



Екатерина Демушкина

Председатель правления НКО АО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД)

Эффективность разными словами

КАК САНКЦИИ ДОБАВИЛИ УСТОЙЧИВОСТИ И УНИКАЛЬНОЙ ЭКСПЕРТИЗЫ РОССИЙСКОЙ УЧЕТНОЙ СИСТЕМЕ

Председатель правления НРД Екатерина Демушкина рассказала в интервью, как НРД получил уникальные компетенции, почему «Мост» превратился в me2me, как приблизить скорость обмена паями к эмиссионным ценным бумагам и какой эффект получили инвесторы за счет эффективного исполнения Указа Президента РФ от 05.03.2022 № 665.

Текст **Ольга Плотонова**

Фотографии **Денис Туравцов**

— На конференции НАУФОР в Екатеринбурге в ноябре прозвучало — «депозитарное рабство», когда у инвесторов возникают сложности с переводом ценных бумаг от одного брокера к другому. Как вы видите такое явление? Как с ним бороться?

— Очень оригинальная постановка вопроса. Предложу посмотреть на эту проблему с нормативной и технологической точек зрения. Во-первых, отсутствовала законодательная база, позволяющая одному налоговому агенту (брокеру) передавать другому налоговому агенту информацию

в электронном виде о расходах на приобретение и хранение ценных бумаг. Такие документы не признавались принимающим брокером — налоговым агентом достаточными и валидными для целей налогообложения. Поэтому физическому лицу нужно было самостоятельно как получать их у брокера, так и передавать новому брокеру — на бумаге. Во-вторых, система депозитарного учета устроена таким образом, что в ней есть несколько уровней — то, что мы называем учетной цепочкой, когда участвует несколько депозитариев. И для того,

чтобы уйти к другому депозитарию, клиенту нужно было приходиться лично и к одному, и к другому, заполнять большое количество документов с указанием реквизитов, заполнять поручения, то есть владеть очень большим набором информации, желательно еще при этом не ошибиться. Поэтому стояла проблема упрощения клиентского пути.

Третья, даже не проблема, а специфика депозитарного учета. В отличие от переводов денежных средств в банковской деятельности, она состоит в том, что расчеты по ценным бумагам исторически, и не только в России, осуществлялись на основании встречных поручений. То есть если мы переводим денежные средства, мы даем платежное поручение на списание, а если мы переводим ценные бумаги, то мало дать поручение на списание, нужно, чтобы еще было дано поручение на зачисление ценных бумаг в депозитарий.

И собственно вся эта проблематика в комплексе стала обсуждаться с участием НРД на площадке НАУФОР, брокерского и депозитарного сообществ, в 2021 году. Подчеркну, со своей стороны мы начали ее решать добровольно, назвав нашу технологию словом «Мост».

Какие проблемы к текущему моменту уже решены? Во-первых, вопрос подтверждения сведений о расходах на приобретение и хранение ценных бумаг при передаче от брокера брокеру. Как раз по инициативе и при непосредственном участии НАУФОР эта проблема решена, и с 2025 года законодательно признана обязанность брокера передавать по требованию инвестора документы, подтверждающие расходы клиента, при переводе им ценных бумаг уходя его к другому брокеру.

Далее, упрощение клиентского пути. Сервис «Мост» позволит перевести ценные бумаги в течение одного дня при обращении клиента к своему брокеру. Далее планируется сократить этот срок вплоть до нескольких минут, но это дело будущего. То есть

принципиально меняется технология взаимодействия клиента с обслуживающим его лицом: ему достаточно указать брокера-депозитария, к которому необходимо перевести его бумаги, чтобы они ушли от его депозитария к другому депозитарию, и при этом речь идет о переводах без перехода права собственности, когда человек переводит ценные бумаги сам себе.

Таким образом технология «Мост», которую мы разрабатывали, была ориентирована на точки касания «клиент — брокер», что предполагало, конечно, взаимодействие брокера с депозитарием. А потом Центральный банк выступил с инициативой, нацеленной на упроще-

Упрощение клиентского пути. Сервис «Мост» позволит перевести ценные бумаги в течение одного дня при обращении клиента к своему брокеру. Далее планируется сократить этот срок вплоть до нескольких минут, но это дело будущего.

ние клиентского пути, создание удобства и простоты расчетов.

Это значит, что та технология «Моста», которую мы предлагали, как добровольную, может быть использована для реализации регуляторной инициативы переводов ценных бумаг самому себе. То есть в ожидаемом нормативном регулировании Банка России может быть зафиксировано право любого человека в течение, как сейчас видится регулятору, нескольких минут, перевести бумаги от одного депозитария к другому на свой счет депо.

Но в чем отличие регуляторной инициативы от нашей технологии? В том, что точкой касания становится не брокер, а депозитарий. То есть они как бы меняются местами. Клиент сначала контактирует с депозитарием, который должен провзаимодействовать с брокером, провести все необходимые проверки и обеспечить этот перевод. Принципиально важным для доработки

технологии Мост явилась и законодательная новелла — возможность передачи ценных бумаг от депозитария к депозитарию без смены владельца (перехода права собственности) без встречного поручения депо. Это и есть перевод me2me, которым стали называть наш «Мост».

Банк России планирует упростить клиентский путь за счет указания клиентом минимум данных в поручении на списание, необходимо указать — идентификатор ценной бумаги, их количество и принимающего депозитария, а все остальные реквизиты будут заполнены депозитариями при обмене сведениями между собой.

— А насколько, по-Вашему, профсообщество готово к переходу на новое регулирование, и какие перспективы развития этой технологии Вы видите?

— Новое регулирование должно вступить в силу с 1 сентября 2026 года. В конце апреля (29 апреля — прим. редакции) Банк России запустил опрос депозитариев о готовности к нему. Широкое обсуждение на сегодня состоит в том, что депозитарии и брокеры продолжают спрашивать — зачем это нужно, почему такие сжатые сроки и что препятствует реализации таких переводов.

И среди проблем, которые рассматриваются как препятствие к быстрому переводу, называется так называемая «квальность» инвесторов; привязка к ИИСам, потому что там есть налоговые льготы. Собственно, и сама передача справки о понесенных расходах тоже озвучивается как препятствие быстрым переводам. Но обращу внимание на то, что все-таки это работа,



непосредственно не связана с операцией по быстрому переводу ценных бумаг, она ведется, как говорится, «под капотом» самими профучастниками: например, передачу справки необходимо осуществить в течение 30 дней с момента подачи заявления клиентом профучастнику.

На нашем недавно прошедшем Биржевом форуме мы рассмотрели эту проблематику в контексте Системы быстрых переводов денежных средств, который занимает три секунды в платежной инфраструктуре Банка России. А ведь там есть целый блок вопросов, которые, как предполагается, должны быть решены за пределами быстрого перевода денежных средств и никак

не рассматриваются как противоречие с этой системой. Это КУС, это валютный контроль, антифрод опять же. Это очень важные темы, которые банк решает со своим клиентом, и которые стоят в стороне от самой операции, но не отменяют эти три секунды, за которые предполагается, что все проверки пройдены. Иными словами, даже в системах быстрой передачи ценных бумаг все равно принимающий депозитарий уже должен быть в отношениях с клиентом, он уже должен провести эти проверки, ту же самую квалификацию.

Вопрос как сделать квалификацию, проведенную одним брокером, автоматически признаваемой другим, чтобы

принимающий брокер не нес ответственность, постоянно обсуждается профсообществом и Банком России, в самых разных конфигурациях. Это как раз та самая работа «под капотом», которая идет не на виду. Если вопрос квалификации будет решен, то определенные поля уже могут быть зашиты в сообщения, которые используются при быстрых переводах ценных бумаг, и информация будет уходить автоматически.

Конечно, все-таки хотелось бы верить, что у технологии нового «Моста», или me2me, в будущем будет более широкая сфера применения. Например, когда создадутся условия по отмене регуляторных ограничений по обособлению

ценных бумаг, которая сейчас облегчена для торговых счетов. Потому что торговые счета — это важная тема и для расчетов, и для операций клиента. Конечно, в технологиях торгов есть и другие способы — там можно продать у одного, купить у другого, но именно базово хотелось бы, чтобы эта технология применялась для любых переводов, связанных с передачей ценных бумаг.

Еще одним отличием переводов ценных бумаг от денежных средств является наличие корпоративных действий. Условно говоря, когда деньги уходят в другой банк, и вдруг происходит какая-то ошибка, они могут висеть на счете невыясненных средств, потом вернуться или успешно зачислиться на нужный счет. А когда это происходит с бумагами, то в период, пока они «висят», могут произойти корпоративные действия, и тогда это вызовет правовую неопределенность. Даже если речь идет о переводах самому себе, то есть без перехода права собственности, при каскадной схеме выплат, когда выплаты переводятся через определенный депозитарий, эта неопределенность может вызвать вопросы: «а правильно ли депозитарий был в этом каскаде задействован, тому ли депозитарию переведены денежные средства, либо они должны были быть переведены другому депозитарию?». Эта неопределенность подталкивает стремиться к тому, чтобы система быстрых переводов ценных бумаг была реализована.

Мы надеемся, что инициатива Банка России будет внедрена, и мы все-таки ожидаем, что к сентябрю участники смогут доработать свои системы под данную технологию, которая обеспечит простоту и удобство расчетов.

— Правильно я понимаю, что сейчас «Моста» уже нет в той конфигурации, которую вы предлагали, или она встроена в me2me?

— Сама технология «Мост» есть, она лишь получила дополнительную видоизмененную функциональность

в точках касания клиента с конкретным институтом. И это требует определенной перестройки бизнес-процессов внутри депозитариев и брокеров, но сама технология, которая позволяет использовать для улучшения клиентского пути обмен сведениями между передающим и принимающим брокером сохранена и получит развитие в будущем.

В июне мы завершаем разработку видоизмененного функционала по быстрому переводу ценных бумаг самому себе, и ожидаем, что к ней присоединятся депозитарии, обслуживающие физических лиц.

— Какая ситуация сейчас с тарифами по этой системе — как со стороны НРД, так и брокеров. Насколько тарификация ясна и урегулирована?

— Эта функция — обеспечение обмена сведениями между депозитариями при быстрых переводах ценных бумаг — носит добровольный характер. Не определено лицо, которое должно предоставить этот сервис, в отличие от СБП по денежным средствам — там есть НСПК как платежная система, с которой все заключают договор.

Мы постараемся максимально учесть пожелания участников рынка, учесть расходы на поддержание этой инфраструктуры. Поэтому эта история не будет бесплатной, тарифная модель прорабатывается.

Самое главное, понимая, что за этим стоят и регуляторные требования, и коль скоро мы этот сервис предлагаем, то мы должны обеспечить надежность и бесперебойность работы, и это тоже требует определенных расходов. Мы обязательно будем обсуждать тарифы с профессиональным сообществом. У нас это не первый такой сервис, который мы предлагаем, вы знаете сервис «администратор софинансирования» — это регуляторная, закреплённая за нами функция, тем не менее это было предметом обсуждений, и мы нашли

консенсус с участниками. Я надеюсь, что и в этом сервисе мы тоже придем к консенсусу.

Повторюсь, это не монополярная функция, но раз мы добровольно приняли на себя такую обязанность и предложили этот сервис, потому что участникам нужно достаточно быстро адаптироваться к новому регулированию, то, как всегда НРД и старается это сделать, должны поддержать высокое качество и надежность.

— ЦБ упростил проверку цепочек владения ценными бумагами при их переводе между брокерами на наличие недружественных нерезидентов. Какую роль НРД играл в этом процессе?

— Как вы помните, все началось в конце 2022 года с предписания Банка России и воплотилось уже в регулировании на уровне Указа президента №138, подписанного 3 марта 2023 года («О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением ценных бумаг» — прим. Редакции). Оборот ценных бумаг стал более тяжелым и сложным, но мы все понимаем, что эта мера вынужденная, и для нас правильный вопрос — адаптации к этим сложным условиям.

Те послабления, о которых вы упомянули, были тоже таким, наверное, адаптационными. Надеемся, что в конечном итоге технологии станут простыми и удобными.

Регулированием возложена на депозитарии обязанность проверять ценные бумаги, зачисляемые на счета депо, на предмет приобретения их у дружественного лица, в отношении бумаг российских эмитентов, а позднее и по еврооблигациям. Эта обязанность распространялась на все депозитарии, которые вели счета депо владельцев, доверительных управляющих. Конструкция счетов номинального держателя — а в НРД большинство таких счетов — сделана по аналогии с корсчетами в банке: на них учитываются

клиентские ценные бумаги, по ним обособление не проводится, но у нас тоже есть владельцы, есть доверительные управляющие, есть пул клиентов, в отношении которых мы точно так же, как и все остальные, должны проводить проверки.

До декабря прошлого года проблема состояла в том, что каждый депозитарий всякий раз, когда шел запрос на перевод, списание, зачисление бумаги, должен был проверять всю цепочку сделок, всю историю жизни этой ценной бумаги, с момента начала действия даже не с момента начала действия Указа Президента РФ от 05.03.2022 N 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами», а с более ранней даты — 1 марта 2022 г. (и с 3 марта 2023 г. для еврооблигаций). Эта проблема аналогична проблеме «квальности», когда не признается проверка, проведенная одним лицом, и второе лицо должно проводить это заново.

Проверка происходит по внешним признакам, но представьте, что бумага могла «жить» какое-то время передаваться за пределами Российской Федерации, могла передаваться в рамках каких-то организованных торгов. Это все очень сложно проверить, и такая нагрузка очень сильно утяжеляла весь оборот.

И мы начали работать над тем, как это упростить, сделать возможным получение информации в поручении депонента — номинального держателя, бумага обособлена или не обособлена. Мы, как центральный депозитарий, предоставили площадку для обсуждения именно «более» депозитариев, которые с этим столкнулись. Мы обращались к регулятору и очень рады, что были услышаны. В декабре прошлого года Совет директоров Банка России принял два важных для нас решения, которые сейчас имеют характер нормативных актов.

Одно из них, по сути, вызвало волну «очищения» торговых счетов. Депозитарии провели достаточно большую работу по возврату бумаг

с торговых счетов, в их отношении была произведена проверка, и те, которые не подлежали обособлению, условно были «чистыми», могли быть зачислены на торговые счета. Этот периметр счетов сейчас считается свободным от необходимости проводить проверки и делать обособление.

НРД предложил способ обмена информацией, который позволил принимающему депозитарию с помощью использования определенных машиночитаемых кодов расшифровать информацию от передающего депозитария о том, была ли бумага обособлена в депозитарном учете, или она не обособливалась. Это позволяет ускорить оборот ценных бумаг. Там есть несколько видов кодов, и если мы видим один из кодов, то эта бумага может попасть на торговый счет, если этого кода нет, значит, она туда не попадет никогда.

Сейчас переводы в рамках me2me ограничены торговыми счетами именно потому, что они не требуют дополнительной проверки.

Сказать, как будут дальше развиваться события, наверное, сложно. Мы продолжаем дискуссии и обсуждение с Банком России возможных дальнейших послаблений. Например, мы хотим предложить, чтобы по торговым счетам вообще не требовалось уведомление об обособлении. И мы всегда говорили о том, что нужно мыслить категориями торговых счетов, а не категориями сделок, потому что в комплексе по итогам клиринга на торговом счете могут учитываться в одном пуле обязательства по сделкам, заключенным на организованных торгах, как безадресным, так и адресным.

— То, что вы рассказываете, очень интересно. Но вы сами эту систему придумываете, это какое-то ноу-хау, или опираетесь на чей-то опыт? Хотя с опытом негусто — существует не так много стран, Центробанков и депозитариев, которые столкнулись с такими ситуациями.

— Знаете, я скажу так: с той ситуацией, в которой оказались мы, наверное, не сталкивался никто. Потому что были нарушены стандартные депозитарные связи, и нам пришлось действовать в совершенно новых условиях, создавать экспертизу, и сейчас, наверное, такой экспертизы больше нет ни у кого.

Возвращаясь к теме обособлений, почему мы предложили такой сервис? Потому что мы же проводим переводы по счетам номинальных держателей, ну и, в общем, могли бы не сильно беспокоиться. Но мы все-таки чувствуем свою ответственность как центральное звено нашей учетной системы за то, чтобы облегчить жизнь нашим участникам и сделать удобные сервисы, которые позволили бы им синхронизироваться, стандартизироваться и не потребовали от них больших доработок. Мы со всеми нашими клиентами связаны ЭДО, у нас все стандартизировано: и формат, и требования. И то, что мы предложили — кодировки, зашитые в поручения — как раз были восприняты на ура, потому что именно это облегчает задачу для депозитариев.

И еще про оптимизацию: над кодами мы работали давно, но сейчас это имеет особое значение, потому что Банк России во втором декабрьском решении Совета директоров разрешил принимающему депозитарию полагаться на ту информацию, которая приходит к нему от передающего депозитария. Мы технологически облегчили передачу этой информации, зашитой в коды. То есть им не надо обмениваться письмами, теперь они делают это через нашу кодировку. Каждый депозитарий, который полагается на заверения другого, тем не менее у себя должен принять правила определения признаков подозрительности, при которых он все равно имеет право провести эту проверку. И это было воспринято рынком очень хорошо, вместе с нашей технологией кодировки, это существенно облегчает оборот ценных бумаг.



— Расскажите про работу с паями ПИФ. Как сделать ОПИФ более ликвидными и приблизить их к БПИФ? Как решить задачу ускорения выдачи/погашения паев и расчетов, почему схема до сих пор обсуждается, в том числе, и в НАУФОР?

— Давайте опять немножко добавим пафоса. Рынок коллективных инвестиций бурно развивается последние несколько лет, он стал настоящим драйвером роста. Мы, как важное звено нашей центральной инфраструктуры, тоже стараемся внести свою лепту и считаем нашу деятельность важной. В Едином плане по достижению национальных целей развития Российской Федерации до 2030 и с перспективой

до 2036 года, который размещен на официальном сайте Правительства Российской Федерации и базируется на Указе президента № 309, есть цель, чтобы доля средств физических лиц в ПИФ и доверительном управлении в совокупном объеме средств в ПИФ, доверительном управлении и на брокерском обслуживании достигнет не менее 54,87% к 2030 году, то есть, есть ожидания, что вложения средств граждан в коллективные инвестиции будут превалировать над вложениями на брокерских счетах.

Система коллективных инвестиций, если она отрегулирована хорошо и прозрачно — та площадка, которая

позволяет конечному инвестору довериться профессионалу. Сложные инвестиционные стратегии, которые может предложить брокер, доступны и понятны не всем инвесторам, им проще положить на того, кто эту инвестиционную стратегию будет разрабатывать и собственнно зарабатывать деньги для конечного инвестора.

И мы создали сервис, который позволяет дотягиваться до конечного клиента. Наша платформа ПИФ — это такое пространство, где мы можем сводить на одной площадке регистраторов, спедепы, управляющих, и брокеров, и где реализовано множество очень удобных сервисов. Мы называем нашу платформу

единой площадкой для брокеров и управляющих компаний, которая брокерам позволяет получить доступ к паям всех управляющих компаний, а управляющим компаниям — получить новый канал продаж. И мы считаем, что этот сервис очень перспективный и надеемся на его развитие.

В 2025 году мы полностью автоматизировали передачу заявок в управляющую компанию с доступом к этим заявкам спецдепов. Мы принимаем эти заявки по окончании операционного дня на любые виды операций, до 20.00.

Мы также реализовали возможность указывать в заявке всю необходимую информацию, которая требуется управляющей компании, например, которая относится к специфике фонда и т. д.

Немаловажно то, что мы все-таки, как центральный депозитарий, по закону являемся небанковской кредитной организацией с ограниченной банковской лицензией, то есть имеем возможность открывать банковские счета юридическим лицам. Поэтому мы предлагаем банковские сервисы для управляющих компаний, которые дают полный комплекс услуг по сопровождению сделок с паями, можем открывать транзитные счета, счета доверительного управления, можем открывать банковские счета брокерам. Мы уже достаточно давно реализовали сервис, так называемый «акцепт» со стороны спецдепа, третью подпись, потому что его роль сложно преувеличить в процессе согласования каких-то сделок с паями и с ценными бумагами, входящими в состав паевого фонда. В дополнение к «классическому» банковскому сервису, за счет интеграции наших систем, в конце прошлого года мы запустили автоматический мэтчинг платежей и заявок, поданных через платформу ПИФ, что в конечном счете позволяет ускорить включение имущества в состав Фонда и снижает операционную нагрузку управляющих компаний и их спецдепов.

Что касается цикла выдачи и погашения паев, то он достигать T+5. При этом выплаты денежных средств при погашении паев могут достигать до 10 дней. Мы считали, у нас на платформе цикл расчетов по выдаче и погашению в среднем составляет около полутора рабочих дней. И мы в плотном взаимодействии с НАУФОР и с участниками рынка продолжаем обсуждать те ограничения, которые являются препятствием переходу на T0.

Наша платформа ПИФ — это такое пространство, где мы можем сводить на одной площадке регистраторов, спецдепы, управляющих, и брокеров, и где реализовано множество очень удобных сервисов.

Наверное, ключевым фактором, который этому препятствует, является определение СЧА ПИФ и расчетной стоимости пая «на определенную дату», поэтому на практике РСП доступна не ранее, чем на T+1 до 14.00 часов, и это не позволяет рассчитаться в день T и даже не всегда в день T+1.

В реестре операция проводится в течение трех рабочих дней, нормативно это никак не закреплено и индустрия сама может стимулировать регистрацию быстрее. А вот расчетная стоимость пая регулируется достаточно жестко, и мы ведем дискуссию о том, каким образом можно было бы сдвинуть время, чтобы обеспечить вот это сокращение расчетного цикла.

Из проблем более общего характера, конечно, нам бы хотелось видеть (и это опять же только добровольно сейчас делается) унифицированный формат заявки, потому что сейчас мы вынуждены кастомизировать ее под запрос каждой управляющей компании, а у нас их уже больше 170, а также в периметре платформы все спецдепы, брокеры, депозитарии. Поэтому работа с управляющими компаниями выстраивается в индивидуальном

формате. Если формат мог бы быть унифицирован, это существенно облегчило работу всем, снизило бы расходы инфраструктуры в целом и создало бы предпосылки для снижения тарифов для конечного инвестора. Что касается упрощения идентификации клиентов, то здесь, скорее всего, мы можем двигаться и обсуждать это в плоскости передачи функции идентификации от одного лица другому, то есть это та модель, которая существует в законодательстве по ПОД/ФТ.

— Очень большой проект был по реализации в законодательстве возможности «каскадных выплат» — как вы велась работа и какую подготовку провел НРД?

— Большое спасибо НАУФОР, мы все-таки сдвинули этот огромный камень с мертвой точки. С марта 2026 года был обеспечен переход на каскадную систему выплат. Но эта проблема не была синхронизирована с налоговым законодательством.

Каскадная система становится похожей на выплаты по эмиссионным ценным бумагам — по облигациям, по акциям, когда мы как центральное звено получаем денежные средства от эмитента и дальше раздаем полученные выплаты вниз по цепочке, и так дальше до клиентского депозитария. И в этой модели именно клиентский депозитарий является налоговым агентом.

А по фондам это всегда была управляющая компания, мы собирали списки для управляющей компании, и она могла выплачивать денежные средства по рекевизитам, которые указывали клиенты. И в том числе была опция указать в качестве счета для получения выплаты счет номинального держателя. И даже

были случаи, когда пытались указать нас. Но дело в том, что эта конструкция, когда она не была закреплена законодательно, имела существенный порок: если клиент в этой модели говорил управляющей компании «заплати моему номинальному держателю», потому что он в цепочке учета находится под регистратором, то дальше у нижестоящих депозитариев не было такой нормативной обязанности эту выплату передавать. И это были риски.

Мы сейчас планируем внедрять на добровольной основе ключевые информационные документы для эмитентов, хотя считаем, что это должно быть частью регуляторной среды. Он может стать единым стандартом информации о финансовом инструменте.

И поэтому синхронизация технологии проведения выплат с эмиссионными ценными бумагами, т. е. по каскаду депозитариев, имеет очень большое значение. Пока это не синхронизировано с налогами, у нас такой комбинированный каскад, мы собираем списки для управляющей компании, и она нам уже дает сведения, которые позволяют депозитариям распределить выплаты с учетом данных о владельцах и налоговой ставке.

Мы ждем, депутатами на рассмотрение в Государственную Думу внесены поправки в Налоговый кодекс, мы рассчитываем, что в ближайшее время эта проблема все-таки будет решена. Конечно, депозитариям потребуется доработка систем, но я надеюсь, что они этим уже занимаются. Клиентские депозитарии умеют быть налоговыми агентами по облигациям и акциям, но пока они не умели этого по паям.

Ну и, наверное, единственным недостающим пазлом во всей этойстройной системе полного перехода, полной синхронизации с выплатами по эмиссионным ценным бумагам будет, когда законодательно каскадные выплаты попадут

в полное погашение паев. Сейчас работа тоже ведется, мы обсуждали эту проблематику, и, надеемся, тоже достигнем консенсуса. И тогда у нас система выплат по паям полностью будет выстроена так же, как по эмиссионным ценным бумагам.

Конечно, эти нормативные ограничения негативно влияют на ликвидность инструмента. Но для ликвидности любого инструмента все-таки важно ее аккумулирование, прозрачность рынка,

и наша площадка, которая позволяет сводить всех участников рынка в одной точке, должна этому способствовать.

— Поговорим про дробные акции и дробные части паев — ожидалось, что в 2025 году появится Единый стандарт учета дробных акций, будет создана площадка для продажи и покупки дробных бумаг. На каком этапе эта идея сейчас?

— Вы знаете, это история с очень длинной бородой, наверное, вот так можно сказать. Я помню это время, где-то середина нулевых, когда все профсообщество обсуждало, как же плохо учитывать дробные акции в десятичных дробях, нужно переходить на простые.

А сейчас, как говорят коллеги, получается очень много знаков после запятой, и свести много дробных акций в одну практически не получается. На это еще наслаиваются особенности учета в разных депозитариях, которые в рамках своих систем могут учитывать дробные части как-то отдельно — для целей выплат, для целей отчетности, и это создает неполное понимание у клиентов того, что происходит.

Дробную акцию на бирже продать нельзя, а на внебирже — можно, вместе с целой. Но из-за тех больших хвостов, которые выросли за 20 лет, «схлопнуть» дробное количество в одну акцию сложно. А динамика сейчас не очень хорошая, потому что количество акций, имеющих дробную часть, за последнее время увеличилось. Этому способствовала и принудительная расконвертация депозитарных расписок, а также другие корпоративные действия, например, произошедшая в 2024 году консолидацию акций ВТБ.

Вопрос как ее решить мы обсуждаем с НАУФОР и участниками рынка. Индустрия предлагает перейти на учет в десятичных, определив правила округления. Но глобально это проблему не решит.

В числе механизмов, которые обсуждались — регуляторно установленные требования о выкупе эмитентом всех этих дробных частей, которые в конечном итоге должны превратиться в целые акции. Я бы со своей стороны, допустила, что это может быть не обязательно предложение эмитента. Мы знаем механизм выкупа у миноритариев, например, мажоритарием с 95% акций. То есть, лицам, которые аккумулируют на себе значимый процент (95% или даже меньше), может быть, предоставить право предложить или предусмотреть их обязанность выходить с предложением о сборе вот этих дробных акций. То есть, дробление, появившись в какой-то момент в законодательстве, стало хронической проблемой, и ее можно разрешить, наверное, только уже «хирургическим операционным» путем.

— Какие новые сервисы НРД планирует ввести в 2026 году?

— Несмотря на нашу важную роль центрального депозитария или даже благодаря этой роли, мы считаем своей важной задачей развивать сервисы инфраструктурного характера, удобные



для конечных инвесторов, позиционируем эти сервисы как B2B2C, то есть сервисы для наших клиентов, которые облегчают жизнь конечным клиентам.

Из того, на чем будем делать акцент в 2026 году, я бы хотела рассказать о сервисе ЕПКД — Единый портал корпоративных действий. Суть сервиса проще всего объяснить на примере «прокси» голосования. Депозитарии и регистраторы обязаны обмениваться «бюллетенем» в электронном виде, это быстро, технологично. Но для конечного инвестора это голосование не всегда удобно, потому что у депозитариев, или тех, кто выполняет его функции, нет обязанности его использовать в отношении своих

клиентов — все зависит от позиции депозитария и сложно в реализации и сопровождении.

Наше решение состоит в типизации участия в добровольных корпоративных действиях для физических лиц. Через финансовый маркетплейс Финуслуги Московской биржи, в едином интерфейсе, по ссылке от своего клиентского депозитария клиент-физическое лицо получает всю необходимую информацию о корпоративном действии и может направить инструкцию на участие в электронном виде в свой депозитарий, которая поступит к нам в НРД «бесплатно». Это больше инфраструктурная функция. Потому что сервис ЕПКД

способствует повышению защиты прав владельцев бумаг, прозрачности рынка. Развитие таких сервисов мы считаем для себя очень важным.

Также мы сейчас планируем внедрять на добровольной основе ключевые информационные документы для эмитентов, хотя считаем, что это должно быть частью регуляторной среды. Он может стать единым стандартом информации о финансовом инструменте. Этот документ содержит депозитарную информацию, которую мы получаем от эмитента, и она может быть обогащена еще и биржевой информацией, которая важна для принятия инвестиционных решений.

Сейчас за эмитентом эта обязанность нормативно не закреплена, но мы хотим представить эмитентам услуги по подготовке ключевого информационного документа (КИД) и наработать практику, заключающуюся в том, что наличие такого документа — это знак качества эмитента. Обогащение этого документа какой-то частью биржевой информации — это уже будет наша задача, в рамках договоров мы все это решим. И, скорее всего, это будет размещаться на сайте биржи, потому что туда в первую очередь идут инвесторы.

— Подобные документы прописаны как обязательные в стандартах НАУФОР для финансовых инструментов, в них максимально сжата информация, указаны все риски.

Как будет выглядеть этот документ для эмитентов, какие проблемы он должен решить?

— Проблема в том, что инвестору сложно читать эмиссионную документацию, сложно читать условия того, как начисляются проценты, как производятся выплаты. Наша задача — разложить это на понятный язык, как бы визуализировать для клиента, что означают условия выпуска.

А насчет описания рисков — все сложные описания каких-то характеристик бумаги, зашитые в эмиссионной документации, нужно пояснить, чтобы помочь клиенту с принятием решения. С 2020 года уже действуют рекомендации Банка России по составлению паспорта банковских продуктов, и мы полагаем, что, хотя здесь не совсем банковский продукт, тем не менее, это очень важная роль. Ввиду отсутствия нормативного регулирования, я бы хотела еще раз обратить внимание, можно это позиционировать именно как знак качества эмитента, и вот собственно наш призыв, послы эмитентам подумать о том, что это хорошо, прежде всего, для самих эмитентов, когда они хотят быть понятными, прозрачными и открытыми для инвестора.

— Как в условиях жестких санкций строится бизнес НРД, в чем изменилась бизнес-модель для получения прибыли или минимизации убытков?

— Очень часто санкции связывают с функцией центрального депозитария. Но на самом деле мы же центральный депозитарий по российским ценным бумагам, и с этой точки зрения те санкции, которые были введены, касались не только нас, но и любого другого депозитария, который имел прямые счета депо в иностранной инфраструктуре. Как оказалось, та модель учетной системы, о которой нас так просили наши иностранные партнеры, начиная примерно с середины нулевых: «Когда же у вас будет централизованная учетная система?», «Когда вы будете соответствовать Правилу 17f-7?», то высокое доверие, которое все испытывали к иностранной инфраструктуре, оно «открыло двери» и привело к той сложной ситуации, в которой мы оказались.

Основная наша бизнес-модель как центрального депозитария — не поменялась. На фоне внешних ограничений наша роль даже еще более усилилась, потому что на нас была возложена сложная и ответственная роль — реализовывать целый ряд появившихся в законодательстве специальных мер. И я считаю, что эту роль мы отыграли очень хорошо. При поддержке и правильном позиционировании всего происходящего со стороны регулятора, при полном понимании участников рынка, мы вместе, всем сообществом, сохранили нашу инфраструктуру и ту централизованную учетную систему, в которой мы живем последние 15 лет.

Мы продолжаем полноценно выполнять свою функцию центрального депозитария. Как центральный депозитарий мы десять лет не повышали тарифы, что, мне кажется, очень важно. В этой роли мы отдаем приоритет надежности и стабильности наших сервисов, финансовой устойчивости.

Но мы развиваем и свою продуктивную составляющую. То есть работаем также по функциям, которые не монопольные, не предписаны нам законом. Это работа в конкурентной среде, и для развития новых сервисов нам надо усиливать клиентоцентричность, слушать наших клиентов, соотносить наши планы с расходами, что является базовой проблемой для каждого депозитария. И даже нововведения, о которых мы говорим, те же переводы me2me, всегда вопрос целеполагания — зачем мы это делаем, какую ценность мы предоставим, и что нам это будет стоить.

Мы понимаем, что обладаем, конечно, уникальной и важной позицией, и она для нас и сложна, и ответственна, и почетна. И мы должны не переходить грань — там, где мы центральный депозитарий, мы равноудалены от всех. Но когда мы переходим в плоскость продуктов, мы должны учитывать конкурентную среду, и работать в соответствии с законами рынка.

— Какие сейчас действия предпринимает НРД для решения вопросов санкций — оспаривания, может быть готовите новые иски, или решили, что это неэффективно?

— Что касается снятия санкций, то мы их оспариваем с 2022 года, и это не секрет. С другой стороны — мы уже адаптировались ко всему тому, что произошло. Мы используем те правовые механизмы, которые доступны и которые мы считаем возможными. Сейчас у нас стадия апелляции, то есть мы иск подали против Совета Европы, который нас включил именно в европейские санкции. Решение в первой инстанции принято не в нашу пользу, что, в общем, было предсказуемо с учетом политизации вопроса. Тем не менее, мы должны были свою позицию заявить, в том числе, почему мы не согласны с принятым решением.

Многие идут по пути индивидуального освобождения активов и получения

лицензии иностранного регулятора. В конце 2022 года вышли генеральные условия в Люксембурге и в Бельгии, которые рынок воспринял сначала как генеральные условия освобождения активов, но они таковыми не оказались, и Euroclear сразу обозначил позицию о том, что это должно быть индивидуальное освобождение.

Мы сопровождаем процесс освобождения активов на основе лицензий иностранных регуляторов. У нас эта информация открыта для инвесторов, на сайте размещены условия, порядок, какие документы мы просим предоставить для того, чтобы дальше сопровождать и передавать их в иностранные учетные и финансовые институты.

Приведу еще один пример: в прошлом году Euroclear освободил на своей стороне большое количество активов клиентов, что освободило наш баланс от существенного объема заблокированных денежных средств, которые были с нашего счета в валюте списаны и розданы клиентам там. По сути, речь о завершении исполнения Указа № 198, по которому мы в рублях раздали в России по замороженным выплатам средства в иностранной валюте. То есть меры работают, и эффект от них очень существенный, и поэтому мы делаем то, что в наших силах как инфраструктуры, и продолжаем находиться и в том числе в судебном процессе с Советом Европы. И, конечно же, эта история небыстрая.

— Расскажите, уже с высоты прошедших 4 лет — как вы прошли адаптацию после введения санкций? Насколько быстро удалось справиться с последствиями первых ограничений? Что конкретно удалось сделать, чтобы расчетная система смогла дальше работать?

— Все, что касается российского рынка и нашей роли центрального депозитария — санкции не оказали ожидаемого при их введении эффекта, НРД продолжает полноценно выполнять роль

центрального депозитария по российским ценным бумагам.

Если говорить все-таки о негативном эффекте в целом для системы, то та самая адаптация состояла в том, что сразу были выработаны несколько направлений работы, как выправить ситуацию. Давайте начнем с цифр, в январе 2026 года Банк России оценил весь объем разблокированных тем или иным способом активов в сумму более 12 трлн рублей¹. Направления нашей работы можно разделить ее на три части.

Первое — перевод в Российскую Федерацию всех видов бумаг — и акций, и облигаций с российскими «корнями». Это огромная работа всей системы. Прежде всего это работа, связанная с переводом на учет в РФ всех ценных бумаг с российскими «корнями». Базово это был закон № 319-ФЗ в 2022 году, когда мы исполняли новое регулирование и переводили на учет в РФ ценные бумаги российских эмитентов, которые учитывались за ее пределами.

Далее это был механизм расконвертации депозитарных расписок. А еще — механизм редомициляции. Очень хороший эффект дал механизм замещающих облигаций. Также очень значимое замещение Минфином еврооблигаций Российской Федерации в конце 2024 года. Нельзя не вспомнить Указ № 844, хотя там эффект, может быть, был чуть меньше за счет ограничений.

Второе направление работы — это возможность исключить из процесса выплат неработающую инфраструктуру. Это актуально и для корпоративных бумаг, и для еврооблигаций Минфина Российской Федерации.

Как сейчас выглядит регулирование? У нас есть базовые указы Президента №95-й и №430-й, которые предписывали российским должникам, связанным

с иностранными структурами с российскими корнями — эмитентами ценных бумаг, осуществлять выплаты в рублях в России. И делается это опять через нас. То есть мы платим по учетной системе Российской Федерации, мы платим каскадом нашим депонентам, и плюс мы платим также тем депозитариям, которые имели прямые отношения с иностранными депозитариями, Им платятся средства в рублях и дальше они также по каскаду это раздают. То есть все средства мы выплачиваем по установленному механизму.

И дальше остается еще возможность у инвесторов, которые учитывают ценные бумаги российских эмитентов в иностранной учетной системе, прийти в НРД с пакетом документов. Либо, что бывает реже, предположить, что иностранные номинальные держатели раскроют о них информацию — такие случаи тоже бывали — но если этого не происходит, то лицо, которое имеет право на получение выплат, у которого бумаги за рубежом, может прийти к нам с пакетом документов, которые остались доступными в сложившихся обстоятельствах.

Начиная с 2022 года, с реализации закона № 319-ФЗ, мы наработали у себя колоссальную экспертизу оценки документов, выданных за пределами РФ, которые подтверждают право владения, учетные цепочки, дружественность/недружественность.

Сейчас это уже поставлено на рельсы, многие бизнес-процессы автоматизированы, у нас появился набор функций налогового агента для физических лиц.

Важно сказать, что в периметр выплат в рублях заведены еврооблигации, которые находятся в российской учетной системе. Но для корпоративных еврооблигаций, которые учитываются за пределами страны, есть другие механизмы — это Указы Президента РФ № 529 и №198, которые позволяют эмитентам принимать решения осуществлять выплаты здесь на основе пакета

¹ <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6979e4269a7947594b3d9011>



документов. И для этой цели у нас заключен целый ряд договоров с эмитентами, которые пользуются нашей экспертизой, и все выплаты проводятся.

А если говорить о еврооблигациях Российской Федерации, то по ним, помимо того, что было замещено, остался пул, по которому в рамках 665-го Указа (ранее это был Указ Президента РФ № 394) проводится выплата в рублях, это так называемые счета «И».

Ну и третье — это добровольное сопровождение лицензий. И вот комплекс этих мер, он собственно показывает ту самую цифру, которая была озвучена Банком России, и работу мы продолжаем.

— Мне кажется, НРД скоро можно будет уже продавать свои уникальные компетенции в условиях санкций...

— Представьте, к нам приходили люди с пачкой документов, которые можно было только копировать, потому что их не загрузишь в систему. И для нас это была действительно очень большая работа, потому что надо соблюсти требования, которые могли бы дать определенную степень уверенности в том, что документы выданы правильно, легализованы, заверены, переведены. Мы сверяли реквизиты просто до мелочей. Разбирали все. Это сложная работа, по каким-то спорным моментам мы принимали даже коллегиальные

решения, рассматривали некоторые кейсы со всех сторон. Это позволило наработать ту самую экспертизу и поставить ее уже на рельсы, можно сказать.

— На последний мой вопрос вы частично уже ответили. В апреле 2025 года НРД победил в номинации «Проект по развитию национального фондового рынка» премии «Элита фондового рынка» НАУФОР, за реализацию выплат инвесторам по заблокированным ценным бумагам, в рамках Указа № 665. Опишите, пожалуйста, в цифрах, деталях проделанную работу, и много ли еще осталось?

— Мы были очень тронуты признанием нашего вклада в общее дело, было

очень приятно. Работу в рамках Указа Президента РФ № 665, который создал и сформировал последовательность исполнения передачи в рублях тех выплат, которые сейчас заморожены и зафиксированы в иностранной валюте, мы продолжаем.

Этот Указ создал механизм замены обязательств из одной валюты в другую. Прочитую «Бриллиантовую руку»: «Брюки превращаются в элегантные шорты». Здесь примерно так же. Это достаточно сложный механизм, он ясен тому, кто понимает, что такое учет, потому что он состоит из двух частей. Есть выплаты в рублях по еврооблигациям Российской Федерации — это счета «И». И когда Минфин выплачивает в рублях денежные средства, то они раздаются по нашей системе. Дальше в НРД могут прийти владельцы с пакетами документов, потом окно возможностей получения выплат в рублях владельцам этих еврооблигаций закрывается, и включается механизм замены обязательств. И это означает, что всю рублевую незабранную ликвидность мы используем для того, чтобы раздать ее вместо валюты по замороженным выплатам по иностранным ценным бумагам, а обязательства, которые были в рублях перед владельцами еврооблигаций Российской Федерации, трансформируются в валютные обязательства. Указом предусмотрена возможность для держателя обратиться в НРД с тем же пакетом документов после указанной трансформации обязательств, но только уже в этом случае НРД, обращается к финансовому институту МРКО, подаем документы и говорим: «К нам пришел владелец, он имеет право, пожалуйста, спишите с нашего счета и отдайте там». Но пока механизм и ограничивается подачей нами распоряжения, потому что они все еще не исполняются.

Указ № 198 позволил в качестве рублевой ликвидности использовать уже не счета «И», а счета типа «С» — самый значительный пул ликвидности, осевшей на счетах иностранных

номинальных держателей по механизму прямых выплат по Указам № 95 и №430. И мы тогда разово раздали достаточно большую сумму.

Сейчас мы находимся в рамках передачи выплат пятой очереди, предусмотренной указом № 665, — это требования по бумагам, которые принадлежат юридическим лицам. То есть все розничные инвесторы, которые имели право на получение выплат по иностранным ценным бумагам за период, предусмотренный указом № 665 (с марта 2022-го до 9 сентября 2023-го), их получили.

Пока этот горизонт не расширился, и мы раздаем еще выплаты, которые накопились за этот период и были заморожены.

Пятая очередь «течет» медленнее: после того, как в конце 2024 года Минфин Российской Федерации заместил на очень большую сумму еврооблигации, их стало просто меньше, они стали российскими. Все торгуют и получают свои выплаты, как по обычным российским бумагам. Они привязаны к иностранной валюте, но расчеты все в рублях и выплаты в рублях. И поэтому этот ручеек рублевой ликвидности, который капает на счета типа «И», стал меньше, и поэтому очередь движется медленнее.

— **Инфраструктура прошла серьезнейшее испытание, как бы вы оценили ее уровень сегодня?**

— Я считаю, что мы, как инфраструктура российского финансового рынка, доказали свою состоятельность. Мы полностью адаптировались, и все меры работают. Ландшафт, который сформировался за 30 лет, устойчив. Как говорит Виктор Жидков (глава Московской биржи — *Прим. ред.*): «Я 34 года на этом рынке...». Вот я тоже 34 года на этом рынке. И горжусь, что ландшафт создавался не просто на моих глазах, а и при некотором участии.

— **На этой прекрасной позитивной ноте большое вам спасибо.** □

Биография

Екатерина Демушкина, председатель правления НКО АО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД).

Окончила юридический факультет МГУ им. М.В. Ломоносова и Всероссийскую академию внешней торговли (Мастер делового администрирования — международный бизнес).

Работает в финансовой системе более 30 лет, 7 лет отработала в Центральном Банке Российской Федерации. Стояла у истоков создания российского рынка ценных бумаг и принимала участие в подготовке ключевых законов: «О рынке ценных бумаг», «Об ипотечных ценных бумагах», «О клиринге и клиринговой деятельности», «О центральном депозитарии».

В 2006–2007, а также с 2011 по 2018 годы занимала должности заместителя председателя, член правления ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» и принимала непосредственное участие в его создании.

2007–2010 — вице-президент «Депозитарно-клиринговой компании».

2010–2011 — заместитель председателя правления, член правления Небанковской кредитной организации акционерного общества «Национальный расчетный депозитарий» (НКО АО НРД).

В 2019–2021 — посты на государственной службе, в том числе директор Департамента земельной политики, имущественных отношений и госсобственности Министерства сельского хозяйства Российской Федерации.

В 2022–2024 — заместитель председателя правления, член правления НКО АО НРД, с сентября 2024 — временно исполняющий обязанности председателя правления, а с марта 2025 — председатель правления НКО АО НРД.

С 10 июля 2025 года избрана в состав Совета директоров НАУФОР на 2025–2027 годы.