отсутствия панъевропейских правовых положений, регулирующих способ реализации прав на ценные бумаги, зарегистрированные на счете компании-посредника, а также существующие в этой области различия в законодательствах государств ЕС (например, разные регуляции относительно определения момента, в котором покупатель считается законным владельцем ценных бумаг), что влияет на отсутствие гармонизации в области реализации операций с ценными бумагами и прав акционеров в разных странах (предмет третьего барьера Джioвaннини<sup>224</sup>). Исходя из своих обязательств, Группа занимается мониторингом работ по Конвенции UNIDROIT. Другие проблемы, анализируемые Группой, это ограничение возможности выбора эмитентом места проведения эмиссии ценных бумаг и другие правовые преграды, перечисленные в отчетах Джioвaннини<sup>225</sup>. Группа разработала следующие документы: *Comparative survey* (26 июля 2006 г.), являющийся сравнительным анализом правовых систем государств ЕС с точки зрения дефиниции понятия ценных бумаг и регуляции способа их учета, а также *The Advice of the Legal Certainty Group* (28 июля 2006 г.) и *Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU* (22 августа

<sup>222</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джioвaннини».

<sup>223</sup> *Legal Certainty Group*.

<sup>224</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джioвaннини».

<sup>225</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джioвaннини».

2008 г.)<sup>226</sup>, определяющий принципы и рекомендации по гармонизации законодательства, регулирующего трансграничное обращение ценных бумаг, находящихся на хранении у посредника в ЕС.

Кроме того, Группа консультирует ЕК по исследованным Группой вопросам и сотрудничает с другими группами, созданными по инициативе Комиссии, такими как FISCO и CESAME, с целью решения проблем, связанных с клирингом и расчетом.

### FISCO

Группа экспертов по вопросам Соответствия налоговых урегулирований в области клиринга и расчетов (FISCO)<sup>227</sup> была создана Европейской комиссией в марте 2005 г. с целью разработки способов преодоления налоговых барьеров, осложняющих клиринг и расчет трансграничных сделок в ЕС. Группу интересуют вопросы, связанные с налогом на доходы от капитала, налогом на доходы от реализации ценных бумаг и налогов на доходы от пост-трейдинговых операций. Группа состоит из 15 высшего класса специалистов по налоговым вопросам из частного сектора и из научной среды. Работы FISCO ведутся под руководством ЕК, по отношению к которой Группа выполняет консультационные обязанности.

К обязанностям Группы, прежде всего, принадлежит: проведение анализа налоговых барьеров, указанных в отчете Дживаннини<sup>228</sup> и на консультации коммюнике Комиссии в 2002 г. (а также идентификация других несоответствий в налоговых правилах, имеющих влияние на проведение клиринга и расчета), оценка их существенности, оценка влияния возможной гармонизации налоговых правил на изменение фискальных доходов в государствах ЕС, а также анализ альтернативных способов обеспечения соответственного уровня налоговых поступлений с одновременным предоставлением всем финансовым учреждениям ЕС возможности конкурировать на равных условиях. Первым шагом на пути к реализации планов Группы было проведение исследования налоговых процедур и налоговых правил, имеющих влияние на клиринг и расчет сделок с ценными бумагами в государствах ЕС<sup>229</sup>. Это исходная точка для анализа возможности унификации региональных налоговых регуляций путем исключения либо уменьшения несоответствий между ними. В октябре 2007 г. FISCO опубликовала свой второй отчет<sup>230</sup> с предложениями по ликвидации налоговых барьеров. На основании этого отчета ЕК планирует издать в начале 2009 г. рекомендации для государств-членов ЕС.

<sup>226</sup> Документы доступны на сайте Группы [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/certainty\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm)

<sup>227</sup> Clearing and Settlement Fiscal Compliance Expert Group.

<sup>228</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Дживаннини».

<sup>229</sup> *First report: Fact-finding study in Fiscal Compliance Procedures Related to Clearing and Settlement within the EU*, опубликованный в апреле 2006 г.

<sup>230</sup> *Second report: Solutions to fiscal compliance barriers related to post-trading within the EU*, опубликованный в октябре 2007 г.

### 3.3.2.3. Белая книга по вопросу политики финансовых услуг на 2005–2010 годы

Кроме доминирующих среди публикаций ЕК коммюнике, Комиссия издает также другие документы, в которых представляет свою позицию по вопросу интеграции финансового рынка ЕС. Это белые книги (*white paper*), являющиеся продолжением зеленых книг (*green paper*). В мае 2005 г. ЕК издала зеленую книгу по вопросу политики финансовых услуг на 2005-2010 г.г.<sup>231</sup>. Решение об издании документа появилось в связи с окончанием срока реализации плана FSAP. Изданная в декабре 2005 г., белая книга по вопросу политики финансовых услуг на 2005-2010 г.г.<sup>232</sup> начеркивает приоритетные меры, которые должны быть предприняты с целью достижения полной интеграции финансового рынка в ЕС. В связи с этим документ указывает на необходимость продолжения процесса, начатого планом FSAP, ликвидации существующих барьеров на европейском рынке капитала и деятельности в пользу развития законодательства ЕС и контроля его реализации в отдельных государствах ЕС<sup>233</sup>. Самое большое внимание в документе уделяется правовым вопросам. Предусматривается, прежде всего, с целью поддержки развития единых правовых оснований европейского рынка капитала, предпринять следующие действия: накопление соответственной информации на интернет-сайтах, анализ соответствия положений, регулирующих проблематику ценных бумаг в отдельных европейских странах, проверка правильности введения законодательства ЕС в законодательства государств-членов ЕС и, в случае обнаружения ошибок, проведение необходимых действий для ликвидации этих ошибок. В качестве базового документа для реализации регулирующих и контролирующих функций рынка капитала Комиссия приняла четырехступенчатую модель, предложенную в отчете Ламфалусси<sup>234</sup>. Проведение каких-либо изменений в законодательстве, в том числе, создание рамочной директивы по вопросу клиринга и расчетов, должно произойти исключительно после проведения открытых консультаций и анализа последствий их внедрения в жизнь. По вопросам надзора ЕК подчеркнула в документе значение сотрудничества, особенно при обмене данными между надзорными органами, действующими на разных рынках ЕС. Кроме того, подчеркнула очень существенную роль участников рынка (*users*) в ведении политики в области финансовых услуг и указала на необходимость увеличения прозрачности и сопоставимости финансовых продуктов, присутствующих на европейском рынке капитала. На международном уровне Комиссия

<sup>231</sup> *Commission Green Paper of 3 May 2005 on Financial Services Policy 2005-2010 (COM(2005) 177 final)*, неопубликованный.

<sup>232</sup> *Commission White Paper of 1 December 2005 on Financial Services Policy 2005-2010 (COM(2005) 629 final)*, неопубликованный.

<sup>233</sup> В этой области белая книга предусматривает составление ежегодных отчетов, а также конечных анализов (*ex-post evaluation*) по всем правотворческим работам с учетом уровня реализации мер, предусмотренных в плане FSAP.

<sup>234</sup> См. пункт 3.3.2.4 «Рапорт Ламфалусси».

объявила об укреплении сотрудничества с США, Японией, Китаем, Россией и Индией с целью создания единых стандартов для мировых рынков капитала. Вместе с этим, ЕК подчеркнула необходимость активного участия представителей ЕС в международных работах групп, т.е. IOSCO или UNIDROIT, где европейские страны должны представлять единые позиции по вопросам, существенным для ЕС.

### ESME

В марте 2006 г. ЕК создала Группу экспертов по вопросам европейского фондового рынка (ESME)<sup>235</sup>, состоящую из 20 человек. Основной задачей Группы является идентификация дефектных правовых решений, которые отрицательно влияют на функционирование фондового рынка, и предложение по этому вопросу соответствующих рекомендаций для ЕК. Кроме того, ESME анализирует функционирование и последствия директив, регулирующих фондовый рынок в практике, и, в случае необходимости, предлагает введение соответствующих изменений. ESME исполняет также консультативные функции по отношению к ЕК. Группа встречается не более 4 раз в году. Группа была создана с целью обеспечения реализации постановлений белой книги, а также является главным элементом реализованного Европейской комиссией с 2001 г. проекта улучшения регуляций (*better regulation*) в области финансовых услуг. Члены группы были избраны из числа высшего класса специалистов в ЕС<sup>236</sup>.

#### 3.3.2.4. Отчет Ламфалусси

В связи с необходимостью реализации Лиссабонской стратегии и плана FSAP, а также в связи с существенными изменениями, происходящими на европейском финансовом рынке (введение общей валюты, развитие трансграничного обращения финансовых инструментов и возникающие на рынке интеграционные инициативы), ECOFIN в июле 2000 г. принял решение о создании комитета независимых экспертов, который должен был помочь ЕК по перечисленным выше вопросам. Комитет, называемый Комитетом мудрецов (Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets), получил обязанности по разработке предложений, позволяющих адаптировать регуляционные действия на уровне ЕС к быстро изменяющимся рыночным условиям. Председателем комитета был назначен Александр Ламфалусси. Начатые в августе 2000 г. работы Комитета проводились в двух этапах. Первый этап, в рамках которого были проведены консультации с представителями ЕК, ЕВС, государств ЕС и представителями рынков, должен был представить общую ситуацию на рынке и свои предварительные решения. Этот этап закончился составлением комитетом ECOFIN в ноябре 2000 г. предварительного

<sup>235</sup> European Securities Markets Expert Group.

<sup>236</sup> Одним из членов ESME является представитель Силезского банка ING.

отчета (называемого далее Предварительным отчетом Ламфалусси)<sup>237</sup>. Второй этап закончился публикацией финального отчета в феврале 2001 г. (называемого далее Отчетом Ламфалусси)<sup>238</sup>.

Финальный отчет включал много рекомендаций, адресованных, прежде всего, ЕК, Европейскому парламенту, Совету Европейского союза и представителям рынков и регуляторов. Отчет рассматривал интеграцию фондового рынка в ЕС. В Отчете, прежде всего, утверждалось, что существующие в ЕС правотворческие процедуры очень медленные, рестрикционные и сложные. Кроме того, некоторые государства внедряют положения европейского права, что приводит к неравному отношению к субъектам в рамках ЕС. В связи с этим в отчете было указано на необходимость введения изменений в правотворческом процессе ЕС, как необходимого условия реализации плана FSAP, и обеспечения четкого и быстрого приспособления положений к изменяющимся условиям на рынке. Во второй главе отчета, названной «Правовая реформа: рекомендации Комитета» была представлена идея четырехступенчатой регуляционной процедуры (*4 level regulatory approach*) по внедрению новых рекомендаций и решений в области интеграции фондового рынка. Данная процедура состоит из:

Уровень 1: проведение, в рамках процедуры общего решения, Европейским парламентом и Советом рамочных регуляций,

Уровень 2: принятие Европейской комиссией мер по реализации проектов при сотрудничестве со специально созданными комитетами (Европейским комитетом по ценным бумагам (European Securities Committee, ESC и CESR) в рамках модифицированной процедуры комитологии, которая должна была быть введена в Трактат, устанавливающий Европейское Сообщество (TWE – TEC),

Уровень 3: координированное CESR внедрение регуляций в странах ЕС,

Уровень 4: мониторинг по внедрению регуляций, принятых вышеуказанным образом в странах ЕС.

Четырехступенчатая процедура была затверждена Советом Европы в марте 2001 г. На этом основании ЕК еще в том же году создал два комитета: ESC и CESR.

### ESC

ЕК признала, что основное значение имеет European Securities Committee (ESC)<sup>239</sup>, которому были доверены функции: регулятивная (на уровне 2, поскольку комитет был создан согласно ст. 202 TEC) и консультативная на уровне 1. и уровне 2. В состав действующего при ЕК комитета входят члены, избранные странами ЕС из числа высокого

<sup>237</sup> *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels*, 9 November 2000.

<sup>238</sup> *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels*, 15 February 2001.

<sup>239</sup> ESC создан по решению ЕК от 6 июня 2001 г. (2001/528/EC).

ранга государственных служащих<sup>240</sup>. Председателем является представитель Генеральной дирекции ЕК по вопросам внутреннего рынка. Комитет, заседания которого проводятся несколько раз в году, действует по принципу коллегиальности, гласности и прозрачности.

### **CESR**

Вторым комитетом, созданным ЕК, является CESR<sup>241</sup>, которому поручены следующие функции: консультационная на уровне 2. четырехступенчатой процедуры и функции независимого комитета регуляторов, обеспечивающего внедрение регуляций ЕС в отдельных странах-членах ЕС на уровне 3. В состав комитета входят лица, управляющие регуляторными органами или надзорными органами рынка капитала в странах-членах ЕС. Председатель, имеющий в ЕС права наблюдателя, избирается членами CESR из их числа. CESR имеет статус независимого консультационного органа при ЕК (остающегося вне процедуры комитологии, предусмотренной в ТЕС). Секретариат комитета расположен в Париже. Члены CESR встречаются не менее 4 раз в году. Раз в году Комитет передает в ЕК, Европейский парламент и Совет Европейского союза отчет о своей деятельности.

### **IIMG**

Четкость и эффективность функционирования процесса Ламфалусси постоянно контролируется согласно рекомендациям отчета Ламфалусси. Надзорная функция за реализацией процесса приделана группам мониторинга, которые созываются на определенный срок и состоят из 6 членов, избранных ЕК, Европейским парламентом и Советом Европейского союза не из числа их членов. На группу каждый раз возлагается обязанность предоставления вышеуказанным учреждениям определенное количество отчетов о реализации задач по интеграции финансового рынка в ЕС в секторах, указанных в постановлении о создании группы. До настоящего времени были созданы две Межинституциональные группы по мониторингу (IIMG)<sup>242</sup>. первая была организована на 2002-2004 г.г., а вторая на 2005-2007 г.г. ЕК обеспечивает группам ведение секретариата.

Кроме представленного выше предложения о четырехступенчатой процедуре, отчет Ламфалусси предлагал много рекомендаций общего характера по: проведению анализа продвижения интеграции европейского финансового рынка, определению барьеров в трансграничном обращении, реализации до конца 2003 г.

<sup>240</sup> С польской стороны в настоящее время это представитель Министерства финансов.

<sup>241</sup> CESR действует вместо функционирующего от 1998 г. Forum of European Securities Commissions (FESCO). В отчете Ламфалусси CESR функционирует под названием European Securities Regulators Committee (ESRC). CESR создан по решению ЕК 6 июня 2001 г. (2001/527/ЕС).

<sup>242</sup> Inter-institutional Monitoring Group.

задач, указанных в отчете и начертанных в плане FSAP, а также по расширению сотрудничества между регуляторами и надзорными органами финансового рынка, действующими в разных странах ЕС. По клирингу и расчетам ценных бумаг отчет рекомендовал продолжение работ по проверке директивы ISD и работ Группы Джioваннини<sup>243</sup>, рассмотрение необходимости введения регуляций по клирингу и расчетам, анализ общих системных проблем в области денежной политики и четкого функционирования систем платежей, и проведение ЕК подробного анализа проблемы конкурентности. Рекомендации Комитета мудрецов по пост-трейдинговым операциям были связаны с убеждением членов группы о необходимости продолжения работ по реструктуризации процессов клиринга и расчета в ЕС. По мнению Комитета, процесс консолидации должен быть осуществлен самим рынком, который определил бы границы процесса, радиус межсистемных связей и, в случае необходимости, возможность создания единого центрального контрагента на европейском рынке капитала. В случае, если бы частный сектор был не в состоянии создать четкодействующую общеевропейскую расчетно-клиринговую систему в установленный срок, то публичный сектор будет обязан предпринять соответствующие меры. Если эта потребность не возникнет, то роль публичных органов будет ограничиваться: обеспечением благоприятных условий для конкурентности, в том числе, благодаря использованию равных критериев по доступу к системе, противодействием монополистическим практикам и устранением других преград в консолидации рынка. При этом было указано, что возможно возникновение необходимости разделить сектор клиринга и сектор расчетов.

#### 3.3.2.5. Отчеты Джioваннини

Среди барьеров, осложняющих создание интегрированной финансовой системы в Европе, отчет Ламфалусси указывал на раздробленность ликвидности рынков и высокие издержки проведения сделок. Особое значение имеют здесь затраты на трансграничные расчеты, вытекающие из многообразия систем заключения сделок, клиринга и расчета. На эту проблему обратила внимание Европейская комиссия, которая поручила исследование причин этой ситуации группе экспертов под руководством Альберто Джioваннини (далее именуемой Группой Джioваннини)<sup>244</sup>, действующей с 1996 г. при Генеральной Дирекции по экономическим и финансовым вопросам Европейской комиссии.

В ноябре 2001 г. Группа опубликовала доклад под заглавием «Решения в области трансграничного клиринга и расчета в Европейском

<sup>243</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчет Джioваннини».

<sup>244</sup> Consultative Group on the Impact of the Euro on European Capital Markets at the European Union.

союзе» (далее именуемый отчетом Джиованнини)<sup>245</sup>, в котором выявила 15 барьеров (далее именуемых барьерами Джиованнини), осложняющих эффективный расчет трансграничных сделок, и вытекающих из различий между национальными рынками. Эти барьеры касались:

- технических требований и рыночной практики – в частности, различий в применяемой информационной технологии, правовых ограничений, вынуждающих инвестора пользоваться национальной депозитарно-расчетно-клиринговой системой, затруднений в непосредственном пользовании расчетными и клиринговыми системами для организаций из других стран, разной продолжительности расчетных циклов, монополии депозитарных организаций в области хранения ценных бумаг, эмитированных в данной стране;
- налоговых процедур – в частности, в некоторых странах существует налог с заключения сделки, непрямым образом инвестор принуждается к тому, чтобы пользоваться расчетной системой, т.к. ей признается монопольное право проводить расчет налога со сделки; сложность и отсутствие связности принципов налогообложения в членских странах;
- юридических аспектов, связанных с неуверенностью инвестора относительно характера причитающихся ему прав из ценных бумаг, хранящихся посредниками в разных странах-членах ЕС – в частности, различное понимание права собственности в членских странах, различия, касающиеся законодательных дефиниций (например, залога, окончательность расчета), разных моментов перенесения права собственности (в момент заключения сделки, в планируемое время расчета или в фактический момент расчета).

В Отчете Джиованнини определен также метод преодоления отдельных видов барьеров – путем действия учреждений, функционирующих на рынке (унификация технических требований и рыночных практик), а также гармонизации юридических систем и урегулирований органами власти стран-членов ЕС (ликвидация барьеров, связанных с налогами и юридическими аспектами расчетов). Ликвидация барьеров в сфере урегулирований – путем гармонизации законодательства в странах-членах ЕС и взаимодействия национальных регуляторов – была признана условием успеха рыночных инициатив.

В апреле 2003 г. Группа Джиованнини представила доклад под заглавием «Второй отчет о решениях в области клиринга и расчета» (именуемый далее Вторым отчетом Джиованнини)<sup>246</sup>. В докладе содержались предложения действий, позволяющих преодолеть в течение 3 лет барьеры, указанные в первом отчете, а также перечислялись учреждения и организации, ответственные за внедрение отдельных решений. Гармонизация принципов, касающихся

<sup>245</sup> *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union.*

<sup>246</sup> *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements.*

времени работы клиринговых и расчетных систем, продолжительности расчетных циклов, протокола системных сообщений, принципов реализации операций с ценными бумагами, а также обеспечения окончательности intra-day трансграничных расчетов, была поручена организациям, объединяющим участников рынка, таким, как Европейская ассоциация центральных депозитариев ECSDA<sup>247</sup>, а также Европейская ассоциация банковского сектора ECSA<sup>248</sup>. Отчет возлагал на правительства стран-членов, координируемых RUE, следующие задания:

- введение законодательных изменений, дающих возможность заграничным финансовым и расчетным организациям предлагать такие же услуги (особенно в области налоговых расчетов), какие предлагают национальные организации,
- гармонизация положений, касающихся окончательности записей на счетах ценных бумаг, а также имплементация директивы FCD,
- ликвидация ограничений, касающихся локализации ценных бумаг, а также места проведения клиринга и расчета (соответствующие положения были затем внесены в директиву MiFID),
- предоставление заграничным инвестиционным фирмам возможности доступа к национальной инфраструктуре рынка капитала.

Доклад указал также на необходимость тесного сотрудничества между учреждениями, образующими рынок капитала, и правительственными и надзорными органами.

Работы, направленные на исключение барьеров Джованнини, занимают ведущее место в процессах, целью которых является гармонизация инфраструктуры рынка капитала в ЕС. Они охватывают как инициативы публичного сектора, так и действия рыночных субъектов, для улучшения эффективности пост-трейдинговых процессов.<sup>249</sup>

### 3.3.2.6. Принятие Code of Conduct и создание Группы мониторинга

Коммюнике Комиссии от 2002 г. содержало предложение разработки директивы, регулирующей депозитарно-расчетно-клиринговые услуги. В результате дискуссии с представителями рынка капитала о целесообразности создания новых урегулирований и возможности заменить их другими решениями в июле 2006 г., Европейская комиссия склонилась к концепции саморегуляции. Она направлена на гармонизацию принципов действия инфраструктуры рынка капитала, а также на повышение конкурентоспособности услуг, связанных с обслуживанием сделок на территории ЕС, что могло бы исключить необходимость разработки директивы. В своем выступлении 11 июля 2006 г. на форуме Европейского парламента, Комиссар по вопросам внутреннего рынка и услуг Чарли МакКриви призвал к разработке

<sup>247</sup> См. пункт 3.3.4.1 «ECSDA».

<sup>248</sup> European Credit Sector Associations.

<sup>249</sup> См. работы CESAME, LCG и FISCO.

соответствующих отраслевых решений в сфере клиринга и расчетов ценных бумаг. В ответ на постулаты Европейской комиссии, организации рыночной инфраструктуры стран ЕС (биржи, клиринговые палаты и центральные депозитариумы) разработали и подписали 7 ноября 2006 г., в присутствии представителей Комиссии, Европейский кодекс поведения в отношении клиринга и урегулирования расчетов (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement, CoC*)<sup>250</sup>.

### МОГ

Для надзора за внедрением Кодекса Еврокомиссия создала Группу мониторинга (Monitoring Group, MOG), в которую вошли представители ЕК, т.е. Генеральной дирекции по вопросам внутреннего рынка, Генеральной дирекции по экономическим и финансовым вопросам, а также Генеральной дирекции по вопросам конкуренции, и представителей ЕЦБ и CESR. Работы группы ведутся под руководством ЕК. Задачей Группы мониторинга является проведение консультаций с участниками рынка капитала (инвесторами, регуляторами, независимыми аудиторами, финансовыми посредниками, а также инфраструктурными учреждениями) и оценка эффективности действия Кодекса.

#### 3.3.2.7. Financial Integration Monitor

В июне 2000 г. СЕ попросил ЕК разработать финансовые показатели для мониторинга финансовых рынков. В июне 2003 г. Еврокомиссия представила на форуме ECOFIN документ, озаглавленный *Tracking financial integration*. Целью предпринятых действий было предложение инструмента, который бы облегчил слежение за процессом интеграции финансового рынка в ЕС, указывал бы вытекающую из этого процесса выгоду, а также намечал цели в соответствии с предпосылками FSAP. В связи с этим, начиная с 2004 г. ЕК публиковала ежегодный отчет *Financial Integration Monitor (FIM)*, который содержит анализ избранных аспектов функционирования финансового рынка в ЕС. В общей сложности были опубликованы три отчета. В 2007 г. формула отчета была изменена – началась публикация *European Financial Integration Report (EFIR)*, в котором обсуждаются вопросы, представляемые до сих пор в FIM, а также вопросы, касающиеся изменений в корпоративном законодательстве, принципов *corporate governance*, принципов бухгалтерского учета и аудита. В отчете описываются, в частности, процессы финансовой интеграции, рыночные структуры, конкурентоспособность, эффективность, инновационность и стабильность финансовых рынков.

Сопоставление избранных организаций в ЕС, которые занимаются проблематикой расчетов и клиринга ценных бумаг представлено в таблице 7.

<sup>250</sup> Подробнее о CoC см. пункт 3.3.4 «Европейские отраслевые инициативы».

Таблица 7. Избранные организации, занимающиеся проблематикой расчетов и клиринга ценных бумаг в Евросоюзе

Краткое название организации	Полное наименование организации	Учреждение, при котором действует организация	Год создания	Характер организации	Инициатива, на основе которой была создана организация
EFC	Economic and Financial Committee	Совет Европейского союза	1998	Консультативный комитет, форум диалога между СЕС и ЕЦБ	Маастрихтский договор
FSC	Financial Services Committee	Совет Европейского союза	2003	Консультативный комитет	Комитет учрежден в результате преобразования группы FSPG, ранее действующей при СЕС
ESC	European Securities Committee	Европейская Комиссия	2001	Консультативный комитет, созданный на основании ст. 202 TWE	Отчет Ламфалусси
CESR	Committee of European Securities Regulators	Европейская Комиссия	2001	Консультативный комитет, форум сотрудничества ЕК с рынком	Отчет Ламфалусси
IIMG	Inter-institutional Monitoring Group	Европейская Комиссия	2002-2004 2005-2007	Временные группы мониторинга	Отчет Ламфалусси
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group	Европейская Комиссия	2004	Группа экспертов	Коммюнике Комиссии от 2004 г.
LCG	Legal Certainty Group	Европейская Комиссия	2005	Группа экспертов	Коммюнике Комиссии от 2004 г.

Краткое название организации	Полное наименование организации	Учреждение, при котором действует организация	Год создания	Характер организации	Инициатива, на основе которой была создана организация
FISCO	Fiscal Compliance Group	Европейская Комиссия	2005	Группа экспертов	Коммюнике Комиссии от 2004 г.
ESME	European Securities Markets Expert Group	Европейская Комиссия	2006	Группа экспертов	Белая книга
MOG	Monitoring Group	Европейская Комиссия	2007	Группа мониторинга	СоС

Источник: Разработка НБП.

### 3.3.3. Европейская система центральных банков и Европейский центральный банк

ЕЦБ вместе с ЕСЦБ был создан 1 июня 1998 г. как правопреемник одновременно ликвидированного, действующего с января 1994 г. Европейского монетарного института (European Monetary Institute, EMI). Начиная с 1 января 1999 г., т.е. с момента начала третьего этапа Экономического и валютного союза и введения общей валюты в ЕС, ЕЦБ ведет денежную политику для стран-членов Евросистемы. Правовой базой общей денежной политики является Трактат об установлении Европейского сообщества, а также его приложение – Устав ЕСЦБ. В соответствии с международным законодательством ЕЦБ имеет юридическое лицо, как публичная организация. В свою очередь ЕСЦБ является системой, в состав которой входит ЕЦБ и национальные центральные банки всех стран-членов ЕС – также не входящих в еврозону. Главным органом, принимающим решения в ЕЦБ, является Управляющий совет<sup>251</sup> (Governing Council), в состав которого входят члены Правления ЕЦБ и президенты центральных банков стран – членов Евросистемы. Совет собирается 2 раза в месяц. За реализацию политики, намеченной Управляющим советом, отвечает Правление (Executive Board), состоящее из 6 членов, в том числе председателя и заместителя председателя, назначаемых совместно странами-членами

<sup>251</sup> По-польски именуется «Rada Zarządzająca».

Евросистемы. До момента принятия общей валюты всеми странами-членами ЕС, в ЕЦБ будет функционировать Генеральный совет<sup>252</sup> (General Council), состоящий из президента и вице-президента ЕЦБ и президентов всех центральных банков стран-членов ЕС. Кроме ведения денежной политики Евросистемы, к основным заданиям ЕЦБ относятся: обеспечение четкого и безопасного функционирования платежных систем, а также забота о стабильности финансовой системы ЕС, а также эмиссия банкнот, управление валютными резервами, валютные операции и сбор статистических данных.

ЕСЦБ в сфере пост-трейдинговых услуг играет несколько ролей. Во-первых, осуществляет надзор за системами клиринга и расчета в значении *oversight*<sup>253</sup>. Во-вторых, входящие в систему центробанки используют депозитарно-расчетно-клиринговую инфраструктуру для реализации собственных задач. В-третьих, сами принимают активное участие в создании этой инфраструктуры. В-четвертых, поддерживают безопасность и эффективность пост-трейдинговых услуг на рынке ЕС.

### 3.3.3.1. Надзорная роль ЕСЦБ

Евросистема осуществляет надзор в значении *oversight* за системами клиринга и расчета ценных бумаг. Обоснованием являются 4 главные причины:

1. Учитывая огромное количество и стоимость платежей, осуществляемых через системы расчета ценных бумаг (СРЦБ), они могут существенно влиять на безопасность и эффективность функционирования систем платежей. В соответствии с Трактатом об установлении Европейского сообщества, Евросистема отвечает за надзор над системами платежей, а так как они тесно связаны с СРЦБ, появилась необходимость охватить эти системы также надзором Евросистемы.
2. В соответствии с Трактатом об установлении Европейского сообщества Евросистема может предоставлять кредиты только при условии получения «соответствующего обеспечения». В связи с этим неправильное функционирование инфраструктуры ценных бумаг могло бы отрицательно повлиять на способность Евросистемы к проведению операций денежной политики, а также на действие системы TARGET<sup>254</sup>.

<sup>252</sup> По-польски именуется «Rada Generalna».

<sup>253</sup> Системный надзор (*oversight*) в соответствии с дефиницией Банка международных расчетов означает: «публичную деятельность, направленную, прежде всего, на поддержку безопасности и безотказной работы платежных систем, а также систем расчета ценных бумаг, а также особенно на ограничение системного риска».

<sup>254</sup> См. пункт 3.3.3.3 «Участие ЕСЦБ в создании пост-трейдинговой инфраструктуры».

3. Безопасность и эффективность пост-трейдинговой инфраструктуры в еврозоне важны для обеспечения финансовой стабильности, доверия участников рынка и доверия к валюте.
4. Большинству национальных центральных банков, составляющих интегральную часть Евросистемы национальное законодательство дало прямые полномочия на осуществление надзора *oversight* за СРЦБ.

Надзорная деятельность центральных банков ЕС в области СРЦБ не была непосредственно урегулирована в актах, регулирующих функционирование ЕСЦБ, т.е. в Трактате об установлении Европейского сообщества и Уставе ЕСЦБ, вероятно, потому, что осознание значения этих систем для реализации заданий центральных банков пришло поздно. В связи с этим, правовая база для осуществления надзора в значении *oversight* над СРЦБ вытекает из статьи 105(2) Трактата об установлении Европейского сообщества, который – в качестве основного задания Евросистемы – указывает на продвижение четкого функционирования систем платежа, а также из статьи 22 Устава ЕСЦБ, уполномочивающей ЕЦБ и центральные банки ЕС предпринимать действия, а ЕЦБ издавать урегулирования, направленные на безопасность и эффективность расчетных систем и систем платежа в рамках Сообщества и с другими странами.

Информация о правовой базе, а также практических аспектах осуществления надзора над СРЦБ со стороны отдельных центральных банков ЕС, в том числе НБП, представлена в пунктах 1.2.8 и 2.1.2.3.

### 3.3.3.2. ЕСЦБ как пользователь пост-трейдинговой инфраструктуры

Учитывая проведение операций денежной политики, а также предоставление кредита *intra day* в системе TARGET2 Евросистема заинтересована в том, чтобы предохранять свою деятельность от убытков и отсутствия возможности эффективно выполнять задания. В связи с этим Евросистема проводит кредитные операции исключительно с квалифицированными контрагентами (*eligible counterparties*), только после получения квалифицированного обеспечения (*eligible collateral*)<sup>255</sup> и только с использованием

<sup>255</sup> Кроме ценных бумаг и других финансовых инструментов, это могут быть также обязательственные требования, в том числе с 1 января 2007 г. банковские ссуды (*credit claims*). Принципы выбора надлежащих имущественных ценностей, в том числе ценных бумаг, отвечающих самым высоким кредитным стандартам, были определены ECAF (*Eurosystem credit assessment framework*). При оценке учитываются: кредитная оценка, проведенная внешними организациями кредитной оценки (*external credit assessment institutions*, ECAI, в настоящее время Евросистема использует оценки Fitch Ratings, Moody's и Standard & Poor's), собственная оценка центробанка (*In-house credit assessment systems*, ICAS, в настоящее время ее ведут центральные банки Германии, Испании, Франции, Австрии и Ирландии), собственные системы оценки сторон (*internal ratings-based systems*, IRB), а также инструменты оценки, предоставленные третьими лицами (*rating tools*, RT). Указание избранных имущественных ценностей, как предмета обеспечения кредитных операций в ЕСЦБ, ставит перед собой задачу минимизации кредитного риска благодаря обеспечению надлежащего качества.

квалифицированных СРЦБ (*eligible systems*) и связей между ними (*eligible links*).

Для оценки СРЦБ и связей между ними с точки зрения безопасности и эффективности расчета кредитных операций, в 1998 г., в соответствии с повсеместно принятыми международными стандартами, были разработаны 9 стандартов пользователя (*User standards*), представленные в документе под заглавием «Стандарты использования систем расчета ценных бумаг в ЕС в кредитных операциях ЕЦБ».<sup>256</sup> Соблюдение этих стандартов со стороны СРЦБ или связей между ними в значительной мере помогает исключить риск, связанный с расчетом кредитных операций и хранением обеспечения во время проведения этих операций. В частности, эти стандарты относятся к юридическим аспектам функционирования СРЦБ, ведения расчета в деньгах центрального банка, принципов депонирования и хранения ценных бумаг, надзора за СРЦБ со стороны соответствующих властей, методов управления различными видами риска, окончательности расчета сделки в течение операционного дня, операционных часов и дней СРЦБ, а также защиты от операционного риска.

На основании представленных выше стандартов проводятся регулярные оценки функционирования СРЦБ и связей между ними в еврозоне по специально разработанной методологии. В оценке СРЦБ и связей между ними принимают участие как операторы этих систем, так и центральные банки из данной страны, а затем эта оценка перепроверяется назначенным центральным банком из другой страны еврозоны. На последнем этапе ЕЦБ сравнивает результаты оценки обоих центральных банков и разрабатывает отчет, в котором – в случае необходимости – могут содержаться рекомендации для СРЦБ. Весь отчет утверждается Управляющим советом, а выполнение рекомендаций системой РЦБ является условием для ее использования в кредитных операциях Евросистемы. Системы и связи, отвечающие представленным стандартам, вносятся в перечень систем (*eligible systems*) и связей (*eligible links*), которые могут использоваться для проведения кредитных операций ЕЦБ. Этот перечень ЕЦБ публикует на своем сайте.

В 2003-2004 г.г. по инициативе ЕЦБ была проведена неофициальная оценка систем РЦБ (SKARBNET) и АО НДЦБ с точки зрения *User standards*. Целью проведения оценки была подготовка СРЦБ из новых государств ЕС к расчетам кредитных операций ЕЦБ. Результаты показали, что обе системы в большой мере соблюдают *User standards*, а по тем вопросам, которые требовали гармонизации, было дано несколько рекомендаций. В 2005 г. была проведена аналогичная оценка связи между СРЦБ, которую ведет АО НДЦБ, и австрийской СРЦБ, которую ведет Oesterreichische Kontrollbank AG (ОеКВ). Отчет, который ЕЦБ представил в июне 2005 г., гласит, что связь между НДЦБ и ОеКВ полностью соответствует *User standards*, в связи с этим не было

<sup>256</sup> *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, январь 1998 г.

дано никаких рекомендаций. Эта оценка также имела неформальный характер. Прежде чем системы РЦБ и АО НДЦБ, а также связь, существующая между НДЦБ и ОеКВ (или другие связи, которые создал или создаст в будущем АО НДЦБ) смогут использоваться в кредитных операциях Евросистемы, надо будет провести формальную оценку, которая должна быть сделана непосредственно перед вступлением Польши в еврозону.

### 3.3.3.3. Участие ЕСЦБ в создании пост-трейдинговой инфраструктуры

Уже много лет ЕСЦБ играет существенную роль в создании инфраструктуры систем платежей и систем расчетов ценных бумаг. В области платежных систем центральные банки организовали в своих структурах системы, действующие по принципу валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS), обеспечивающие безопасный и эффективный расчет национальных платежей больших сумм в деньгах центрального банка. Что касается ценных бумаг, во многих центральных банках ЕС были созданы депозитарии ценных бумаг, предназначенные для хранения казначейских ценных бумаг, или бумаг, эмитируемых центральным банком, а также расчета сделок, заключаемых с этими бумагами, главным образом, операций денежной политики. В связи с введением евро, ЕСЦБ приняла участие в создании инфраструктуры, обслуживающей всю Евросистему.

#### TARGET/TARGET2

Вместе с началом реализации третьего этапа Экономического и валютного союза и введения евро как общей валюты в январе 1999 г. начала функционирование созданная ЕСЦБ трансевропейская автоматизированная экспресс-система валовых расчетов в режиме реального времени (TARGET)<sup>257</sup>. Решение о ее разработке было продиктовано необходимостью создания надежного и эффективного инструментария для проведения операций совместной денежной политики, а также механизмов, гарантирующих четкое и безопасное проведение платежей в евро. Система TARGET была децентрализованной, как с юридической, так и технической точки зрения. В ее состав входили системы RTGS в центральных банках отдельных стран-членов Евросистемы, Дании, Швеции, Великобритании, а также так называемый европейский платежный механизм EPM Европейского центрального банка, связанные между собой сетью *Interlinking*. Коммуникация в рамках сети базировалась на стандартах SWIFT. Участие в системе TARGET было обязательным для центральных банков тех стран-членов ЕС, которые приняли евро в качестве национальной валюты. Участниками системы TARGET могли быть также кредитные учреждения Европейской

<sup>257</sup> *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.*

экономической зоны, подлежащие надзору<sup>258</sup>. В порядке исключения<sup>259</sup>, с согласия компетентного центрального банка, участниками национальной системы RTGS могут быть следующие субъекты:

- министерства государственной казны или отвечающие им органы центральных или региональных органов власти стран-членов, действующие на денежных рынках,
- учреждения публичного сектора стран-членов, имеющие право вести счета для клиентов,
- инвестиционные учреждения,
- учреждения, предоставляющие расчетные или клиринговые услуги, подлежащие надзору соответствующих властей,
- центральные банки, имеющие местонахождение в ЕС, системы RTGS которых не были соединены с системой TARGET.

Структура участия в системе TARGET была двухступенчатой. Прямым участником был участник, имеющий счет RTGS в евро в центральном банке. Непрямыми участниками были участники, имеющие счета в евро у прямого участника, который в данном случае выполнял для них функцию расчетного банка (*settlement bank*).

В марте 2005 г. к системе TARGET присоединился НБП при посредничестве Banca d'Italia, а в ноябре 2006 г. центральный банк Эстонии – также при посредничестве итальянского центрального банка – по принципу добровольности. Центральный банк Словении присоединился к TARGET через Deutsche Bundesbank вместе с принятием евро в качестве национальной валюты в январе 2007 г. Также в начале 2007 г. центральный банк Швеции, в результате ранее принятого решения, перестал быть участником этой системы.

TARGET с самого начала имел огромное значение. Он стал одной из крупнейших систем в мире по расчету крупных платежей. В 2007 г. более 10 тысяч банков, включая отделения и филиалы, пользовались услугами системы TARGET, а рассчитанные в ней платежи попадали в 52 с лишним тысячи банков во всем мире. В этом же году система обработала более 93 млн. сделок стоимостью почти 617 миллиардов евро, что составляло 61% количества платежей 89% стоимости всех платежей, обработанных всеми системами крупных платежей в евро. Итак, TARGET играл огромную роль в продвижении интегрированного денежного рынка еврозоны, что было основой эффективного ведения

<sup>258</sup> В понимании ст. 1 абз. 1 директивы Европейского парламента и Совета от 20 марта 2000 г. по вопросу начала и ведения деятельности кредитными учреждениями (Официальный вестник ЕС № L 126 от 26 мая 2000 г. с. 0001-0059).

<sup>259</sup> С оговоркой ст. 7 абз. 1 *Рекомендаций Европейского центрального банка от 30 декабря 2005 г. по вопросу трансъевропейской автоматизированной экспресс-системы валовых расчетов в режиме реального времени (TARGET) (EBC/2005/16)*, который звучит: «Руководство, управление и контроль за системой TARGET входят в компетенцию Управляющего совета ЕЦБ. Управляющий совет может определять принципы и условия, на которых трансграничные платежные системы, иные, чем национальные системы RTGS, могут пользоваться трансграничной инфраструктурой системы TARGET или быть с нею связаны».

общей денежной политики и содействовало интеграции финансовых рынков еврозоны<sup>260</sup>.

В связи с планируемым расширением ЕС, с целью углубления гармонизации в области расчетов, а также дальнейшего усовершенствования и упрощения трансферта платежей в евро, в октябре 2002 г. Управляющий совет ЕЦБ принял решение о начале работы над новой системой – TARGET2, которая должна была заменить систему TARGET. Эта система начала функционировать 19 ноября 2007 г. и в течение полугодия, т.е. до 18 мая 2008 г., действовала параллельно с системой TARGET. Решение о постепенном переходе участников в системы TARGET к системе TARGET2 (в трех группах, ежеквартально) было продиктовано стремлением к минимизации системного риска, который мог бы появиться, если бы систему TARGET полностью заменил системой TARGET2 в течение одного дня.

С юридической точки зрения система TARGET2 продолжает оставаться децентрализованной. Но с технической точки зрения, в отличие от предшествующей, эта система является централизованной, базирующейся на единой общей платформе (SSP)<sup>261</sup>. SSP имеет модульную структуру. Пользование некоторыми модулями (например, платежным модулем – *Payment Module (PM)*) является для участников обязательным, другими же – добровольным. Коммуникация в системе базируется на SWIFT.

Структура участия в системе TARGET2 является двухступенчатой. Субъектами, уполномоченными к непосредственному участию в системе, кроме центральных банков стран-членов ЕС, являются<sup>262</sup>:

- а) кредитные организации с местонахождением в Европейской экономической зоне, также в том случае, если действуют через отделение с местонахождением в Европейской экономической зоне;
- б) кредитные организации, имеющие местонахождение за пределами ЕЭЗ, если действуют через отделение с местонахождением в Европейской экономической зоне.

Прямыми участниками системы TARGET2 могут быть также, с согласия компетентного центрального банка, субъекты, предоставляющие клиринговые или расчетные услуги, с местонахождением в ЕЭЗ, и подлежащие системному надзору компетентного органа. В системе TARGET2 каждый прямой участник имеет счет в платежном модуле (PM) на единой платежной платформе (SSP). Непрямым участником системы TARGET2 может быть кредитная организация с местопребыванием в ЕЭЗ, которая заключила с прямым участником договор об отправлении платежных поручений и получении

<sup>260</sup> TARGET Annual Report 2007.

<sup>261</sup> Single Shared Platform. SSP была разработана и обслуживается совместно центральными банками Германии, Италии и Франции (так наз. ЗСВ), которые представили в этой области соответствующее предложение, принятое Управляющим советом ЕЦБ в декабре 2004 г.

<sup>262</sup> Среди центральных банков ЕС, не входящих в Евросистему, т.е. не обязанных участвовать в системе TARGET2, решение об участии в этой системе приняли центральные банки Кипра, Дании, Эстонии, Литвы, Латвии, Мальты и Польши.

платежей через счет в РМ данного прямого участника, и которая была признана непрямым участником. Непрямой участник имеет счет у прямого участника, который от его имени направляет платежные поручения в систему TARGET2 и получает их из этой системы<sup>263</sup>.

Кроме участия (прямого или непрямого) существуют две другие возможности доступа к системе TARGET2:

- Многоадресный доступ. Это решение обеспечивает кредитным организациям, имеющим местопребывание в ЕЭЗ, или их отделениям доступ к системе TARGET2, путем отправления платежных поручений или получения платежей непосредственно в этой системе. Указанные субъекты уполномочены направлять платежные поручения при посредничестве счета в РМ прямого участника, без его участия.
- Статус владельца адресного международного банковского идентификационного кода (Bank Identifier Code BIC)<sup>264</sup>. Такой статус может получить субъект, который не зарегистрирован, как не прямой участник, но имеет BIC, а также есть корреспондентом или клиентом прямого участника, или отделением прямого участника, или непрямого участника, и может направлять платежные поручения в систему TARGET2, а также получать платежи из этой системы при посредничестве прямого участника.

С технической точки зрения многоадресный доступ и статус владельца адреса BIC дают участникам такие же возможности проведения расчетов через систему TARGET2, как и прямое и не прямое участие в этой системе. Однако, с юридической точки зрения, субъекты, пользующиеся такими возможностями, не будучи участниками системы TARGET2, не имеют прав, вытекающих из статуса участника, в частности, их не касается директива об окончательности расчетов.

По сравнению с системой TARGET в системе TARGET2 существует расширенный механизм управления ликвидностью. Его сутью является возможность образования группой субъектов общего резерва ликвидности. Это дает возможность участникам группы эффективно управлять ликвидностью, а также минимизировать издержки, связанные с участием в системе TARGET2.

Плата за обслуживание единичной сделки в TARGET2 составляет от 85 евроцентов до 17,5 евроцента (в одном из двух вариантов тарифов в TARGET2, так же, как в TARGET, применяется дегрессивная шкала оплат, т.е. чем больше платежей участник пришлет для расчета, тем ниже будет оплата за реализацию единичного платежа).

Введение системы TARGET2 имеет большое значение для функционирования СРЦБ. СРЦБ участвовали в системе TARGET через

<sup>263</sup> Согласно решению Управляющего совета ЕЦБ, центральные банки, как прямые участники, могут быть посредниками в доступе к системе TARGET2 только в течение так наз. переходного периода, который будет длиться 4 года от даты перехода определенного центрального банка на SSP.

<sup>264</sup> BIC – *Bank Identifier Code* – уникальный идентификатор субъекта в SWIFT.

центральные банки отдельных членских стран, как прямые участники локальных систем RTGS. В системе TARGET2 СРЦБ могут быть прямыми участниками, как так наз. внешние системы (*Ancillary Systems, AS*). Связь с SSP в этом случае они получают или с помощью специального интерфейса (*Ancillary System Interface, ASI*), или через обычный интерфейс пользователя (*Payment Interface, PI*). Прямое участие СРЦБ в TARGET2, и особенно размещение их счета непосредственно на SSP, в значительной мере облегчило проведение денежного расчета по трансграничным сделкам. TARGET2 дает СРЦБ техническую возможность направлять в рамках расчетных сессий платежи как своим национальным участникам, так и своим участникам, имеющим местопребывание в других странах, а также на денежный счет в SSP в рамках другой платежной зоны. Эта функция может помочь в развитии связей типа DvP между национальными депозитариями ценных бумаг. Кроме того, TARGET2 ввел новую – по сравнению с системой TARGET – функцию, дающую возможность денежного расчета сделки в рамках обработки в ночное время в депозитарии ценных бумаг в деньгах центрального банка. С технической точки зрения внедрение новой системы TARGET2, несомненно, оказало существенное влияние на эффективность денежных расчетов, проводимых в рамках СРЦБ.

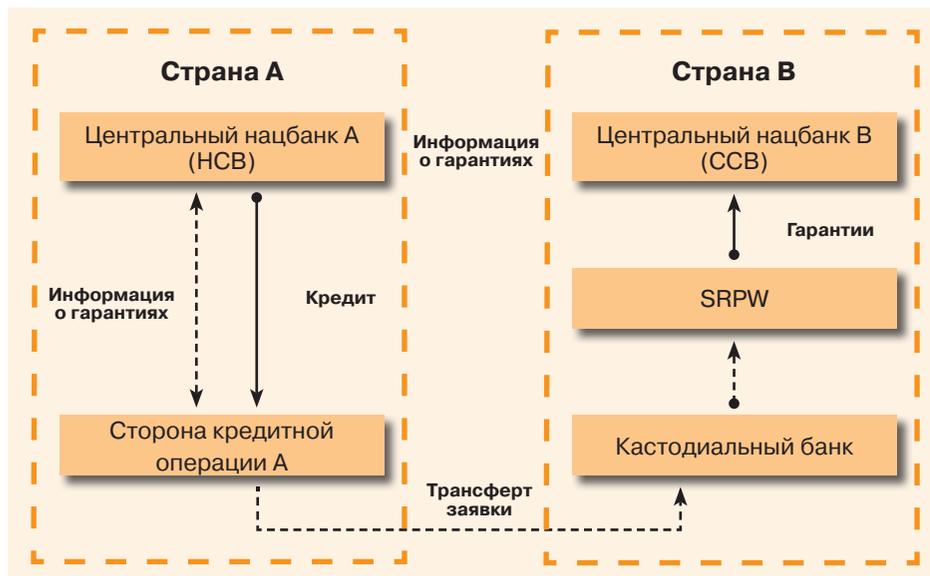
TARGET2 перенял функцию системы TARGET в обслуживании крупных платежей в еврозоне. Учитывая ее более гармонизированный характер, а также современность решений, которые там использованы, есть прогнозы, что система в еще большей степени будет содействовать интеграции европейских финансовых рынков.

### ССВМ/ССВМ2

Для возможности трансграничного использования обеспечений в кредитных операциях Евросистемы, а также для нужд кредита *intra-day*, предоставляемого центральными банками в рамках системы TARGET, 4 января 1999 г. была введена так наз. модель центральных банков корреспондентов (*Correspondent Central Banking Model, ССВМ*). Создание ССВМ было связано с введенным в рамках Евросистемы ограничением, состоящим в том, что для нужд кредитных операций банки могут брать кредит исключительно в национальных центральных банках. ССВМ обеспечил контрагентам кредитных операций возможность использовать в качестве обеспечения все имеющиеся у них приемлемые активы, независимо от того, в какой стране Евросистемы они депонированы.

Итак, ССВМ дает возможность получить кредит в евро и национального центрального банка (*Home Central Bank, НСВ*) под обеспечение в ценных бумагах, находящихся на счете в заграничном центральном банке (*Correspondent Central Bank, ССВ*). Для того, чтобы ССВ мог хранить обеспечение кредитной операции от имени НСВ, сторона кредитной операции должна предварительно поручить трансферт активов, которые являются предметом обеспечения, со своего счета в СРЦБ, функционирующей в стране ССВ, на счет в ССВ.

Схема 4. Схема функционирования ССВМ



Источник: На основе схемы, разработанной ЕЦБ.

Используя ССВМ, стороны должны отдавать себе отчет в существовании в отдельных странах-членах ЕС различных форм обеспечения (залог, *репо*), а также разных методов хранения ценных бумаг, и в применении разных процедур действия в отдельных СРЦБ.

ССВМ был первоначально введен на 5 лет, до момента выработки участниками рынка альтернативного решения. Из-за отсутствия таких инициатив функционирование ССВМ было продлено на следующие 5 лет. В настоящее время единственной альтернативой для ССВМ является использование для установления трансграничного обеспечения приемлемых межсистемных связей (*eligible links*), то есть таких, которые получили положительную оценку с точки зрения соблюдения *User standards*<sup>265</sup>. До сих пор использование ССВМ в несколько раз превышало использование *eligible links*. В декабре 2007 г. трансграничные обеспечения, переданные при посредничестве ССВМ, составляли 39,62% всех обеспечений в кредитных операциях Евросистемы. Что же касается *eligible links*, это число составило 8,89% (51,48% обеспечений составляли локальные обеспечения)<sup>266</sup>.

Поскольку у ССВМ есть много недостатков (прежде всего, различный уровень автоматизации в отдельных центральных банках, несоответствие процедур системы с локальными процедурами, а также отсутствие стандартизации) в марте 2007 г. Управляющий совет ЕЦБ приняла решение приступить к разработке новой системы управления

<sup>265</sup> См. пункт 3.3.3.2 «ЕЦБ как пользователь пост-трейдинговой инфраструктуры».

<sup>266</sup> European Central Bank, Blue Book: *Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.

обеспечениями, которая получила название ССВМ2 (*Collateral Central Bank Management*). ССВМ2 будет обслуживать как локальные, так и заграничные обеспечения, охватывая все виды приемлемых обеспечений (ССВМ обслуживает исключительно трансграничные обеспечения). По прогнозам, ССВМ2 можно будет использовать также в других целях, чем кредитные операции Евросистемы.

В соответствии с концепцией новая система будет иметь форму общей платформы, для создания которой будут использованы уже существующие системы, т.е. совместная система управления обеспечениями центральных банков Бельгии и Голландии. Итак, ССВМ2 будет централизованной системой, но сохранит децентрализованные бизнес-отношения между центральными банками и их контрагентами в кредитных операциях. Планируется, что участие в ССВМ2 будет добровольным.

ССВМ2 будет характеризоваться очень высокой степенью гармонизации благодаря предоставлению единого уровня услуг для всех приемлемых активов, единого интерфейса с пользователями, основанного на стандартах SWIFT, и единой структуры оплат за свои услуги.

ССВМ2 должен повысить эффективность использования обеспечений в кредитных операциях Евросистемы в результате использования уже существующей консолидированной системы, действия в режиме реального времени на принципах STP и полной совместимости с другими новыми системами, т.е. TARGET2 и TARGET2-Securities (работы над проектом будут вестись параллельно с работами над T2S). По прогнозам, ССВМ2 будет внедрен вместе с TARGET2-Securities, т.е. в 2013 г., или ранее.

#### TARGET2-Securities

В связи с внедрением TARGET2 в Евросистеме начала рассматриваться возможность использования его функции для обеспечения безопасного и четкого расчета сделок с ценными бумагами в денежных средствах центрального банка на общей платформе. В июле 2006 г. Управляющий совет ЕЦБ принял решение начать публичные консультации по основным предпосылкам проекта новой системы, которая получила название TARGET2-Securities (T2S). 8 марта 2007 г. Управляющий совет принял решение о начале реализации первого этапа проекта, который охватывал консультации по определению требований пользователя (*T2S user requirements*).

Целью проекта T2S является создание технической платформы для расчета сделок с ценными бумагами, которая не является европейским центральным депозитарием ценных бумаг.

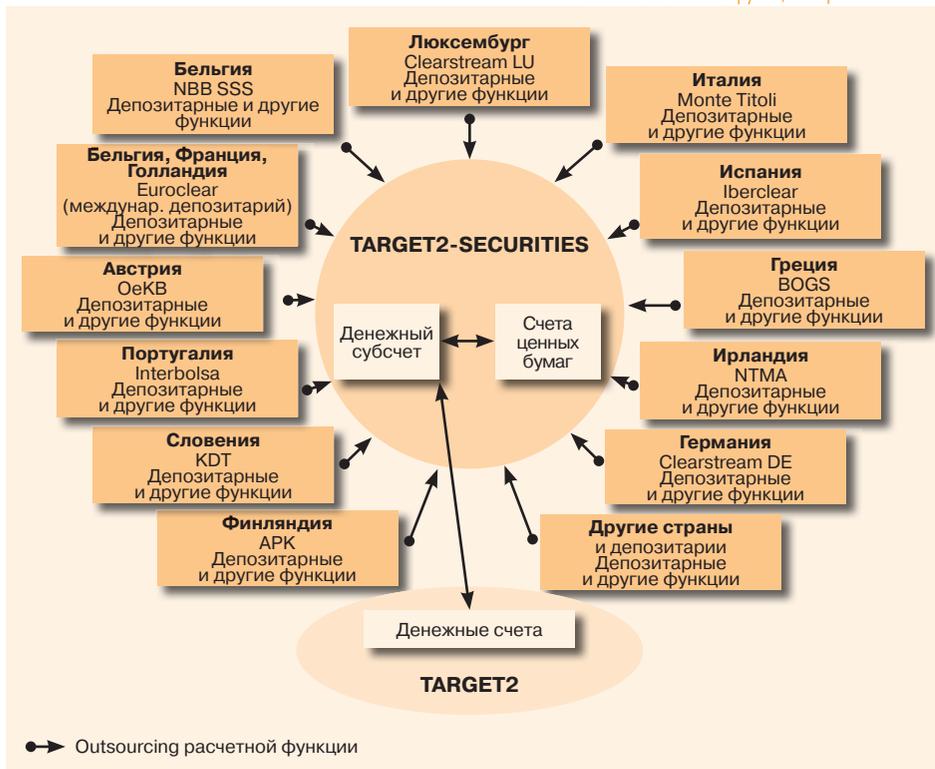
В соответствии с основными предпосылками проекта расчетная функция центральных депозитариев ЦБ, которые присоединятся к системе, касающаяся финансовых инструментов, обозначенных кодами ISIN, зарегистрированных на ведущихся у них счетах, будет перенесена – по принципу *outsourcing* – на платформу T2S. Центральные депозитарии будут продолжать реализовать депозитарную функцию, в том числе обслуживание прав по ценным бумагам, а также

предоставлять другие услуги. Заданием центральных депозитариев будет также предоставление информации для баз данных, необходимых для расчета в T2S. Участие в системе будет добровольным.

Расчет в T2S будет проводиться по принципу FoP и DvP в соответствии с Моделью 1 BIS, оснащенной дополнительно механизмом оптимизации (технический неттинг и использование других алгоритмов) и так наз. механизм рециклинга<sup>267</sup>. Система будет функционировать в дневном (в соответствии с графиком системы TARGET2) и ночном режимах.

Центральные банки будут управлять доступом участников центральных депозитариев к денежным средствам центрального банка. В T2S будут открываться и вестись денежные счета, как привязанные денежные субсчета системы TARGET2, что обеспечит расчет в ценных бумагах и денежных средствах на одной платформе<sup>268</sup>. В принципе T2S будет обслуживать сделки, расчет по которым происходит в евро. В случае появления потребности на данном рынке можно будет также проводить расчет в других валютах, при условии, что центральный банк, компетентный для данной валюты, возьмет на себя ответственность за денежный расчет.

Схема 5. Схема функционирования T2S



Источник: На основе схемы, разработанной ЕЦБ.

<sup>267</sup> Это механизм, который дает возможность продолжать обработку инструкций, расчет которых не удался в первый раз. Механизм, предусмотренный в рамках T2S, даст возможность обрабатывать такие заявки также на следующий операционный день.

<sup>268</sup> Обе системы должны действовать на одной и той же технической платформе.

Работы над проектом должны продлиться от 4 до 6 лет, и будут вестись в 3 этапах: разработка требований пользователя и первого проекта Детальных функциональных спецификаций (DFS)<sup>269</sup>, разработка и внедрение системы, в том числе финализация DFS и проведение тестирования, а также проведение испытаний и перенесение данных и функций в систему (работы будут вестись с IV квартала 2010 г. до I квартала 2013 г.). Работы над T2S ведутся Евросистемой в тесном взаимодействии с участниками рынка, т.е. с депозитариями ценных бумаг, банками и другими учреждениями, связанными с пост-трейдинговой инфраструктурой.

ЕЦБ надеется, что реализация проекта T2S будет содействовать интеграции уже существующих СРЦБ, обеспечит гармонизованный расчет в денежных средствах центрального банка в ЕС, и уменьшит издержки проведения расчетов по сделкам. В частности, ЕЦБ предусматривает, что расчет трансграничных сделок станет таким же эффективным, как и расчеты локальных сделок, будут применяться единые расчетные оплаты, улучшатся условия конкурентоспособности между центральными депозитариями ценных бумаг, эмитенты получат более широкий доступ к инвесторам, и в то же время инвесторы приобретут более дешевый доступ к иностранным финансовым инструментам, благодаря чему у них появятся дополнительные возможности диверсификации портфелей.

#### **3.3.3.4. Роль ЕСЦБ в популяризации безопасности и эффективности расчетов и клиринга**

Кроме надзора за системами клиринга и расчетов, использованием пост-трейдинговой инфраструктуры для реализации собственных заданий, а также участием в создании расчетно-клиринговой инфраструктуры, ЕСЦБ играет также огромную роль в популяризации интеграции на финансовом рынке, в том числе повышения безопасности и эффективности клиринга и расчетов сделок, предметом которых являются ценные бумаги. С этой целью ЕСЦБ принимает активное участие во многих панъевропейских инициативах (например, в ликвидации барьеров Джиованнини<sup>270</sup>, разработке стандартов ЕСЦБ-CESR / Комитет европейских регуляторов ценных бумаг/), тесно взаимодействует с различными организациями ЕС (например, KE, CESR), а также с участниками рынка (депозитарии, центральные контрагенты, банки, ассоциации субъектов, связанных с клирингом и расчетом), а также популяризирует знания на тему клиринга и расчетов с помощью многочисленных публикаций (например, *Blue Book*). Примеры таких действий представлены ниже.

<sup>269</sup> *Detailed Functional Specifications*.

<sup>270</sup> См. пункт 3.3.2.5 «Отчеты Джиованнини».

### Стандарты ESBC-CESR

В октябре 2001 г. ESBC и CESR приняли решение о взаимодействии в области клиринга и расчета ценных бумаг. В результате была создана совместная Рабочая группа ESBC-CESR (далее именуемая Группой), в которую вошли представители центральных банков отдельных стран-членов ЕС и ЕЦБ, а также CESR. В работах Группы в качестве наблюдателей участвовали: ЕК, Комитет банковского надзора (Banking Supervision Committee, BSC) и Европейский комитет банковского надзора (Committee of European Banking Supervisors, CEBS). Кроме того, Группа тесно взаимодействовала с участниками рынка, в частности, путем проведения публичных консультаций. На Группу были возложены обязанности разработки единых стандартов для субъектов, предоставляющих услуги в области клиринга и расчетов в ЕС на основе существующих международных рекомендаций CPS-S-IOSCO, которые в ходе работ должны были быть адаптированы к европейским условиям. В сентябре 2004 г. Группа завершила работу над документом, озаглавленным «Стандарты клиринга и расчетов ценных бумаг в Европейском союзе»<sup>271</sup>, который был опубликован на сайте ЕЦБ. Этот документ был посвящен, главным образом, стандартам для центральных депозитариев ценных бумаг. Затем Группа, в состав которой дополнительно вошли представители новых государств-членов ЕС, приступила к разработке методологии оценки соблюдения вышеупомянутых стандартов, а также адаптации к европейским условиям стандартов для центральных контрагентов, а также методологии оценки их соблюдения. В рамках этих работ члены Группы были разделены на подгруппы, занимающиеся отдельными аспектами стандартов и методологии оценки их соблюдения. Представители НБП участвовали в работах Рабочей группы ESBC-CESR, в подгруппе по вопросам центрального контрагента, а также в подгруппе по вопросам надзора. Кроме того, представитель тогдашней Комиссии по ценным бумагам и биржам принимал участие в трудах Рабочей группы ESBC-CESR. В октябре 2005 г., когда работы по созданию стандартов приближались к концу, было принято решение об их приостановлении. Это произошло в результате некоторых существенных разногласий (касавшихся статуса центральных депозитариев ценных бумаг, а также того, должны ли эти стандарты охватывать также банки-кастодианы), а также формальных (касающихся процедур установления урегулированных в ЕС), с которыми выступили некоторые страны-члены ЕС.

Работы над стандартами ESBC-CESR были приостановлены, главным образом, в связи с предложением ЕК, которое было представлено в двух коммюнике от 2002 и 2004 г., введения директивы в области клиринга и расчетов. В конце концов, ЕК приняла решение не внедрять директиву, а участники рынка в 2006 г. приняли *Code of Conduct*<sup>272</sup>. В связи с этим в 2007 г. ЕК и ЕЦБ предложили принять

<sup>271</sup> *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, сентябрь 2004 г.

<sup>272</sup> См. пункт 3.3.4.4 «Code of Conduct».

компромиссное решение и по существенным и по формальным вопросам. Вопрос стандартов ESBC-CESR был предметом совещания ECOFIN в 2007 г. и 2008 г. Работы над стандартами ESBC-CESR были возобновлены в 2008 г.

Завершение работ над стандартами ESBC-CESR и их внедрение имеет огромное значение для развития пост-трейдинговых услуг в ЕС, поскольку эти стандарты содействуют повышению безопасности клиринга и расчета сделок, предметом которых являются финансовые инструменты. Это должно привести к минимизации системного риска и усилению защиты инвесторов. Кроме того, стандарты ESBC-CESR должны служить повышению эффективности клиринга и расчета, что должно также содействовать росту интеграции и конкурентоспособности европейского рынка. Внедрение единых стандартов во всем Евросоюзе помогло бы также унифицировать надзорные требования, функционирующие на отдельных рынках ЕС.

### COGESI

В области клиринга и расчета ЕЦБ тесно взаимодействует с участниками рынка. Примером такого сотрудничества было создание Контактной группы по вопросам инфраструктуры ценных бумаг в евро (Contact Group on Euro Securities Infrastructure, COGESI). В состав COGESI входят представители центральных банков еврозоны и ЕЦБ, представители крупнейших коммерческих банков, центральных депозитариев ценных бумаг и центральных контрагентов, прежде всего, из еврозоны, а также ассоциаций этих субъектов, например, ECSDA, EACH. Председателем Группы является заместитель директора Департамента платежных систем и инфраструктуры рынка в ЕЦБ. Центральные банки тех стран ЕС, которые еще не приняли общую валюту, представлены в Группе делегатами, имеющими статус наблюдателя. Своего наблюдателя в COGESI имеет также Европейская комиссия. COGESI собирается дважды в год.

Группа занимается развитием и интеграцией инфраструктуры расчета ценных бумаг в еврозоне, в том числе вопросами, связанными с управлением обеспечениями и ликвидностью.

### Blue Book

С 1992 г. центральные банки ЕС пропагандируют знания на тему клиринга и расчета. С этой целью они регулярно разрабатывают и издают публикацию, посвященную организации и функционированию платежных систем, а также систем расчета по ценным бумагам в странах-членах ЕС, а также в странах-кандидатах в члены ЕС, популярно именуемую Синей книгой (*Blue Book*). Первое издание *Blue Book* появилось в 1992 г., а два очередных в 1996 и в 2001 г. В 1999 и 2002 г.г. появились два издания *Blue Book*, касающиеся стран-кандидатов в члены ЕС, в том числе Польши. В августе 2007 г. было опубликовано четвертое издание, охватывающее 27 государств. Главы, касающиеся отдельных стран, охватывают следующие группы вопросов: институциональные аспекты, формы денежных расчетов,

используемые небанковскими субъектами, межбанковские расчеты и расчетные системы, а также вопросы, связанные с ценными бумагами, т.е. информация о платформах обращения, клиринговых системах и системах расчета ценных бумаг.

Дополнением *Blue Book* является ежегодно актуализированное Приложение к Синей книге (*Blue Book Addendum*), содержащее статистические данные о денежных расчетах, платежных системах и системах расчета ценных бумаг. 22 декабря 2006 г. было опубликовано очередное издание *Blue Book Addendum*, охватывающее статистические данные за 2001-2005 г.г.

Для обеспечения правовой базы передачи статистических данных в *Blue Book* 30 мая 2006 г. был подписан договор между НБП и АО НДЦБ о сотрудничестве в сфере передачи статистических данных.

### **3.3.4. Европейские отраслевые инициативы**

Необходимость гармонизации в сфере депозитарных, клиринговых и расчетных услуг была замечена не только на уровне политики интеграции финансовых рынков в ЕС, как один из ее элементов, но также участниками и инфраструктурными учреждениями рынка капитала. Организации, объединяющие рыночных субъектов – действующие как в европейском, так и в мировом масштабе – предприняли (по своей инициативе, в результате рекомендаций в отчете Джioвaннини или Европейской комиссии) многочисленные действия, направленные на стандартизацию пост-трейдинговых услуг. В результате этих действий были созданы так называемые «мягкие» нормы, регулирующие пост-трейдинговые услуги, например, стандарты, рекомендации или кодексы добросовестной практики.

#### **3.3.4.1. ECSDA**

Во втором отчете Джioвaннини была указана ответственность рыночных субъектов за ликвидацию некоторых барьеров в гармонизации европейского рынка капитала. Задание ликвидации трех из этих барьеров было поручено ассоциации ECSDA. Это был 3-й барьер, касающийся гармонизации обслуживания операций с ценными бумагами; 4-й барьер, касающийся окончательности расчета *intra-day*, а также 7-й барьер, касающийся дней и часов работы депозитарно-расчетных систем, а также сроков проведения расчетов.

Европейская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг<sup>273</sup> (ECSDA) была создана в 1997 г. как форум для обмена мнениями и сотрудничества западноевропейских депозитариев. С самого начала работы Ассоциации были сосредоточены на вопросах безопасного и эффективного трансграничного расчета, со временем к этому прибавились вопросы ограничения риска расчета, а также интеграции

<sup>273</sup> European Central Securities Depositories Association.

европейского риска капитала. ECSDA является также консультантом для различных учреждений ЕС по вопросам, связанным с расчетом по ценным бумагам. В 2006 г. ECSDA объединилась с Ассоциацией центральных депозитариев ценных бумаг и расчетных палат Центральной и Восточной Европы<sup>274</sup> (CEECSDA), действующей с 1998 г. и объединяющей депозитарии из 15 стран. В настоящее время ECSDA представляет 42 депозитария ценных бумаг (в том числе международные депозитарии) со всей Европы, в том числе из России и Турции.

Действующая в рамках ECSDA Рабочая группа по вопросам гармонизации подготовила и опубликовала в апреле 2004 г. документ «Ответ ECSDA на Отчет Джованнини»<sup>275</sup>. Документ содержал 10 стандартов, касающихся гармонизации дней и часов работы расчетных систем, а также окончательности расчета. Эти стандарты должны соблюдать расчетные организации с целью ликвидации барьеров 4. и 7. Группа ведет текущий мониторинг и проверяет степень адаптации отдельных членов ECSDA к стандартам. Кроме того, Ассоциация ведет работу над стандартами в сфере обслуживания операций с ценными бумагами, что должно привести к исключению барьера 3. В июне 2005 г. был опубликован документ<sup>276</sup>, содержащий 16 стандартов, касающихся так наз. обязательности исполнения (это повинности, относительно которых у инвестора нет возможности выбора, например, выплаты дивиденда или процентных начислений). В июле 2006 г. появился следующий документ<sup>277</sup>, содержащий 10 стандартов, касающихся обслуживания реализации прав владельцев ценных бумаг. Ведутся дальнейшие работы по стандартизации, касающиеся остальных видов операций с ценными бумагами (денежных и неденежных обязательств эмитента, реализация которых может зависеть от решения инвестора, а также реорганизации, т.е. корпоративных событий, приводящих к изменению признаков ценных бумаг, например, ассимиляция, конверсия или дележ акций).

Кроме того, ECSDA в сотрудничестве с Европейским форумом по ценным бумагам (European Securities Forum, ESF) разработала и опубликовала в октябре 2006 г. перечень 17 стандартов, касающихся гармонизации принципов сопоставления расчетных заявок<sup>278</sup>.

#### 3.3.4.2. EACH

Европейская ассоциация центральных контрагентов<sup>279</sup> (EACH) была создана в 1991 г. и объединяет европейские организации, выполняющие функции CCP (в настоящее время насчитывает 15 членов).

<sup>274</sup> Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association.

<sup>275</sup> *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovanni Report*, апрель 2004 г.

<sup>276</sup> *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovanni Report, Barrier 3, Corporate Actions – Part 1 Mandatory Distributions*, 30 июня 2005 г.

<sup>277</sup> *The European Central Securities Depositories Association's Response to the Giovanni Report, Barrier 3, Corporate Actions – Part 2 Market Claims*, июль 2006 г.

<sup>278</sup> *ESF ECSDA Matching Standards*.

<sup>279</sup> European Association of Central Counterparty Clearing Houses.

Ассоциация принимает активное участие в разработке и реализации постановлений *Code of Conduct*, создает собственные стандарты в области управления риском, а также предоставляет консультации при разработке стандартов ESBC-CESR для CCP и в других мероприятиях, направленных на интеграцию.

#### 3.3.4.3. FESE

Федерация европейских фондовых бирж (FESE) объединяет операторов европейских рынков ценных бумаг и производных инструментов. В октябре 2008 г. FESE насчитывала 23 полноправных члена и представляла 42 фондовые биржи из стран ЕС, Исландии, Норвегии и Швейцарии<sup>280</sup>.

FESE действует в пользу повышения конкурентоспособности европейских бирж в глобальном масштабе, создания имиджа бирж, а также увеличения их вклада в европейскую и мировую экономику, а также является форумом дебат на тему рынков капитала.

FESE является членом-учредителем Европейского института фондовых рынков (European Capital Markets Institute, ECMI) и членом Европейского института корпоративного управления (European Corporate Governance Institute, ECGI).

При посредничестве своих членов и их связей с регуляторными и отраслевыми организациями FESE взаимодействует с EACH и ECSDA, особенно в мероприятиях, связанных с *Code of Conduct*.

FESE поддерживает контакты с Европейской комиссией, Европейским парламентом, ECOFIN, ESC, а также CESR.

Существуют три категории членства в FESE:

- полноправное членство (Full Membership), которое присуждается регулируемым рынкам в рамках ЕС, ЕЕА и Швейцарии,
- ассоциированный член (Associate Membership) – статус, признаваемый регулируемым рынкам из тех европейских стран, которые стремятся к членству в ЕС,
- член-корреспондент (Corresponding Exchange status) – статус, признаваемый главным операторам рынка, которые еще не готовы стать ассоциированными членами, или чьи страны формально не ведут переговоры о вступлении в ЕС.

С 1992 г. варшавская биржа является членом-корреспондентом FESE, а с 1 июня 2004 г. полноправным членом Федерации.

#### 3.3.4.4. Code of Conduct

По инициативе Европейской комиссии<sup>281</sup> и в тесном взаимодействии с ней, рыночные субъекты создали Европейский кодекс поведения по клирингу и расчетам (Code of Conduct, CoC). Кодекс был создан в результате взаимодействия трех важнейших ассоциаций сектора

<sup>280</sup> [www.fese.be](http://www.fese.be)

<sup>281</sup> См. пункт 3.3.2.6 «Принятие *Code of Conduct* и создание Monitoring Group».

услуг, связанных с обслуживанием сделок: FESE, EACH oraz ECSDA. Целью Кодекса является внедрение одинаковых условий конкуренции между учреждениями инфраструктуры благодаря обеспечению прозрачности и сравнимости предлагаемых ими услуг и взимаемых оплат, а также определение общих принципов операционного сотрудничества между ними. Кодекс охватывает пост-трейдинговые услуги (клиринговые услуги, услуги, предоставляемые центральными контрагентами, расчетные и доверительные услуги), а частично имеет применение также при заключении сделок.

Положения Кодекса относятся к трем сферам деятельности:

- введение **прозрачности цен** за услуги, предоставляемые биржами, клиринговыми палатами и организациями, ведущими расчеты по ценным бумагам – путем публикации сравнимых прейскурантов, а также принципов предоставления скидок, примерными вычислениями издержек, которые несут участники; сроки реализации этой части Кодекса были намечены на 31 декабря 2006 г.;
- принятие формальных принципов **доступа** к инфраструктурным организациям и **операционного сотрудничества** между ними, обеспечивающие недискриминирующие, прозрачные условия доступа к этим организациям; сроки реализации этих постановлений установлены на дату 30 июня 2007 г.;
- введение **распределения услуг** и методов бухгалтерской проводки этих доходов в соответствии с намеченными категориями, что должно обеспечить клиентам инфраструктурных организаций возможность выбора объема предоставляемых им услуг; сроки реализации этой части Кодекса намечены на 1 января 2008 г.

Организации, подписавшие Кодекс, обязаны ежегодно проводить оценку соответствия своей деятельности с положениями CoC, и передавать отчеты на эту тему местному регулятору, а также Группе мониторинга.

Перечень избранных инициатив в области расчетов и клиринга ценных бумаг представлен в таблице 8.

Таблица 8. Сопоставление некоторых инициатив в сфере расчетов и клиринга ценных бумаг

Дата	Инициатива	Автор	Инициатор
февраль 1989 г.	Отчет Энджелла	Группа экспертов по платежным системам	BIS, Группа десяти
март 1989 г.	<i>Отчет G-30: Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets</i>	Группа тридцати	

Дата	Инициатива	Автор	Инициатор
ноябрь 1990 г.	Отчет Ламфалусси от 1990 г.	Комитет по межбанковским системам взаимозачета	BIS, Группа десяти
сентябрь 1992 г.	Отчет о DvP	CPSS (Группа экспертов под руководством П. Паркинсона)	BIS, Группа десяти
1993 г. (введена в действие 1 января 1996 г.)	Директива: ISD	СЕС, Европейский парламент	ЕК
1995 г.	<i>Update of the Original G-30 Recommendations</i> (Отчет G-30 от 1989 г.)	ISSA	
январь 1998 г.	<i>User standards</i>	ЕЦБ	ЕЦБ
январь 1998 г.	<i>IOSCO Principles</i>	IOSCO	IOSCO
1998 г. (введена в действие 11 декабря 1999 г.)	Директива: SFD	СЕС, Европейский парламент	ЕК
11 мая 1999 г.	Коммюнике, содержащее FSAP	ЕК	ЕК
март 2000 г.	Лиссабонская стратегия	Совет Европы	Совет Европы
14 ноября 2000 г.	Коммюнике по вопросу применения принципа conduct-of-business в соответствии с ст. 11 ISD	ЕК	ЕК
9 ноября 2000 г.	Предварительный Отчет Ламфалусси	Комитет мудрецов, действующий при ЕК	ECOFIN
15 ноября 2000 г.	Коммюнике по вопросу верификации директивы ISD	ЕК	ЕК
15 февраля 2001 г.	Отчет Ламфалусси	Комитет мудрецов, действующий при ЕК	ECOFIN

Дата	Инициатива	Автор	Инициатор
ноябрь 2001 г.	Отчет Джioваннини	Группа Джioваннини	ЕК
ноябрь 2001 г.	Отчет: RSSS	CPSS-IOSCO	CPSS
2002 г.	Директива: FCD	СЕС, Европейский парламент	ЕК
3 июня 2002 г.	Коммюнике Комиссии от 2002 г.	ЕК	ЕК
декабрь 2002 г.	Гагская конвенция	Гагская конференция	Гагская конференция
январь 2003 г.	Отчет: „ <i>Global Clearing and Settlement – a plan of action</i> ”	Группа тридцати	
октябрь 2003 г.	Второй отчет Джioваннини	Группа Джioваннини	ЕК
октябрь 2004 г.	Стандарты ЕЦБ-СЕСР (неутвержденные и не внедренные)	совместная рабочая группа ЕЦБ /СЕСР	ЕЦБ и СЕСР
28 апреля 2004 г.	Коммюнике Комиссии от 2004 г.	ЕК	ЕК
апрель 2004 г.	Директива: MiFID	Совет Европы и Европейский парламент	ЕК
ноябрь 2004 г.	Отчет: RCCP	CPSS-IOSCO	CPSS
май 2005 г.	Зеленая книга по вопросу политики финансовых услуг на 2005-2010 годы	ЕК	ЕК
декабрь 2005 г.	<i>Белая книга по вопросу политики финансовых услуг на 2005-2010 годы</i>	ЕК	ЕК
май 2006 г.	Отчет: <i>Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report</i>	Группа тридцати	
7 ноября 2006 г.	CoC	Учреждения рыночной инфраструктуры государств ЕС	ЕК

Дата	Инициатива	Автор	Инициатор
	Конвенция UNIDROIT	Межправительственный комитет экспертов UNIDROIT	UNIDROIT

Источник: разработка НБП.

### 3.4. Развитие инфраструктуры рынка капитала в Польше

#### 3.4.1. Правительственные программы

##### План развития рынка капитала в Польше до 2001 г.

Первая после преобразований 1989 года правительственная программа по вопросу рынка капитала была представлена в документе «План развития рынка капитала в Польше до 2001 года». Программа была подготовлена Комиссией по ценным бумагам и биржам (KPWiG – КЦББ) и в 1998 г. затверждена Экономическим Комитетом Совета Министров (KERM – ЭКСМ). Документ предусматривал преобразование ВФБ в акционерное общество в 2002 г.

##### Предпринимательство – Развитие – Деятельность

В январе 2002 г. Совет Министров принял Правительственную экономическую стратегию на 2002-2005 г.г. под названием «Предпринимательство – Развитие – Деятельность». Согласно основным концепциям стратегии, деятельность Совета Министров в области развития рынка капитала должна была сосредоточиться на усовершенствовании и сокращении стоимости функционирования ВФБ и АО НДЦБ, а также на адаптации их функционирования к стандартам ЕС и присоединении к структурам европейского рынка капитала. В рамках вышеуказанных планов было предусмотрено имущественное преобразование основных учреждений рынка капитала. Кроме того, стратегия предусматривала более полное использование потенциальных возможностей ОПФ.

С целью обеспечения реализации программных задач стратегии в феврале 2002 г. Председатель Совета Министров создал новый вспомогательный орган при Совете Министров: Группу по мониторингу, координированию и надзору за реализацией правительственной экономической стратегии. К основным обязанностям группы относилось: координирование, мониторинг и контролирование реализации стратегии, а также проверка соответствия стратегии всех правительственных документов, переданных на рассмотрение в Совет Министров.

### «Общий план стратегии развития рынка капитала» и «Программа действий, направленных на развитие рынка капитала».

В марте 2002 г. Совет Министров принял два очередные программные документы: «Общий план стратегии развития рынка капитала» и «Программу действий, направленных на развитие рынка капитала». Эти документы были более подробным планом Правительственной экономической стратегии. Они были подготовлены рабочей группой, созданной для выполнения этих задач Комитетом Совета Министров (KRM – KCM) в январе 2001 г. и действующей под руководством заместителем Государственного секретаря Министерства финансов. В первом из вышеуказанных документов были определены три основные цели по мобилизации и использованию дополнительных сбережений, а именно: интеграция с ЕС (в том числе имущественные преобразования основных учреждений рынка капитала), использование потенциальных возможностей ОПФ (в том числе приватизация важных государственных обществ посредством публичного рынка капитала, развитие рынка долговых ценных бумаг и Системы дилеров государственных ценных бумаг (DSPW – ДГЦБ)) и развитие публичного рынка капитала, как источника привлечения капитала (в том числе подготовка новых налоговых правил, увеличение эффективности раскрытия преступлений в сфере публичного обращения ценных бумаг и повышение конкурентоспособности польского рынка капитала). Во втором из упомянутых выше правительственных программных документов были указаны конкретные действия для реализации этих целей, а также необходимые меры и правовые изменения, сроки и ответственные за это органы.

### Стратегия развития рынка капитала «Agenda Warsaw City 2010»

В апреле 2004 г. Совет Министров принял подготовленную Министерством финансов стратегию развития рынка капитала, названную «Agenda Warsaw City 2010». Стратегия определяла цели и действия, необходимые для их реализации. Основная цель стратегии состояла в создании в Польше до 2010 г. дешевого, безопасного и эффективного рынка капитала, и, благодаря этому, создание сильного регионального финансового центра в Варшаве. В связи с этим документ определил следующие конкретные цели:

Цель 1: увеличение размера рынка капитала, в том числе: увеличение значения публичного рынка акций, капитализация которого в 2010 г. должна достичь не менее 50% ВВП, развитие рынка корпоративных облигаций (альтернативного, по отношению к банковским кредитам, источником привлечения предприятиями капитала), капитализация которого до 2010 г. должна составлять не менее 8% ВВП, а также развитие деятельности фондов *venture capital* – объем инвестированных ими средств до 2010 г. должен был составить не менее 0,25% ВВП;

Цель 2: улучшение эффективности рынка посредством увеличения его ликвидности, а соотношение его годовых оборотов

на рынке и его капитализации в 2010 г. должно было быть на уровне 0,7-0,9;

Цель 3: увеличение безопасности функционирования рынка путем расширения полномочий и увеличения эффективности административных надзорных органов, частных надзорных механизмов и результативности удовлетворений притязаний.

Для достижения вышеуказанных целей следовало предпринять меры, разделенные на следующие группы:

- правотворческие: введение в национальное законодательство правовых регуляций ЕС, упрощение и гармонизация принятого законодательства, содействие в развитии и увеличении конкурентоспособности инвестиционных услуг, создание гражданского доверия к рынку капитала, прежде всего путем повышения эффективности исполнения права, а также введение налоговых правил, стимулирующих развитие рынка капитала;
- организационные, в том числе: развитие механизмов корпоративного управления (*corporate governance*) и создание кодекса хороших навыков, содействие в централизации обращения долговых ценных бумаг и рационализация стоимости надзора для учреждений рынка капитала;
- инфраструктурные: снижение стоимости, особенно в органах ВФБ, АО CeTO и АО НДЦБ, обслуживания рынка капитала, поддержка требований по объему деятельности вышеуказанных учреждений, быстрая подготовка стратегического преобразования их имущественной структуры и принципов деятельности, а также создание платформы обращения для компаний повышенного риска, предназначенной для квалифицированных инвесторов;
- приватизационные: более широкое использование ВФБ в проведении приватизации государственных компаний и подготовка перечня публичных размещений государственных компаний, предназначенных к приватизации.

Реализация стратегии была разложена на два этапа. Первый этап составляли действия, предусмотренные в «Agenda Warsaw City 2010» (2004-2006 г.г.). Второй этап был предназначен на автономическое развитие рынка капитала, базирующееся на внедренных изменениях и интенсивном процессе продвижения рынка капитала в стране и за рубежом (2007-2010 г.г.). Кроме того, стратегия определяла меры, которые должны были обеспечить эффективную реализацию данной стратегии: доверие Министру финансов координирования и мониторинга деятельности учреждений, участвующих в реализации стратегии, создание Совета по вопросам рынка капитала (RRK – СРК) при Министерстве финансов и специальной Комиссии по финансовым услугам при Сейме.

В Дополнении к Стратегии была помещена глава под названием «Сценарии развития АО Варшавская фондовая биржа, АО Центральная Таблица размещений и АО Национальный депозитарий ценных бумаг». В Стратегии были указаны три теоретические модели взаимоотношений вышеуказанных учреждений с иностранными субъектами: модель самостоятельной деятельности, альянс (капитальный или

операционный) с ведущим европейским учреждением либо создание сильного регионального рынка капитала, возможно связанного с одним из европейских альянсов.

Вопросом базового значения для польского рынка капитала считались изменения в структуре состава акционеров данных учреждений. Такие изменения дали бы возможность справиться с растущей конкуренцией со стороны развитых рынков ЕС. По вопросу АО НДЦБ в Стратегии была указана необходимость преобразования НДЦБ в доминирующего акционера этого учреждения, который сможет определять стратегические направления его развития, а, прежде всего, подготовить НДЦБ к:

- централизации депозитарно-расчетного обслуживания польского рынка капитала не только по ценным бумагам, допущенным к публичному обращению, но и по остальным ценным бумагам,
- исполнению функции расчетного участника (*clearing member*), являющегося представителем национальных участников в европейской расчетной палате в рамках операционного сотрудничества, вследствие чего возможно также проведение денежных расчетов (получение банковской *quasi*-лицензии),
- возможному отделению депозитарно-расчетной деятельности *not for profit* от расчетной деятельности коммерческого характера,
- возможному выполнению Национальным депозитарием роли ССР,
- приведению функционирования АО НДЦБ к требованиям ЕВС, перечисленным в *User standards*.

Приватизационные процессы АО НДЦБ и ВФБ должны происходить синхронизованно, особенно в том случае, когда будет принято решение о создании альянса ВФБ или НДЦБ с одной из европейских платформ. По вопросу ВФБ Стратегия предусматривала необходимость уменьшения участия Государственной казны до уровня менее 30% в пользу частного капитала, представляющего финансовые учреждения и индивидуальных инвесторов.

#### Деятельность Совета по вопросам рынка капитала и Совета по вопросам развития финансового рынка

Совет по вопросам рынка капитала (RRK – СРК) был создан Председателем Совета Министров по Распоряжению от 20 декабря 2004 г. «По вопросу Совета по вопросам рынка капитала»<sup>282</sup>, в качестве консультативно-совещательного органа при Министре финансов для решения вопросов, связанных с рынком капитала. Членами Совета стали представители учреждений, принадлежащих к инфраструктуре польского рынка капитала (председатели ВФБ, АО НДЦБ и АО MTS-CeTO), лица, возглавляющие их и представители административных органов.

Совет был создан с целью оказания содействия в развитии рынка капитала в Польше, особенно стимулирования действий, направленных на создание в Варшаве регионального центра финансовых услуг. Совет был местом проведения дискуссий на тему текущих проблем

<sup>282</sup> Польские ведомости, № 54 с 2004 г., поз. 909.

рынка капитала, принимал участие в консультировании проектов законодательных актов и принятии системных решений польского рынка капитала. На заседаниях совета обсуждались вопросы, связанные с развитием учреждений польского рынка капитала с учетом их места на европейском рынке, особенно влияние структурных преобразований этих организаций на других участников польского рынка капитала, их конкурентоспособность и возможности развития.

По решению Председателя Совета Министров 11 сентября 2006 г. Совет был распущен, а вместо него 14 сентября 2006 г. по распоряжению<sup>283</sup> Министра финансов был создан Совет по вопросам развития финансового рынка (RRRF – СРФР). Это совещательный и консультативный орган, действующий при Министре финансов и занимающийся вопросами финансового рынка. Целью совета является разработка стратегии функционирования и развития польского финансового рынка при соучастии разных кругов рынка капитала в широком понимании этого слова. СРФР дает финансовым учреждениям возможность участвовать в создании правовых рамок деятельности этого рынка в Польше и является дискуссионным форумом для выработки позиции польской стороны, которая затем будет представлена в комитетах ЕС.

В состав Совета входят представители участников финансового рынка и органов, осуществляющих функции надзора за рынком. На заседания Совета приглашаются также другие лица, в том числе, специалисты. Деятельностью Совета руководит Министр финансов либо назначенный ним государственный подсекретарь. Деятельность Совета базируется, прежде всего, на помощи экспертов в рамках рабочих групп, организованных Председателем для проведения работ, существенно важных для Совета. До июня 2008 г. были созданы:

**рабочие группы:**

- по вопросам информационного меморандума,
- по вопросам займов ценных бумаг и короткой продажи,
- по вопросам многосторонних расчетов (*omnibus accounts*),
- по вопросам новой системы платежеспособности страховых компаний (*Solvency II*),
- по вопросам пересмотра регуляций банковского права,
- по вопросам пересмотра регуляций об экономическом страховании,
- по вопросам ипотечного кредита,
- по вопросам платежных услуг,
- по вопросам пересмотра права о возможности размещения активов открытых пенсионных фондов,
- по вопросам ликвидации налоговых осложнений в сфере финансовых учреждений.

<sup>283</sup> Распоряжение № 25 Министра финансов от 14 сентября 2006 г. по вопросу создания Совета по вопросам развития финансового рынка (Dz. Urz. – Правительственный вестник Министра Финансов № 11, поз. 80).

### бригады:

- по вопросам адекватности инвестиционных фирм,
- по вопросам определения способа и условий деятельности инвестиционных фирм и доверительных банков,
- по вопросам налога НДС в компенсациях транспортного страхования,
- по вопросам пересмотра исполнительных актов по закону об инвестиционных фондах,
- по вопросам транспозиции директивы о перестраховках.

Рабочие группы работают в постоянном режиме. Совет собирается раз в квартал. Темой встреч является подведение итогов по работе группы и обсуждение правотворческих процессов в области финансового рынка. Рабочие группы по вопросу информационного меморандума, по вопросу займов ценных бумаг и короткой продажи завершили свою деятельность в 2007 г. Рабочая группа по вопросу информационного меморандума разработала идею регуляции по условиям, которым должен соответствовать информационный меморандум. Это нашло свое отражение в распоряжении, регулирующем состав информационного меморандума<sup>284</sup>. Предлагаемые решения должны были упростить привлечение денежных средств на рынке капитала малыми и средними предприятиями, а также послужить развитию нового рынка на фондовой бирже в Варшаве.

Результатом деятельности рабочей группы по вопросам займов ценных бумаг и короткой продажи стало введение системных изменений, дающих возможность развиваться механизмам короткой продажи на регулируемом рынке и сделок по займу ценных бумаг, благодаря упрощению способа и условий заключения этих сделок. Вышеуказанные разрешения могут послужить улучшению ликвидности рынка капитала.

### Программа приватизации на 2008-2011 г.г.

В апреле 2008 г. Совет Министров принял «Программу приватизации на 2008-2011 г.г.». Программа предусматривает приватизацию ВФБ в двух этапах. Первый этап был запланирован на 2008 г. и предусматривал проведение публичного размещения ВФБ. Второй этап приватизации должен быть осуществлен в течении последующих 2-3 лет. Программа предусматривала также приватизацию АО НДЦБ в 2009-2010 г.г. Текущий финансовый кризис, а также регуляционные факторы, связанные с входом в жизнь новелизации закона об обращении финансовыми инструментами привели к тому, что

<sup>284</sup> Распоряжение Министра финансов от 6 июля 2007 г. по вопросу подробных условий, которым должен соответствовать информационный меморандум. (Dz.U. – Вестник Законов Министра финансов № 132, поз. 916), о котором речь в ст. 39 пар. 1 и ст. 42 пар. 1 закона от 29 июля 2005 г. о публичном размещении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему обращения и о публичных обществах (Dz.U. – Вестник Законов № 184, поз. 1539, с изм.).

окончательная модель приватизации Биржи в настоящее время находится на стадии изменений и доработки.

### **3.4.2. Влияние действия и направлений стратегического развития ВФБ на интеграцию инфраструктуры депонирования, клиринга и расчетов по ценным бумагам в Польше**

ВФБ была создана в 1991 г. в период начального этапа экономических преобразований. Задачей ВФБ было обеспечить обращение и расчет ценных бумаг, получивших доступ к обращению на бирже. В 1994 г. из биржевых структур был выделен Национальный депозитарий ценных бумаг.

Вход Польши в Евросоюз в 2004 г. открыл путь к международной бирже. Упрощение правовых регуляций дало возможность заграничным инвестиционным фирмам и компаниями-нерезидентами действовать и привлекать капитал на ВФБ на основании т.наз. европейского паспорта, то есть на основании авторизации, полученной в своей стране.

#### **3.4.2.1. Стратегия Варшавской фондовой биржи**

Вначале ВФБ концентрировалась на создании основ своей деятельности и укреплении рынка капитала, в том числе, на создании соответственной инфраструктуры рынка.

Главной стратегической целью ВФБ является создание в Варшаве регионального, панъевропейского центра обращения репрезентативных финансовых инструментов для польских и международных инвесторов. Эта цель осуществляется посредством действий, направленных на выход на международный рынок, укрепление и развитие биржевого рынка, прежде всего путем улучшения качества и повышения конкурентоспособности рынка, увеличения компетентности и креации имиджа ВФБ, как регионального рынка.

Выход на международную арену биржа реализует посредством привлечения эмитентов и финансовых посредников, занимающихся бизнесом в регионе. Региональная стратегия ВФБ предусматривает также построение деловых отношений с другими биржевыми площадками региона. Привлечение заграничных компаний охватывает страны Центрально-Восточной и Юго-Восточной Европы и из других стран. К концу сентября 2008 г. на ВФБ котировались акции 25 заграничных и 16 отечественных компаний.

С целью укрепления позиций местного рынка ВФБ занимается также аквизицией отечественных эмитентов. ВФБ является рынком, открытым для мелких и средних компаний. Благодаря этому возрастает роль биржи в экономике как механизма размещения капитала.

Биржа увеличивает сеть бизнес-партнеров, содействующих в привлечении отечественных и заграничных эмитентов и инвесторов, а также в создании ее имиджа. На отечественном рынке аквизиционную деятельность поддерживают субъекты, привлеченные в рамках программ: *Партнерская фирма ВФБ для малых и средних*

компаний и *Партнерская фирма ВФБ* – лидер первичного рынка. Для обслуживания заграничных рынков ВФБ создала программу *WSE IPO Partner*, действующую с целью привлечения инвестиционных фирм. Биржа занимается также аквизиционной деятельностью среди потенциальных (отечественных и заграничных) инвестиционных фирм – будущих членов биржи, особенно в Центральной и Восточной Европе. К концу сентября 2008 г. на ВФБ было 19 заграничных дистанционных членов из 9 стран.

Биржа стремится ввести высокие стандарты по качеству и конкурентоспособности. Наиболее важными задачами в этом отношении являются: улучшение ликвидности рынка, ликвидация барьеров и внедрение разрешений, соответствующих потребностям развивающегося рынка, поддержка инновационности в польской экономике (с помощью начатой на ВФБ программы *Инновационная экономика и дальнейшее развитие рынка NewConnect*).

Увеличение количества польских и заграничных компаний, имеющих листинг на бирже, происходит благодаря сотрудничеству ВФБ с отечественными и заграничными участниками рынка, развитию коммуникационных каналов с биржей, в том числе, информационных порталов, а также умению ВФБ убедить большие компании котировать свои акции на главном рынке.

Что касается вопросов регуляций, целью биржи является ликвидация барьеров, ограничивающих развитие польского рынка, опозданий во внедрении решений, функционирующих на развитых рынках (например, займов ценных бумаг, короткой продажи) и ограничений в инвестировании (например, отсутствие возможности использовать производные инструменты для обеспечения пенсионными фондами своего портфеля, отсутствие возможности ведения объединенных счетов для посредников – нерезидентов (*omnibus account*)).

С целью достижения успеха в условиях международной конкуренции ВФБ приспосабливается к европейским стандартам и разрешениям (например, увеличение длительности сессии, ускорение процесса заключения сделки). ВФБ планирует также внедрение новой биржевой системы.

Продвижение инновационности и развития новых технологий в польской экономике являются существенным элементом широкой программы, выполняемой ВФБ. Биржа планирует проведение для предпринимателей объяснительной кампании о значении улучшения инновационных процессов в их деятельности как возможности получения превосходства в конкурентоспособности.

В заботе о молодых, развивающихся предприятиях, имеющих высокий потенциал для развития своих возможностей, в рамках реализации своей стратегии, ВФБ создала рынок *NewConnect*, управляемый регулируемым рынком и являющийся альтернативной системой обращения ценных бумаг. ВФБ планирует расширение рынка *NewConnect*, который является также првлекательным местом для привлечения капитала иностранных компаний из стран Центрально-Восточной Европы.

Биржа повысила привлекательность рынка путем диверсификации предлагаемых продуктов. Кроме стандартных инструментов, таких как облигации и акции, в ofercie ВФБ появились также производные инструменты (фьючерсные контракты, опционы), а в последнее время также структурированные продукты<sup>285</sup>. В будущем ВФБ планирует разработку и внедрение новых продуктов, которые обогатят виды активов такими биржевыми инструментами, какие до сих пор были недоступны на польском рынке капитала.

ВФБ занимается маркетинговой и образовательной деятельностью, помогающей реализовать стратегические цели, а также продолжает в регионе выработку имиджа биржи, как солидного источника привлечения капитала и механизма по поддержке инновационности в экономике.

#### **3.4.2.2. Влияние направлений стратегического развития ВФБ на развитие расчетной системы**

Интернационализация биржевого рынка, обозначающая поиски новых клиентов (прежде всего зарубежных компаний, особенно в рамках *dual-listing*, либо дистанционных иностранных членов), связана с необходимостью создания расчетной инфраструктуры и инфраструктуры трейдинговых систем.

Дальнейшее развитие рынка NewConnect, на котором в будущем появятся малые и средние предприятия из стран Центрально-Восточной Европы (в том числе, из Украины) будет связано с необходимостью адаптации участников рынка, в том числе, инфраструктурных учреждений, к новым клиентам и новым рынкам с точки зрения организации проведения расчетов и гарантийного фонда.

Введение Варшавской биржей новых продуктов и реализация новых проектов, как, например, создание рынка займа неказначейских ценных бумаг, особенно долговых бумаг органов территориального самоуправления, также будет требовать дешевого, эффективного и безопасного процесса проведения расчетов.

Биржа стремится к увеличению конкурентоспособности рынка путем усовершенствования регуляций и эффективного внедрения функциональных разрешений, сотрудничая при этом с остальными участниками рынка капитала (АО НДЦБ, инвестиционными фирмами). С этой точки зрения существенным является увеличение ликвидности рынка. Реализация этой задачи будет быстрее и проще при условии организации короткой продажи и создания центрального рынка займов ценных бумаг. Существенным является также упрощение доступа к рынку для зарубежных инвесторов и эмитентов. Это будет возможно при непосредственном расчете сделок без дистанционных

<sup>285</sup> Структурированные инструменты – это финансовые инструменты, стоимость которых зависит от определенного рыночного показателя (напр. курса акций или корзины акций, биржевых индексов, валютных курсов).

членов биржи, а также посредством польских субъектов. ВФБ и НДЦБ стремятся создать возможность для ведения в НДЦБ многосторонних счетов (*omnibus accounts*). Для обеспечения конкурентоспособности важным является стоимость заключения и клиринга сделок. ВФБ и НДЦБ будут продолжать вести общую политику снижения расчетных платежей и оплат по сделке.

В случае аквизиции Варшавской биржей бирж в регионе Центрально-Восточной Европы произойдет их операционная интеграция, в результате чего котирование всех финансовых инструментов отдельных бирж будет производиться на единой платформе. Эти процессы будут содействовать операционному сотрудничеству и интеграции депозитариев в регионе.

### **3.4.3. Прогнозируемые направления развития системы НДЦБ и участие в работах по гармонизации**

#### **3.4.3.1. Стратегия АО НДЦБ**

Выполняя функции учреждения, предоставляющего услуги на рынке капитала, который значительно изменился в последнее время в связи с европейскими и мировыми инициативами по гармонизации, АО НДЦБ проводит политику постоянного развития. Стратегия Национального депозитария представлена в документе «Стратегические цели НДЦБ на 2006-2010 г.г.», утвержденным Советом по надзору АО НДЦБ 13 сентября 2006 г. Данный документ определяет миссию Национального депозитария как: «создание и предоставление новых услуг, необходимых для развития польского рынка капитала, а также улучшение качества услуг, предоставляемых в настоящее время, с соблюдением правил эффективности». Документ представляет также образ АО НДЦБ, как «депозитарно-расчетного учреждения, который будет постоянным элементом европейских депозитарно-расчетных структур, создавая при этом наилучшие условия для развития польского рынка капитала – части рынка Европейского союза». Стремясь к внедрению в жизнь вышеуказанных намерений, в условиях развивающейся интеграции европейского рынка капитала и возникающей при этом на рынке растущей конкуренции между поставщиками депозитарно-расчетно-клиринговых услуг, Национальный депозитарий реализует следующие стратегические цели:

- участие в создании регионального центра обращения капитала путем создания операционных связей, дающих возможность котировать ценные бумаги заграничных эмитентов на польском рынке, а также гармонизация и стандартизация продуктов и услуг с целью предоставления заграничным эмитентам лучших условий для выхода на польский рынок;
- межсистемная гармонизация – приближение принципов функционирования польского рынка в области ведения центрального депозитария, расчета и клиринга к европейским

и мировым стандартам путем инициирования изменения регуляций и стандартов;

- получение фактической возможности операционного сотрудничества с другими европейскими системами и дистанционного членства других финансовых учреждений – путем устранения правовых и налоговых барьеров для этого сотрудничества, а также путем создания связей с другими депозитариями по принципу DvP и расширения объема предлагаемых услуг с целью упрощения налаживания этих связей;
- изменение состава акционеров – направленное на увеличение представителей получателей услуг, предоставляемых АО НДЦБ;
- стабилизация финансовой модели АО НДЦБ, как организации *not for profit* – благодаря такому установлению размера прибыли, который обеспечил бы покрытие расходов на предоставление услуг, расходов на развитие, и создавал возможность отвечать требованиям относительно размера капитала финансового учреждения (напр. в связи с членством в расчетных палатах и правилами ССР), сохраняя при этом конкурентоспособность с точки зрения ценовой политики;
- введение новых функций – модернизация услуг и увеличение их выбора путем изменения информационной системы, участие в заграничных расчетных палатах в характере расчетного участника;
- приспособление сегодняшней модели ССР к модели, базирующейся на правовой ответственности за выполняемые обязательства;
- изменение корпоративной структуры АО НДЦБ – в случае необходимости, отделение депозитарных услуг от расчетных услуг (например, по поводу введения правовой ответственности расчетной палаты за обязательства, подлежащие расчету), рассмотрение перехода на холдинговую структуру.

Далее представлена характеристика деятельности АО НДЦБ, связанной с реализацией стратегических целей.

#### Расширение перечня предоставляемых услуг

В августе 2007 г. НДЦБ начал расчетно-клиринговое обслуживание сделок, заключаемых на новом рынке ASO, открытом ВФБ – NewConnect – и ведение расчетного фонда для этого рынка. На начало 2009 г. запланировано открытие новой депозитарно-расчетно-клиринговой системы, базирующейся на современной, гибкой структуре счетов депо и предлагающей ряд усовершенствований и новых функций, таких как предварительная сверка условий сделки (т.наз. *pre-matching*), возможность расчета условных сделок и расширение расчетных инструкций для участника. Вместе с внедрением новой системы появится возможность введения новых принципов управления рисками, единых для кассового и срочного рынков.

В соглашении с Ассоциацией польских банков (ZBP – АПБ) осуществляется проект по открытию системы расчета долговых инструментов непубличного рынка.

Разработана также концепция выполнения Национальным депозитарием функций оператора коммуникационной платформы, обслуживающей процессы, связанные с исполнением права голосования, принадлежащего акционерам. Подготовлен также предварительный проект системы, обслуживающей т.н. *electronic proxy voting*, полностью базирующейся на электронной связи. Система предназначена для передачи участникам депозитарно-расчетно-клиринговой системы стандартных данных и документов по организованным эмитентом общим собраниям акционеров, выборам доверенных лиц, способу голосования и результатам голосования на общем собрании акционеров.

В 2009 г. планируется также введение новой системы управления рисками. Эта система предусматривает унифицирование методов управления рисками для кассового и срочного рынков благодаря введению для обоих рынков двухфазовой системы гарантий, базирующейся на гарантийных вкладах и расчетном фонде. Новая система предусматривает также значительное усовершенствование методов управления риском участниками и коммерческими клиентами, предоставляя им программы, доступные на рынке, используемые для вычисления гарантийных вкладов и проведения анализа портфельного риска.

#### Технологическая модернизация и введение мировых коммуникационных стандартов

Планы развития АО НДЦБ, связанные с введением новой депозитарно-расчетно-клиринговой системы, учитывают рекомендации, записанные в протоколе по устранению первого барьера Джованнини в коммуникационном секторе и в секторе структуры данных. Планируется введение обслуживания всех операций при помощи коммутаторов, соответствующих стандартам ISO 15022/ISO 20022. Продолжаются также работы по усовершенствованию и автоматизации процессов, в том числе в области обслуживания корпоративных событий, заемов ценных бумаг, а также в системе обмена данных ESDI. Это внедрение увеличит производительность и надежность системы.

#### Операционное сотрудничество с иностранными депозитарно-расчетными учреждениями

С 2004 г. АО НДЦБ систематически расширяет круг иностранных депозитарно-расчетных учреждений, с которыми ведет операционное сотрудничество. Создаются новые связи типа FoP, и тем самым увеличивается количество зарубежных рынков, с которых поступают ценные бумаги, котирующиеся на польском рынке. В сентябре 2008 г. функционировала непосредственная связь между НДЦБ и зарубежными депозитариями, охватывающая австрийский, венгерский, словацкий и эстонский рынок. Национальный депозитарий имел также непосредственную связь с международными

депозитариями, т.е. с Clearstream Banking Luxembourg и Euroclear Bank, при посредничестве которых обслуживались трансферты финансовых инструментов с французским, чешским, итальянским, американским, шведским, британским и голландским депозитариями. Со стороны заграничных депозитариев также наблюдается увеличение заинтересованности в сотрудничестве с АО НДЦБ. Кроме того, ведутся работы по реализации возможности обслуживания Национальным депозитарием трансграничных расчетов по принципу DvP.

#### Стандартизация и гармонизация

АО НДЦБ принимает действенное участие в работах, связанных с межсистемной гармонизацией, приоритетной задачей которых является гармонизация принципов функционирования польского рынка в области ведения центрального хранения, клиринга и расчета ценных бумаг, являясь при этом активным участником разработок по изменениям в законодательстве, регуляциях, стандартах и технологических решениях.

#### 3.4.3.2. Участие в работах ECSDA

Являясь членом ECSDA, Национальный депозитарий принимает участие в работе этой организации, например, при разработке содержания CoC. Он является также подписчиком CoC и внедряет статьи Кодекса, публикуя на своем сайте требуемую информацию об оплатах (перечень оплат на польском и английском языках с подробным описанием отдельных пунктов и примерами вычисления данных оплат).

Кроме того, представители АО НДЦБ принимают участие в рабочих группах ECSDA, исследующих проблематику расчетов и клиринга трансграничных сделок и областей возникновения барьеров Джиованнини. Прежде всего, представители АО НДЦБ принимают участие в работах по: созданию стандартов по сверке расчетных поручений, установке подробных принципов CoC по доступу к пост-трейдинговой инфраструктуре и операционному сотрудничеству, разработке стандартов по рабочему времени и рабочим дням расчетных систем и окончательности расчета, стандартов по обслуживанию притязаний по правам на получение выгоды от ценных бумаг, стандартов по опциональной дистрибуции (платежи, реализация которых зависит от решения инвестора) и реорганизации (обслуживание корпоративных событий, в результате которых произошло изменение параметров ценных бумаг).

В оговоренных выше документах принимается, что внедрение созданных рабочими группами ECSDA стандартов на европейских рынках будет осуществляться по инициативе и под надзором местных рабочих групп, т.н. Market Implementation Group (MIG). Задачей MIG является подготовка и мониторинг национальных планов имплементации стандартов, связанных с третьим барьером Джиованнини. Принимается принцип, что на одном национальном рынке функционирует одна рабочая группа, занимающаяся подготовкой

одного плана имплементации стандартов, утвержденных на европейском форуме.

В результате, в августе 2006 г. по инициативе АО НДЦБ и Совета банков депозитариев (RBD – СБД) при Ассоциации польских банков была создана рабочая группа по вопросу третьего барьера Джиованнини. В работах группы принимают участие представители АО НДЦБ, СБД при АПБ, ВФБ, Ассоциации биржевых эмитентов (SEG – АБЭ), КФН и НБП. Группа выполняет роль MIG на польском рынке и подготавливает план внедрения в Польше стандартов ECS-DA и рекомендаций европейских банковских ассоциаций ECAO по обслуживанию корпоративных событий (*corporate actions*). Группа, работающая в режиме ежемесячных рабочих заседаний, указала на практики на польском рынке, не соответствующие рекомендациям ECSDA и ECAO, составила перечень необходимых изменений с целью устранения несоответствий и перечень учреждений, ответственных за внедрение изменений. Темой работ, проводимых на переломе 2006 и 2007 г.г. было внедрение стандартов по обязательной дистрибуции. В результате был подготовлен план внедрения стандартов на польском рынке. На польском рынке выполняется большинство рекомендаций ECSDA/ECAO. Рекомендуемые изменения связаны, прежде всего, с коммуникацией между эмитентами и НДЦБ, являющимся центральным депозитарием ценных бумаг, а также между НДЦБ и его участниками (согласно рекомендациям коммуникация должна осуществляться путем обмена электронных сообщений, соответствующих стандартам ISO 6166 и ISO 15022/20022), с информационной политикой эмитентов (согласно рекомендациям эмитенты обязаны предоставить на интернет-сайте информацию о корпоративном событии – хотя бы на английском языке) и с корпоративными практиками (требование сократить время между днем перехода права собственности на ценные бумаги и днем выплаты дивидендов). Группа представила свои предложения по принципам корпоративного управления, учитывающие стандарты. Предложение были включены в принятый в июле 2007 г. Советом по надзору ВФБ документ «Хорошие навыки компаний, находящихся в листинге ВФБ». В будущем группа должна разработать планы внедрения стандартов по другим видам корпоративных событий и контролировать процесс их внедрения.

#### **3.4.3.3. Участие в работах EACH**

АО НДЦБ, являясь членом ассоциации EACH, принимает действенное участие в ее работе, а именно, разрабатывает и аттестирует содержание *Code of Conduct*, предпринимает меры, направленные на реализацию Кодекса, а также сотрудничает с учреждениями ЕС. Принимает также участие в разработке ассоциацией EACH стандартов и рекомендаций.

#### **3.4.3.4. Участие в работах SMPG**

Представители АО НДЦБ принимают участие в работе рабочих групп организации SMPG, целью которой является разработка стандартов

и рыночных практик таким образом, чтобы существовала возможность достичь STP, то есть полной автоматизации процессов в сфере, связанной с расчетами, клирингом ценных бумаг и реализацией вытекающих из этого прав, не только на отечественном рынке, но также на международном. В Польше в настоящее время действуют две группы NMPG: группа по вопросам клиринга сделок S&R NMPG PL и группа по вопросам реализации права собственности на ценные бумаги SA NMPG PL. В работе групп участвуют представители маклерских бюро, банков и АО НДЦБ. Целью этих групп является разработка отечественных стандартов рыночных практик в области проведения клиринга и расчета сделок, реализации права собственности на ценные бумаги, а также в области процедур по обмену информацией и разработки соответствующих расчетных сообщений для польского рынка, соответствующих нормам ISO 15022.

#### **3.4.3.5. Участие в работах RRRF**

АО НДЦБ принимает также участие в работе RRRF – рабочей группы по вопросам займов ценных бумаг и короткой продажи (уже завершила деятельность)<sup>286</sup> и рабочей группы по вопросам многосторонних счетов. Национальный депозитарий принимает участие в разработке концепции введения в польское законодательство понятия особого многостороннего счета (*omnibus account*), что создало бы возможность ведения многосторонних счетов в ценных бумагах для посредников-нерезидентов – центральных депозитариев ценных бумаг, хранителей и других инвестиционных фирм.

#### **3.4.3.6. Участие в законодательной деятельности**

Национальный депозитарий принимает участие в законодательных процессах, связанных с внедрением права сообщества, в том числе в работах по внесению новелл в закон об обращении ценных бумаг, закон о публичном размещении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему обращения, а также о публичных компаниях (имплементирующих директиву MiFID и директиву 2004/109/ЕС Европейского парламента и Совета от 15 декабря 2004 г. по вопросу гармонизации требований, связанных с прозрачностью информации об эмитентах, чьи ценные бумаги были допущены к обращению на регулируемом рынке.). Национальный депозитарий принимает также участие в консультировании по вопросам изменения общесоюзного права.

#### **3.4.4. Деятельность НБП в сфере развития пост-трейдинговых услуг**

НБП осуществляет действия, связанные с развитием услуг клиринга и расчета сделок, предметом которых являются ценные бумаги – как на национальном уровне, так и в рамках ЕСЦБ.

<sup>286</sup> См. пункт 3.4.1 «Правительственные программы».

На национальном уровне НБП принимает участие в законодательных работах, целью которых является, в частности, внедрение директив и других юридических актов Сообщества в польское законодательство, а также в правительственных действиях, направленных на развитие рынка капитала. Это участие имеет форму консультаций. НБП имеет также своих представителей в Совете по вопросам развития финансового рынка (СРФР – RRRF), а также в рабочих группах при СРФР, например, по вопросам сводных счетов. Как оператор систем RTGS в злотых и в евро, в которых ведутся расчеты денежных обязательств НДЦБ и СЦБ, НБП в текущем порядке стремится к повышению эффективности и безопасности денежных расчетов путем модернизации этих систем и их адаптации к требованиям ЕС. Например, в 2005 г. была создана система SORBNET-EURO, и подключена к системе TARGET, а в последнее время к таким действиям относится участие НБП в системе TARGET2. Будучи совладельцем АО НДЦБ, Национальный Банк Польши, участвуя в работе Наблюдательного совета и Общего собрания акционеров, содействует развитию системы НДЦБ и других услуг компании.

На уровне ЕС НБП принимает участие во всех инициативах, в которых участвует ЕСЦБ<sup>287</sup>.

#### Направления развития Регистра ценных бумаг (РЦБ RPW)

Кроме депозитарно-расчетно-клиринговой деятельности в области ценных бумаг, РЦБ реализует порученную НБП функцию агента эмиссии казначейских ценных бумаг (КЦБ). Деятельность РЦБ и его развитие в области казначейских ценных бумаг, особенно казначейских бонов, в значительной мере зависит от принятой Министерством финансов «Стратегии управления долгом сектора публичных финансов»<sup>288</sup>. В этом документе Минфин определяет способ финансирования кредитных потребностей государственного бюджета, и, следовательно, указывает рынки, инструменты и сроки эмиссии ценных бумаг. Важнейшие задачи Стратегии связаны с развитием первичного и вторичного рынка казначейских ценных бумаг. В последнее время на функционирование РЦБ повлияло то, что в систему Дилеров государственных ценных бумаг (ДГЦБ) были допущены заграничные организации, а также то, что сократились сроки расчетов по торгам облигациями (T+2), что значительно уменьшило риск инвесторов, связанный с ограниченными возможностями обращения ценными бумагами до проведения расчета торгов. В стратегии определены важнейшие задания, необходимые для реализации ее цели в течение ближайших 3 лет. Это, в частности, повышение ликвидности и эффективности рынка казначейских ценных бумаг, дальнейшее развитие системы ДГЦБ, а также электронного рынка казначейских ценных бумаг и увеличение группы инвесторов,

<sup>287</sup> См. пункт 3.3.3 «Европейская система центральных банков и Европейский центральный банк».

<sup>288</sup> «Стратегия управления долгом сектора публичных финансов в период 2008-10» Министерство финансов, Варшава, сентябрь 2007 г, [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl).

а также хорошая коммуникация с участниками финансовых рынков. РЦБ настроен на эффективное взаимодействие с Минфином и реализацию заданий, вытекающих из выполнения функции агента эмиссии казначейских бонов и организатора торгов казначейских ценных бумаг.

В рамках этого сотрудничества Регистр адаптирует информационно-системную инфраструктуру к изменяющимся рыночным условиям, а также к индивидуальным потребностям участников РЦБ. Учитывая прогресс в информационных технологиях, необходимость внедрения новых функций, а также повышающуюся активность заграничных дилеров государственных ценных бумаг (ДГЦБ), в ближайшем будущем РЦБ намеревается приступить к работам над новой версией программы, обслуживающей электронную систему торгов. Новая система должна, в первую очередь, облегчить обслуживание клиентов, повысить надежность действия, а также упростить процедуры участия субъектов в первичном рынке казначейских бонов и облигаций.

РЦБ соответствует большинству стандартов Евросистемы в области ведения депозитария ценных бумаг, что значительно ограничивает риск, связанный с хранением и расчетом по этим бумагам. Кроме того, Регистр готовит систему к более полной интеграции национального рынка казначейских ценных бумаг (РЦБ) с европейским рынком, а также к возможному ведению в будущем расчетов по кредитным операциям ЕСЦБ. В значительной мере сократить риск и контролировать его помогает также то, что РЦБ был охвачен системой управления риском, которая функционирует в НБП. Национальный Банк Польши придает огромное значение повышению безопасности своих операционных действий. В настоящее время ведутся работы, направленные на расширение комплексной Системы управления риском (СУР – SZR). В рамках этой системы будут разработаны и внедрены:

- 1) ключевые индикаторы риска KRI (*Key Risk Indicators*),
- 2) профиль риска и карты риска,
- 3) анализы главных процессов НБП,
- 4) способы оценки операционных убытков,
- 5) количественные методы измерения операционного риска.

Работы по усовершенствованию Системы управления риском, которые в настоящее время ведутся, оказывают значительное влияние на повышение безопасности действий РЦБ, а, следовательно, на увеличение защиты участников РЦБ. Повышению безопасности содействует также функционирующий в НБП План непрерывности действий, обеспечивающий бесперебойную работу НБП и детально определяющий принципы поведения в кризисных ситуациях.

В течение последних десяти с лишним лет в странах Европейского союза произошел огромный прогресс в области депозитарных, клиринговых и расчетных услуг. Это развитие является, прежде всего, результатом действий, направленных на консолидацию и гармонизацию, целью которых является создание общего европейского финансового рынка, в частности, благодаря ликвидации барьеров, связанных с различиями в урегулированиях, а также касающихся рыночной практики и технологии, используемой при обслуживании трансграничных сделок. Эти барьеры затрудняют реализацию таких сделок и увеличивают их издержки.

Еще 10-15 лет тому назад пост-трейдинговая инфраструктура в Европейском союзе была очень раздробленной. Центральные контрагенты и депозитарии ценных бумаг обслуживали отдельные рынки. В связи с этим в одной стране нередко функционировало несколько организаций, предоставляющих депозитарно-расчетно-клиринговые услуги. Значительные издержки, связанные с деятельностью этих организаций, в первую очередь привели к консолидации национальных субъектов. Затем начался процесс широко конятой интеграции, в том числе консолидации, субъектов, предоставляющих пост-трейдинговые услуги на уровне Европейского союза. Этот процесс продолжается и по сей день. В результате количество субъектов радикальным образом сократилось, а организации, обслуживающие локальные рынки, были поглощены учреждениями, обслуживающими международные рынки. Примером такого учреждения в области клиринга может быть LCH.Clearnet, а в области депозитарных и расчетных услуг – Euroclear Plc.

Продвижением в гармонизации пост-трейдинговых услуг, как в мире, так и в Европейском союзе, мы обязаны активному участию многочисленных организаций в этой отрасли, а также регуляторных и надзорных органов, связанных с рынком капитала. В мировых масштабах к таким субъектам можно причислить, в частности, BIS, IOSCO, Группу тридцати, ISSA и SMPG. В результате их работы были созданы стандарты и рекомендации, определяющие направления развития и эталоны действия депозитарных, расчетных и клиринговых систем в мире. В Европейском союзе не только были приняты мировые стандарты в области поддержания уровня безопасности пост-трейдинговых услуг, но ведутся также действия по гармонизации, целью которых является унификация принципов предоставления таких услуг и создание возможности образования общего европейского рынка капитала. Кроме действий, предпринимаемых в этой области публичными учреждениями, действующими на европейском уровне (такими как ЕК или ЕСЦБ), очень важны также отраслевые инициативы, которые координируют ассоциации ECSDA, EACH и FESE. Эти учреждения предприняли многочисленные действия. К самым важным следует отнести издание нескольких директив, коммюнике ЕК, разработку многочисленных докладов (например, отчеты Ламфалусси и Джуованнини), *Code of Conduct*, а также создание инфраструктуры на уровне ЕС, например, систем TAR-

GET и TARGET2, а также ССВМ; нельзя не упомянуть создание многочисленных структур, главной целью и достижением которых является повышение безопасности и эффективности, а также гармонизация пост-трейдинговых услуг в ЕС.

В изменяющемся пейзаже европейской пост-трейдинговой инфраструктуры поистине огромную роль играют надзорные органы. Традиционно их действия охватывали локальный финансовый рынок. В связи с трансграничной деятельностью многих поднадзорных организаций, и, особенно, в результате их наднациональной консолидации, масштаб надзора изменился с национального на международный. Это вызвало необходимость организации эффективного взаимодействия надзорщиков из разных стран ЕС, которое приобретает сейчас разнообразные формы, например, объединение надзорщиков в разных структурах и выработка совместных надзорных принципов, заключение соглашений по осуществлению надзора за субъектами, действующими в нескольких странах, а также широкий обмен информацией. Кроме того, появилась необходимость разработки политики надзора за субъектами, предоставляющими услуги в очень больших масштабах, во многих странах, в связи с высокой концентрацией в них риска, связанного с клиринговыми функциями и расчетом.

В течение последних 10 лет увеличилась также роль центральных банков в области надзора за организациями, предоставляющими клиринговые и расчетные услуги. Первоначально делался упор на осуществление центральными банками надзора, главным образом, за платежными системами, в связи с чем у центральных банков не было ни полномочий, ни правовых инструментов, дающих возможность влиять на системы расчета и клиринга ценных бумаг. Поэтому банки могли использовать либо свои владельческие права, либо методы убеждения, основанные на престиже центрального банка. Однако, очень быстро оказалось, что функционирование систем платежа и функционирование систем расчета по ценным бумагам тесно взаимосвязаны, и нарушения в функционировании вторых систем могут вызвать серьезные проблемы в первых. В связи с этим, а также учитывая другие очень важные задачи центральных банков, т.е. ответственность за эффективное проведение операций денежной политики, которые рассчитываются в системах расчетов ценных бумаг, а также обеспечение финансовой стабильности, на что могут негативно повлиять нарушения в работе этих систем, центральные банки в большинстве стран ЕС получили законные полномочия и инструменты для осуществления надзора типа *oversight* за системами клиринга и расчета по ценным бумагам. Остальные центральные банки продолжают использовать владельческие полномочия.

Несмотря на то, что за последние десять с лишним лет был достигнут серьезный прогресс в сфере эффективности и безопасности функционирования трейдинговых услуг в ЕС, многое еще предстоит сделать. Доступ к услугам, дающим возможность вести эффективную трансграничную деятельность, все еще не является одинаковым для всех инвесторов в ЕС, а оплаты за клиринг и расчет по трансграничным сделкам все еще гораздо выше, чем оплаты

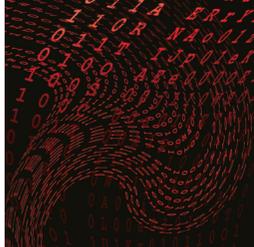
за аналогичные услуги в локальных сделках. Поэтому организации этой отрасли, надзорные и регуляторные органы не успокаиваются на достигнутом, и выступают с новыми инициативами, направленными на полную гармонизацию пост-трейдинговых услуг в рамках общего европейского рынка. Примерами новейших инициатив являются *Code of Conduct*, ССВМ2 и TARGET2-Securities.

Можно заметить также изменения, происходящие в польской инфраструктуре рынка капитала. С одной стороны виден рост локального рынка, и его обогащение новыми инструментами, с другой же стороны – мы отмечаем интернационализацию этого рынка благодаря привлечению иностранных инвесторов и эмитентов. Действия в этом направлении предпринимает как Варшавская фондовая биржа – создавая привлекательный рынок для иностранных инвесторов и эмитентов, так и АО НДЦБ, устанавливая операционное взаимодействие с зарубежными партнерами. В свою очередь НБП, как оператор Реестра ценных бумаг (RPW) стремится к развитию первичного и вторичного рынка казначейских ценных бумаг, путем повышения функциональности, безопасности и эффективности депозитарно-расчетных услуг. Кроме того, все три учреждения, осуществляя свои цели и задания, активно участвуют во многих инициативах ЕС, которые направлены на гармонизацию пост-трейдинговых услуг.

Действия, предпринимаемые инфраструктурными организациями, получают поддержку со стороны правительственных инициатив. В частности, существуют планы приватизации ВФБ в 2008-2011 г.г. и АО НДЦБ в 2009-2010 г.г. Это должно облегчить международную экспансию этих организаций и содействовать реализации проекта создания в Варшаве регионального центрально-европейского центра обращения финансовых инструментов для польских и международных инвесторов.

В настоящее время трудно определить, какую форму приобретет польская и европейская пост-трейдинговая инфраструктура через несколько лет. Наверное, можно рискнуть и сказать, что она станет еще более интегрированной и гармонизованной, чем сегодня, а также более безопасной и эффективной.

# Библиография



## Нормативно-правовые документы

1. Директива 2002/47/ЕС Европейского парламента и Совета от 6 июня 2002 г. по вопросу установления финансового обеспечения.
2. Директива 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета от 4 ноября 2003 г. по вопросу эмиссионного проспекта в связи с публичным размещением или допуском в обращение ценных бумаг.
3. Директива 2004/39/ЕС Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. по вопросу рынков финансовых инструментов, изменяющая директиву Совета 85/611/ЕЭС и 93/6/ЕЭС и директиву 2000/12/СЕ Европейского парламента и Совета, а также отменяющую директиву Совета 93/22/ЕЭС.
4. Директива 98/26/ЕС Европейского парламента и Совета от 19 мая 1998 г. по вопросу окончательности расчетов в системах платежей и расчета ценных бумаг.
5. Распоряжение Комиссии (ЕС) № 809/2004 от 29 апреля 2004 г., внедряющее директиву 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета по вопросу информации, содержащейся в эмиссионных проспектах, а также формы ссылки на ранее раскрытую информацию в публикации таких эмиссионных проспектов, а также распространения реклам.
6. Закон от 22 мая 2003 г. о страховой деятельности, Dz.U. – Вестник Законов № 124, поз. 1151.
7. Закон от 27 мая 2004 г. об инвестиционных фондах, Dz.U. – Вестник Законов № 146, поз. 1546.
8. Закон от 28 августа 1997 г. об организации и функционировании пенсионных фондов, Dz.U. – Вестник законов № 139, поз. 934.
9. Закон от 29 июня 1995 г. об облигациях, Dz.U. – Вестник Законов 2001 № 120, поз. 1300, с изм.
10. Закон от 29 июля 2005 г. об обращении финансовыми инструментами, Dz.U. – Вестник Законов № 183, поз. 1538, с изм.
11. Закон от 29 июля 2005 г. о публичном размещении и условиях введения финансовых инструментов в организованную систему обращения, а также о публичных компаниях, Dz.U. – Вестник Законов № 184 поз. 1539, с изм.
12. Закон от 21 июля 2006 г. о надзоре за финансовым рынком (Dz.U. – Вестник Законов № 157, поз. 1119, с изм.).
13. Закон от 29 июля 2005 г. о надзоре за рынком капитала (Dz.U. – Вестник Законов № 183, поз. 1537, с изм.).
14. Закон от 2 апреля 2004 г. о некоторых видах финансовой гарантии (Dz.U. – Вестник Законов № 91, поз. 871, с посл. изм.).
15. Закон от 24 августа 2001 г. о крайности проведения расчетов в платежных системах и системах расчетов ценных бумаг, а также о принципах осуществления надзора за этими системами (Dz.U. – Вестник Законов № 123, поз. 1351, с изм.).

### Остальные источники

1. B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy?, Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW, styczeń 2007.
2. Baele et al., *Measuring European Financial Integration*, Oxford Review of Economic Policy 2004, Vol. 20 No. 4.
3. Bank for International Settlements, *Central Bank Payment and Settlement Services with Respect to Cross-Border and Multi-Currency Transactions*, Basle, September 1993.
4. Bank for International Settlements, *Cross-Border Securities Settlements*, Basle, March 1995.
5. Bank for International Settlements, *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*, Basle, September 1998.
6. Bank for International Settlements, *Payment System Development*, Basle, January 2006.
7. Bank for International Settlements, *Real-Time Gross Settlement Systems Report*, Basle, March 1997.
8. Bank for International Settlements, *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, Basle, November 1990.
9. Bank for International Settlements, *Report on Netting Schemes*, Basle, February 1989.
10. Bank for International Settlements, *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems*, Basle, September 1992.
11. BNP Paribas, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, Paris 2002.
12. Committee on Payment and Settlement Systems, *Cross-Border Collateral Arrangements*, Bank for International Settlements, Basle, January 2006.
13. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for central counterparties*, Basle, November 2004.
14. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, Basle, July 1999.
15. Committee on Payment and Settlement Systems, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Bank for International Settlements, March 2003.
16. Committee on Payment and Settlement Systems, *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, Bank for International Settlements, Basle, March 1997.
17. Committee on Payment and Settlement Systems, *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, Bank for International Settlements, Basle, January 2001.
18. Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Basle, November 2001.
19. D. Russo, T. Hart, M.C. Malaguti, C. Papathanassiou, *Governance of securities clearing and settlement systems*, Occasional Paper Series of European Central Bank No. 21, Frankfurt 2004.

20. D. Russo, T.L. Hart, A. Schönenberger, *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe*, ECB Occasional Paper No 5, Frankfurt September 2002.
21. E. Chrabonszczewska, *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH Oficyna Wydaw., Warszawa 2005.
22. E. Kazarian, *Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues*, IMF, Washington 2006.
23. E. Nevin, E.W. Davis, *The London Clearing Banks*, Elek, London 1970.
24. Emerging Markets of the International Organization of Securities Commissions, *Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets*, November 1997. /www.riskinstitute.ch/144540.htm
25. ESCB-CESR, *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, September 2004.
26. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: euro area countries*, Frankfurt, August 2007.
27. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union: non-euro area countries*, Frankfurt, August 2007.
28. European Central Bank, *Blue Book: Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries, Addendum incorporating 2005 data*, Frankfurt, December 2006.
29. European Commission, *Communication on Clearing and Settlement in European Union, The way forward*, Brussels, April 2004.
30. European Commission, *Clearing and Settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges*, Brussels, May 2002.
31. European Commission, *Implementing the framework for financial markets: action plan*, COM(1999) 232 final, Brussels, May 1999.
32. European Commission, *Draft working document on post-trading*, Brussels 2006.
33. F. Wendt, *Intraday margining of CCP: EU practice and a theoretical Evaluation of benefits and costs*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, March 2006.
34. G. Tumpel-Gugerell, *At the ECB and FED of Chicago Joint Conference on Issues Related to CCP*, April 2006.
35. G-30, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, Washington 1989.
36. G-30, *Global Clearing and Settlement – a Plan of Action*, Washington 2003.
37. G-30, *Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report*, Washington 2006.
38. H. Koskenkylä, *Financial integration*, Bank of Finland Studies, Helsinki 2004.
39. H. Schmiedel, A.Schönenberger, *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, Occasional Paper Series of European Central Bank, Frankfurt 2005.
40. H. Schmiedel, *Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges*, BNP Paribas, Paris 2002.

41. H. Schmiedel, *Performance of international securities markets*, Bank of Finland Studies, Vammala 2004.
42. H.C. Emery, *Speculation on the stock and produce exchanges of the United States*, Columbia University, New York 1896.
43. International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Madrid May 2003.
44. Интернет-сайты центральных контрагентов, центральных депозитариев, бирж и других субъектов.
45. J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Instytut Naukowo-Wydawniczy. OLYMPUS Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA, Warszawa 2003, s. 505.
46. J.T. Moser, *Origins of the Modern Exchange Clearinghouse: A history of early clearing and settlement methods at futures Exchange*, April 1994.
47. John Jackson, M.J. Manning, *Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements*, Bank of England 2007.
48. K. Lannoo, M. Levin, *The securities settlement industry In the EU. Structure, costs and the way forward*, The Centre for European Policy Studies, Brussels 2001.
49. K. Ripatti, *Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits*, Bank of Finland Discussion Papers, Helsinki 2004.
50. KPWiG, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, stan prawny na dzień 1 marca 2006 r.
51. M. Malkamaki, J. Topi, *Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement*, Discussion Papers, Bank of Finland, December 1999.
52. M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006.
53. M. Rośniak-Rutkowska, A. Famirski, *Jak jest zorganizowany rynek kapitałowy*, *Poradnik Inwestora*, KPWiG i FERK, Warszawa 2006.
54. Narodowy Bank Polski, *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, *Badanie przeprowadzono w 2004 roku przy współpracy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, Warszawa, styczeń 2005.
55. P. Norman, *Plumbers and visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*, Wiley, London 2008.
56. Презентации и выступления из Joint European Central Bank/Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Issues related to Central Counterparty Clearing, Frankfurt am Main, 2006.
57. R. P. Degennaro, C. J. Pike, *Standardizing World Securities Clearance Systems*, Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 15 April 1990.
58. R.B. Forrester, *Commodity Exchanges in England*, American Academy of Political and Social Science, Philadelphia 1931.
59. Rocznik Giełdowy 2008, *Rodowód spółek giełdowych*, s. 123.
60. T. Ellison, *Gleennings and Reminiscences*, 1905.

61. The Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, European Commission, Brussels, November 2001.
62. The Giovannini Group, *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Brussels, April 2003.
63. W. Januszkiewicz, *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991.
64. W.E. Spahr, *The clearing and collection of checks*, Bankers Publishing, New York 1926.
65. W.S. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange*, Kegan Paul, Trench & Co, London 1930.
66. [www.fese.be](http://www.fese.be)
67. [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
68. [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)