

**ПЕТР ЛАНСКОВ**

директор ИНФИ ПАРТАД, член СД ПАРТАД,

канд. экон. наук

ФУНКЦИОНАЛЬНОЕ РАЗВИТИЕ ИДЕИ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Всякий раз при рассмотрении вопроса о совершенствовании инфраструктуры российского рынка ценных бумаг речь заходит о создании центрального депозитария. Вот уже много лет идея центрального депозитария будоражит умы профессиональных участников российского рынка ценных бумаг и его регуляторов. Принято считать, что, если слишком много говорят об идее, не реализуя ее на практике, она может «девальвироваться», т. е. утратить первоначальное содержание и смысл¹.

К ВОПРОСУ СОЗДАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Развитие инфраструктуры фондового рынка не сводится к созданию Центрального депозитария и требует такой ее систематизации по тому или иному принципу внутри страны, которая позволит последней участвовать в международных системах клиринга и расчетов на мировом финансовом рынке. Этот рынок, пожалуй, первым приобрел глобальные черты и парадоксальным образом может рассматриваться и как следствие, и как одна из причин глобализации мировой экономики.

Существенными вопросами развития финансового рынка, по которым в России по факту не используются сложившиеся в мире модели отношений, на данный момент являются:

- отношения государства и бизнеса;
- соотношение регулирования и саморегулирования;
- трастовые отношения в финансовой сфере;
- деятельность инвестиционных банков и финансовых консультантов;
- вопросы инсайдерской информации, раскрытия и защиты информации и т. п.

Этот список может быть продолжен. У некоторых экспертов возникает даже ощущение, что нет такого вопроса на фи-

нансовом рынке, в отношении которого в России удастся напрямую применить тот или иной конкретный зарубежный опыт².

Думается, что и вопрос реализации модели Центрального депозитария в инфраструктуре российского фондового рынка недостаточно прост, чтобы послужить счастливым исключением из сложившейся практики. Международный опыт не дает нам исчерпывающих ответов по проблемам организации учета прав на ценные бумаги, так как в основе этого опыта лежит решение проблемы хранения документарных ценных бумаг как инструментов, обеспечивающих внутреннее непротиворечивое подтверждение как прав «на бумагу», так и прав «из бумаги»³.

¹ Ремнев А. А. О концепции создания Центрального депозитария в Российской Федерации // Ведомости ПАРТАД. 2002. № 3–4.

² Левенчук А. И. Применение западных образцов в регулировании. 1996. // www.libertarium.ru.

³ Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права. М.: Спарк, 1994.

В то же время международный опыт предоставляет возможность «выбора опций» для организации национальной системы учета прав собственности, клиринга и расчетов на финансовом рынке.

Россия стоит перед необходимостью и возможностью построения не американской или европейской модели инфраструктуры рынка ценных бумаг (а следовательно, и самого рынка), а собственной, российской, потому что масштабы экономики страны и объективно связанных с ней экономик стран Содружества Независимых Государств (далее — СНГ), в первую очередь Украины, Белоруссии и Казахстана, требуют построения адекватного их потенциалу финансового рынка и обслуживающей его системы учета прав и расчетов по ценным бумагам.

Российская модель может и должна не слепо копировать принятые в мире правила построения системы учета прав собственности на ценные бумаги, а опираться на последние исследования и разработки в этой области на собственном пути развития. Настоящая статья открывает серию публикаций, представляющих собой один из возможных вариантов осмысления имеющегося международного и российского опыта функционирования учетной системы в интересах развития российского фондового рынка в его взаимосвязи с рынками стран — участниц СНГ. Они основаны на материалах соответствующего доклада, подготовленного по поручению Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации.

ОБЗОР МЕЖДУНАРОДНОГО ОПЫТА ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО УЧЕТУ ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ, КЛИРИНГУ И РАСЧЕТАМ

Центральный депозитарий ценных бумаг (*Central Securities Depository, CSD*) предполагает некое иерархическое (вертикальное) построение учетной системы прав собственности на ценные бумаги, в которой он ведет обслуживание клиентских депозитариев, т. е. депозитариев нижестоящего по отношению к нему уровня, и как номинальный держатель представляет их интересы в электронных реестрах владельцев ценных бумаг или даже ведет их сам.

Учетные системы развитых фондовых рынков, как правило, действительно базируются на центральных (национальных) де-

позитариях, развитие которых в предыдущее полтора десятилетия основывалось на одной из ключевых рекомендаций (№ 3) доклада «Группы 30» (*The Group 30, G30*), подготовленного в 1989 г. крупнейшими мировыми экспертами. Суть ее сводится к тому, что каждая страна должна иметь центральный депозитарий либо сеть тесно связанных друг с другом депозитариев⁴. В последние годы, рекомендация G30 интерпретировалась обычно в России в усеченном до середины варианте. При этом G30 отмечала в своем докладе, что при наличии более одного Центрального депозитария они могут быть специализированы по видам бумаг или по обслуживаемым регионам.

Так, например, даже в США, стране, где в результате происшедшей в 90-х годах прошлого века консолидации инфраструктуры, функцию центрального депозитария выполняет Депозитарно-трастовая и клиринговая корпорация (*Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC*). Клиринговое обслуживание бумаг казначейства и государственных агентств сосредоточено во входящем в состав корпорации специальном юридическом лице — Клиринговой корпорации по бумагам с фиксированными доходами (*Fixed Income Clearing Corporation, FICC*).

Не будем забывать и то, что предметом доклада и последующей деятельности G30 были и остаются системы клиринга и расчетов, по отношению к которым сама депозитарная функция хранения и учета прав собственности на ценные бумаги носит вспомогательный характер. Другое дело, что в конце 80-х годов прошлого века основная цель создания центрального депозитария ценных бумаг — обездвиживание и дематериализация финансовых инструментов — представлялась G30 одной из первоочередных смысловых задач. При этом под обездвиживанием понималось размещение сертификатов ценных бумаг в *CSD*, а под дематериализацией — эмиссия ценных бумаг в бездокументарной форме. Из этого становится понятным, почему до сих пор Центральный депозитарий не появился в России: изначально не было необходимости в дематериализации подавляющего большинства бездокументарных бумаг и, судя по последней редакции закона «О рынке ценных бумаг»⁵, уже не будет, а потребности рынка в централизации клиринга и расчетов еще им (рынком) до конца не осознаны и, следовательно, не востребованы.

Функции центральных депозитариев разных стран, совпадая в основах, могут существенно различаться в деталях. В теории центральный депозитарий объединяет все учетные институты страны в единую расчетно-депозитарную систему, в рамках которой он сам обслуживает оборот финансовых инструментов на организованном рынке (см. таблицу).

В некоторых странах они выполняют перечень функций существенно отличающихся от традиционных. Например, в Великобритании и Ирландии функции центрального расчетного и клирингового института фондового рынка, признаваемого центральным депозитарием, выполняет система *CREST*, которая, строго говоря, не является депозитарием ни в отечественном, ни в западном понимании.

Необходимо отметить, что зарубежные специалисты инфраструктуры фондового рынка различают понятия «депозитарий» и «кастодиан». Особенности кастодиана как клиентского депозитария состоят в возможности оказать клиенту широкий спектр индивидуализированных услуг, например помочь ему купить или продать ценные бумаги, выступая одновременно в качестве брокера, профинансировать покупку ценных бумаг с помощью краткосрочного кредита, продать ценные бумаги, обеспечив поставку кредитом в ценных бумагах⁶.

Главное же отличие расчетного депозитария от кастодиана состоит в том, что он обслуживает участников организованных торговых систем. При этом он должен обеспечить равный подход ко всем клиентам, понимаемый как отсутствие преференций тому или иному конкретному депоненту в части условий обслуживания или тарифов⁷. Граница между этими понятиями постепенно размывается. С одной стороны, кастодианы проводят расчетно-клиринговые операции в интересах своих клиентов без изменения остатков по своим счетам типа «омнибус» в центральном депозитарии и/или реестрах владельцев ценных бумаг, с другой — центральные депозитарии допускают известную индивидуализацию своих услуг, например, при организации обслуживания размещаемого выпуска ценных бумаг конкретного эмитента.

В настоящее время в Европе функционирует около 30 организаций, считающихся центральными депозитариями, а в мире — около 100. Идея центрального депозитария ценных бумаг в традиционном ее понимании, сформулированном G30 как квинтэссенция иерархического по-

⁴ Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets. The Group of Thirty, 1989.

⁵ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. // Собрание законодательства РФ. № 17.

⁶ Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности. М.: МИРПЭ, 1997.

⁷ Томлянович С. Какой Центральный депозитарий нужен России? // РЦБ. 2002. № 20. С. 55.

РЕКОМЕНДАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ГРУПП ЭКСПЕРТОВ В ОТНОШЕНИИ РАЗВИТИЯ СИСТЕМ УЧЕТА, КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ, ВКЛЮЧАЯ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ ДЕПОЗИТАРИИ

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Русский перевод
THE GROUP 30 (G30)	CLEARANCE AND SETTLEMENT SYSTEMS IN THE WORLD'S SECURITIES MARKETS (1989)	RECOMMENDATION 3 EACH COUNTRY SHOULD HAVE AN EFFECTIVE AND FULLY DEVELOPED CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY, ORGANISED AND MANAGED TO ENCOURAGE THE BROADEST POSSIBLE INDUSTRY PARTICIPATION (DIRECTLY AND INDIRECTLY), IN PLACE BY 1992	РЕКОМЕНДАЦИЯ 3 Каждой стране следует к 1992 г. иметь полностью сформированный и эффективно работающий центральный депозитарий ценных бумаг, организованный таким образом и имеющий такое управление, чтобы обеспечивать максимально широкое (прямое или косвенное) участие в нем представителей рынка
INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION (ISSA)	ISSA UPDATE OF THE ORIGINAL G30 RECOMMENDATIONS (1995)	RECOMMENDATION 3 EACH COUNTRY SHOULD HAVE IN PLACE AN EFFECTIVE AND FULLY DEVELOPED CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY, ORGANISED AND MANAGED TO ENCOURAGE THE BROADEST POSSIBLE DIRECT AND INDIRECT INDUSTRY PARTICIPATION. THE RANGE OF DEPOSITORY ELIGIBLE INSTRUMENTS SHOULD BE AS WIDE AS POSSIBLE. IMMOBILISATION OR DEMATERIALIZATION OF FINANCIAL INSTRUMENTS SHOULD BE ACHIEVED TO THE UTMOST EXTENT POSSIBLE. IF SEVERAL CSDs EXIST IN THE SAME MARKET, THEY SHOULD OPERATE UNDER COMPATIBLE RULES AND PRACTICES, WITH THE AIM OF REDUCING SETTLEMENT RISK AND ENABLING EFFICIENT USE OF FUNDS AND AVAILABLE CROSS-COLLATERA	РЕКОМЕНДАЦИЯ 3 Каждой стране следует иметь полностью сформированный и эффективно работающий депозитарий ценных бумаг, организованный таким образом и имеющий такое управление, чтобы обеспечивать максимально широкое (прямое или косвенное) участие в нем представителей рынка. Номенклатура инструментов, приемлемых для депозитарного обслуживания, должна быть по возможности максимально широкой. Следует добиться как можно более полных обездвиживания или дематериализации финансовых инструментов. Если на одном и том же рынке существует несколько центральных депозитариев, то для снижения расчетного риска и эффективного использования денежных средств и имеющегося перекрестного обеспечения необходимо, чтобы правила и процедуры их работы были совместимы
INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION (ISSA)	THE ISSA RECOMMENDATIONS 2000 (2000)	RECOMMENDATION 5 REDUCTION OF SETTLEMENT RISK CREATING CENTRAL COUNTERPARTY STRUCTURES, INCLUDING SETTLEMENT NETTING FACILITIES, WHERE THESE ARE DEEMED APPROPRIATE. THE VARIATION IN SETTLEMENT PERIODS BETWEEN THE INTERNATIONAL DEPOSIT AND LENDING MARKETS, CORPORATE DEBT, GOVERNMENT DEBT, EQUITY SECURITIES AND TRADED DERIVATIVES IS INEFFICIENT AND COSTLY. IN CROSS BORDER MARKETS, THE AVAILABILITY OF LIQUID FOREIGN EXCHANGE MARKETS TO ACCOMMODATE THE SECURITIES MARKETS' SETTLEMENT TIMEFRAMES IS AN IMPERATIVE RECOMMENDATION 6 MARKET LINKAGES CONVERGENCE OF SECURITIES SYSTEMS, BOTH WITHIN COUNTRIES AND ACROSS BORDERS, SHOULD BE ENCOURAGED WHERE THIS ELIMINATES OPERATIONAL RISK, REDUCES COST AND ENHANCES MARKET EFFICIENCY. THE NUMBER OF SECURITIES SYSTEMS HAVE GROWN OVER THE YEARS. THEY HAVE MUCH PARALLEL FUNCTIONALITY. MORE STANDARD MARKET PRACTICE AND COMMON MESSAGING WILL FURTHER HIGHLIGHT THE GROWING DUPLICATION OF GLOBAL INFRASTRUCTURE. WE ARE SEEING DEMAND FOR: • LINKAGES BETWEEN THE TRADING, MATCHING/CONFIRMATION AND SETTLEMENT SYSTEMS ACROSS INSTRUMENTS. • LINKAGES BETWEEN THE SETTLEMENT SYSTEMS AND INTO ELECTRONIC RTGS CASH SYSTEM. • LINKAGES BETWEEN NATIONAL MARKETS, SUBJECT TO THESE INTRODUCING NO ADDITIONAL RISK INTO THE HOME AND HOST MARKETS	РЕКОМЕНДАЦИЯ 5 СНИЖЕНИЕ РАСЧЕТНОГО РИСКА Создание центральных контрагентов (ЦКА), в том числе обеспечивающих неттинг при расчетах, если оно считается уместным. Различия в продолжительности расчетных циклов на международных рынках депозитов, кредитов, правительственных займов, акций, а также биржевых производных финансовых инструментов приводят к снижению эффективности и повышению стоимости услуг. Для наднациональных рынков абсолютно необходимой является способность валютных рынков обеспечить проведение расчетов в соответствии со сроками исполнения сделок на рынках ценных бумаг. РЕКОМЕНДАЦИЯ 6 МЕХАНИЗМЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА Следует поощрять взаимодействие и сближение систем обслуживания ценных бумаг как на национальном, так и на международном уровне, в случае если это способствует устранению операционного риска, снижению издержек и повышению эффективности функционирования рынка. За прошедшие годы произошло увеличение количества систем обслуживания ценных бумаг. Функции, выполняемые этими системами, во многом сходны. Дальнейшая стандартизация рыночных процессов и унификация форматов сообщений будут способствовать выявлению всевозрастающего дублирования функций, выполняемых организациями мировой рыночной инфраструктуры. На наш взгляд, существует потребность в таких мерах, как: • создание механизмов взаимодействия между торговыми системами, системами квитовки/подтверждения и расчетными системами для всех инструментов; • установление корреспондентских отношений между расчетными системами, а также их связи с электронной системой валовых платежей в режиме реального времени (RTGS); • взаимодействие между национальными рынками при условии отсутствия дополнительного риска для внутренних рынков и рынков стран инвестирования
COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS BIS / TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (CPSS IOSCO)	RECOMMENDATIONS FOR SECURITIES SETTLEMENT SYSTEMS (2001)	RECOMMENDATION 6 SECURITIES SHOULD BE IMMOBILISED OR DEMATERIALIZED AND TRANSFERRED BY BOOK ENTRY IN CSDs TO THE GREATEST EXTENT POSSIBLE. Annex 2 (p. 38) MANY SETTLEMENT SYSTEMS HAVE ASSOCIATED REGISTRIES IN WHICH OWNERSHIP OF SECURITIES IS LISTED IN THE RECORDS OF THE ISSUER. REGISTRARS TYPICALLY ASSIST ISSUERS IN COMMUNICATING WITH SECURITIES OWNERS ABOUT CORPORATE ACTIONS, DIVIDENDS, AND SO FORTH. IN SOME MARKETS, SECURITIES MAY BE REGISTERED IN THE NAME OF A BROKER-DEALER OR CUSTODIAN RATHER THAN THAT OF THE ULTIMATE INVESTOR. THESE TYPES OF ARRANGEMENTS ARE SOMETIMES REFERRED TO AS INDIRECT HOLDING SYSTEMS. IN OTHER MARKETS, THE BENEFICIAL OR ULTIMATE OWNER IS REPRESENTED ON THE ISSUER'S OFFICIAL RECORDS, WHICH MAY BE THE RECORDS OF THE CSD, A TRANSFER AGENT OR THE ISSUER ITSELF. THIS IS SOMETIMES KNOWN AS A DIRECT HOLDING SYSTEM. THE EFFICIENCY OF THE REGISTRATION SYSTEM HAS IMPLICATIONS FOR THE CLEARING AND SETTLEMENT PROCESS BECAUSE IT DETERMINES THE EASE AND SPEED WITH WHICH FULL LEGAL TITLE TO SECURITIES CAN BE TRANSFERRED. FULL LEGAL TITLE MAY NOT BE OBTAINED UNTIL OWNERSHIP IS LISTED IN A REGISTRY, AND THUS FINALITY IN THE SETTLEMENT PROCESS MAY NOT BE ACHIEVED UNTIL REGISTRATION IS COMPLETE	РЕКОМЕНДАЦИЯ 6 Ценные бумаги должны быть обездвижены или дематериализованы, а ведение электронного учета прав собственности на них должно как можно в большей степени передаваться в центральный депозитарий.. Приложение 2 (с. 38) Многие расчетные системы взаимодействуют с регистраторами, в которых права собственности на ценные бумаги зафиксированы в реестре эмитента. Регистраторы обычно помогают эмитентам во взаимодействии с владельцами ценных бумаг по поводу корпоративных событий, выплаты дивидендов и так далее. На некоторых рынках ценные бумаги могут быть зарегистрированы скорее на имя брокера/дилера или кас-тодиана, чем на конечного собственника. Такого типа системы иногда относятся к системам не прямого держания (владения). На других рынках выгодоприобретатель или конечный собственник представляется в официальном реестре эмитента, который может вестись центральным депозитарием, регистратором или эмитентом. Иногда это называется системой прямого владения (держания). Эффективность системы регистрации прав собственности на ценные бумаги имеет значение для процессов клиринга и расчетов, потому что определяет легкость и скорость, с которой полный титул собственности на ценные бумаги будет переведен с одного лица на другое. Полный титул собственности не может быть получен до тех пор, пока права собственности не учтены в реестре. Таким образом, процесс расчетов не будет закончен до осуществления перерегистрации

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Русский перевод
THE GROUP 30 (G30)	GLOBAL CLEARING AND SETTLEMENT: A PLAN OF ACTION (2002)	RECOMMENDATION 6 EXPAND THE USE OF CENTRAL COUNTERPARTIES MARKET PARTICIPANTS AND RELEVANT PUBLIC INSTITUTIONS SHOULD COLLABORATE TO ASSESS THE POTENTIALLY SUBSTANTIAL RISK REDUCTION AND EFFICIENCY IMPROVEMENTS OF USING A CENTRAL COUNTERPARTY. THESE BENEFITS ARE EXPECTED TO OUTWEIGH THEIR COSTS IN MOST MARKETS. WHERE THIS IS SO, MARKET PARTICIPANTS SHOULD SEEK EITHER TO USE THE SERVICES OF AN EXISTING CENTRAL COUNTERPARTY OR TO ESTABLISH ONE OF THEIR OWN, WHICHEVER HAS THE BETTER RISK, COST, AND BENEFIT PROFILE	Рекомендация 6 Расширить использование центральных контрагентов Участники рынка и имеющие отношение к проблеме и выражающие общественный интерес институты (регуляторы) должны сотрудничать для определения и снижения потенциальных существенных рисков и повышения эффективности путем использования центральных контрагентов. Предполагается, что на большинстве рынков выгоды от использования ЦКА будут выражены в снижении расходов. На рынках, где это предположение верно, участники рынка должны для себя определить, пользоваться ли услугами имеющегося ЦКА или учредить своего собственного, исходя из того, какой из вариантов будет лучше с точки зрения соотношения риска, затрат и результатов
THE GIOVANNINI GROUP (GG)	SECOND REPORT ON EU CLEARING AND SETTLEMENT ARRANGEMENTS (2003)	SECTION 3 (p. 29) TWO BASIC BUSINESS MODELS CAN BE DISTINGUISHED. THE FIRST TYPE IS THAT OF THE TRADITIONAL CSDS WHOSE MAIN ACTIVITIES FOCUS ON SERVICES RELATED TO ISSUANCE, CUSTODY, AND SETTLEMENT AND SOMETIMES NETTING OF SECURITIES IN THEIR NATIONAL MARKET. THEY DO NOT EXTEND CREDIT. THE SECOND IS THAT OF THE ICSDS, WHICH OFFER A BROADER RANGE OF VALUE ADDED AND MULTI-MARKET SERVICES THAN CSDS, IN THE CONTEXT OF SETTLEMENT-RELATED SERVICES	Раздел 3 (с. 29) Можно выделить два основных типа бизнес-модели (центрального депозитария). К первому ее типу относятся традиционные центральные депозитарии, чья основная деятельность связана с выпусками ценных бумаг, кастодиальным хранением, расчетами и иногда неттингом по ценным бумагам на национальном рынке. Они не кредитоспособны. Ко второму – международные центральные депозитарии, которые предлагают более широкий спектр капитальных ценностей (финансовых инструментов) и обслуживания на многочисленных рынках, чем традиционные центральные депозитарии, в контексте расчетных услуг

строения учетной системы с централизованным хранением документарных ценных бумаг, не представляется актуальной. Практика показывает, что даже в тех странах, где изначально допускался только организованный рынок в виде единственной биржи с одним расчетным депозитарием, обслуживающим такую биржевую площадку (Польша, Мексика и др.), в дальнейшем, по мере развития рынка и роста профессионализма его участников, подобные жесткие модели постепенно становятся более гибкими. Потребности рынка приводят к либерализации условий его функционирования. Создаются новые, специализированные биржи, допускается развитие внебиржевого рынка и обслуживающей его обособленной инфраструктуры⁸.

Существенное влияние на инфраструктуру финансового рынка оказывает масштаб экономики страны. Для таких стран, как Эстония или даже Азербайджан, абсолютно естественным представляется совмещение функций расчетного депозитария единственной биржи, ее клиринговой палаты и центрального регистратора в одном юридическом лице. Удовлетворить потребности финансового рынка Украины или Японии, обеспечив адекватное управление рисками, порожаемыми таким совмещением, пока представляется достаточно сложным.

Странами с масштабным рынком капитала, в которых, по мнению G30, наиболее успешно была реализована концепция создания единой системы расчета и клиринга по ценным бумагам, являются

США и Великобритания, представители которой и составляют ее костяк. Сопоставимую им по масштабам экономику имеет лишь обновленное Европейское сообщество, в котором каждая из стран может реализовывать возможности, предоставляемые свободой движения капитала, в виде ценных бумаг лишь на уровне национальных расчетно-клиринговых систем. Давно замечено, что преобладание в странах с континентальной системой права банковских форм оборота капитала над «ценнобумажными», доминирующими в странах с общей системой права, относительно замедляет указанный оборот и снижает темпы экономического роста⁹.

Действительно, жестко кодифицированные нормы континентального права не позволяют в полном объеме использовать преимущества технологий, порожденных эпохой компьютеров и Интернета. На вопрос, сможет ли расширяющееся Европейское сообщество в разумные сроки синхронно усовершенствовать законодательство входящих в него стран, ответит будущее.

Современное понимание существа деятельности национальных центральных депозитариев делает упор на их роль национальных центров международных систем клиринга и расчетов. В свою очередь такие международные расчетно-клиринговые центры, как *Euroclear* и *Clearstream*, рассматриваются признанными группами экспертов в качестве международных центральных депозитариев (*International Central Securities Depository, ICSD*) скорее по традиции, чем по существу их деятельности. В конце концов, од-

ной из базовых функций любого депозитария является проведение расчетов по ценным бумагам. Однако из этого не следует, что все расчетные центры должны быть центральными депозитариями.

Используемый на российском финансовом рынке в качестве аналога английского *settlement* термин «расчеты» в контексте операций на рынке ценных бумаг ассоциируется у нас с расчетным депозитарием, именуемым в остальном мире *CSD*. На самом деле на практике не существует таких оперирующих депозитариев, которые не проводили бы при этом расчетов по ценным бумагам, если понимать под этим исполнение обязательств по поставке ценных бумаг. Интересно, что согласно российскому законодательству такая деятельность на рынке ценных бумаг попадает под определение клиринговой, и наоборот, клиринговая деятельность в отношении операций по денежным счетам у нас именуется расчетной. С другой стороны, под клирингом при проведении трансграничных операций на международных финансовых рынках понимается централизованный клиринг, подразумевающий процедуру неттинга – зачет встречных обязательств по ценным бумагам и предполагающий аналогичный зачет по деньгам. В качестве универсального средства осуществления такого клиринга обычно рассматривается центральный клиринговый контрагент (*Central Counterparty, CCP*), осуществляющий централизованный клиринг и выступающий стороной (продавцом или покупателем) по всем сделкам на организованном рынке¹⁰. ■

⁸ Ремнев А. А. О концепции создания Центрального депозитария в Российской Федерации // Ведомости ПАРТАД. 2002. № 3–4.

⁹ Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003.

Россия: укрепление доверия. Развитие финансового сектора в России. Всемирный банк / Пер. с англ. М.: Весь Мир, 2002.

¹⁰ The ISSA Recommendations 2000. *International Securities Services Association (ISSA)*, 2000.