

# СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И УПРАВЛЕНИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ

Независимое исследование *Thomas Murray*

Перевод Юлии Черкашиной

## ВВЕДЕНИЕ

Мировая тенденция функционирования центральных депозитариев (далее — ЦД) включает в себя внутреннюю (объединение нескольких депозитариев внутри одного государства) и международную оптимизацию (консолидация центральных депозитариев стран с целью снижения операционных затрат на предоставляемые услуги).

При консолидации работы центральных депозитариев возникают не только задачи технического характера по оптимизации и стандартизации, которые в свою очередь создают риски, связанные с управлением проектом, но и важные вопросы, касающиеся структуры собственности и управления.

В данном исследовании будут рассмотрены вопросы структур собственности и управления применительно к сегодняшнему состоянию российского фондового рынка и предложены возможные пути их решения, основанные на мировом опыте. Глубокий анализ опыта рынков других стран позволит избежать некоторых возможных ошибок.

## СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ И УПРАВЛЕНИЯ

### Разделение структуры собственности и управления

Как показывает мировая практика, структуры собственности и управления ЦД недостаточно согласованы, что приводит к противоречиям и снижает эффективность работы организации.

В крупных компаниях все собственники не могут быть представлены в структуре управления, в связи с этим возникает необходимость в четкой процедуре выборов членов совета директоров и назначения менеджмента. При разделении структур собственности и управления возникают противоречия.

В большинстве компаний интересы владельцев и менеджмента пересекаются, так как и те и другие стремятся получить прибыль, а также удовлетворить преимущественное право на управление. На рынках, где существует конкуренция, клиенты имеют возможность отказаться от продукта или услуг, не отвечающих их потребностям, что, соответственно, принесет компании убытки. В данной ситуации владельцы и менеджмент одинаково заинтересованы в том, чтобы их компания была наиболее прибыльной.

### Клиенты монополии

Если компании предоставлены монопольные права на оказание услуг, вопросы, связанные со структурами собственности и управления, усложняются. В данном случае клиенты лишены права выбора поставщика услуг, и поэтому требуется представление их интересов в структурах собственности и управления. Такая ситуация характерна для компаний, выполняющих функции центрального депозитария, которые в большинстве стран являются монополистами, даже если это не предусмотрено законом. В России основная цель — создание ЦД, который планируется наделить монопольными правами, поэтому необходимо обратить внимание на приведенные вопросы.

Если раньше были только владельцы и менеджмент компании, имеющие общие интересы, то сейчас появляется необходимость учитывать интересы клиентов, которые в большинстве случаев расходятся с интересами владельцев. Клиентам нужен доступный и качественный сервис, тогда как владельцам для получения наибольшей прибыли выгоднее, чтобы услуги, оказываемые их компанией, были дорогими. Как же разрешить этот конфликт интересов? Некоторые говорят об управлении в интересах клиента, но возможно ли это?

## АКЦИОНЕРЫ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ

Изначально понятие управления сводилось к представлению интересов собственников в структуре управления, но затем его значение расширилось и охватило интересы большего количества сторон.

### Кто является акционерами

Список акционеров ЦД может включать в себя:

- учредителей;
- сотрудников;
- биржи;
- центральных контрагентов;
- регулятора;
- центральный банк;
- эмитентов;
- инвесторов;
- профессиональных участников фондового рынка.

Каждая из перечисленных сторон заинтересована в хорошей работе ЦД. Но вопрос состоит в том, каким образом акционеры должны принимать участие в процессе управления? Очевидно, что учредители должны активно участвовать в этом процессе, а как быть с остальными сторонами?

### Участие акционеров в процессе управления

Насколько обязательно участие того или иного акционера в управлении, показано в табл. 1. «Нет» означает, что ЦД может пригласить акционера принять участие в управлении компанией, но ни в коем случае не обязан это делать.

Таблица 1. УЧАСТИЕ В УПРАВЛЕНИИ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ ДЕПОЗИТАРИЯМИ

АКЦИОНЕР	УЧАСТИЕ В ПРОЦЕССЕ УПРАВЛЕНИЯ	ОБОСНОВАНИЕ
Учредители	ДА	Контроль является одним из преимуществ, которыми пользуются учредители
Сотрудники	ДА	В случае если на рынке труда не существует профсоюзов
Биржи	Нет	Может помешать доступу конкурирующей биржи к ЦД
Центральные контрагенты	Нет	Может помешать доступу конкурирующего центрального контрагента к ЦД
Регулятор	Нет	ИМЕЕТ значительное влияние посредством надзора
Центральный банк	Нет	ИМЕЕТ значительное влияние посредством контроля
Эмитенты	ДА	Только если ЦД предоставляет услуги конечным инвесторам
Инвесторы	ДА	Только если ЦД является монополией
Посредники	ДА	Основные клиенты монополии

Как мы видим из табл. 1, некоторые акционеры должны принимать участие в управлении ЦД, являющимся монополией. Без такой системы сдержек и противовесов интересы любого акционера могут быть дискриминированы.

### ЕВРОПЕЙСКИЙ ОПЫТ

Несмотря на успешную деятельность всех центральных депозитариев Центральной Европы, возникали серьезные разногласия по поводу структуры их управления, хотя напрямую эти вопросы не затрагивали структуру собственности.

#### Роль центрального банка

Пользователями услуг ЦД обычно являются:

- брокеры-дилеры;
- банки-кастодианы;
- клиринговый банк;
- иностранные центральные депозитарии;
- управляющие компании;
- эмитенты;
- центральный контрагент.

Центральный банк не является ни брокером-дилером, ни банком-кастодианом. Если центральный банк проводит брутто-расчеты в реальном времени, то он попадает в категорию клиринговых банков. Если государственные ценные бумаги находятся на хранении в депозитарии, то центральный банк приобретает статус эмитента. Но ни одна из этих ролей (клиринговый банк, эмитент) не является основной в работе ЦД (очевидно, что они очень важны за пределами ЦД, но не могут оказать непосредственное воздействие на работу центрального депозитария). Таким образом, роль центрального банка в работе ЦД не существенна. Понятно, что у него есть интерес к участию в уп-

равлении центральным депозитарием, но не такой прямой, как у брокеров-дилеров и банков-кастодианов, которые являются участниками расчетов проводимых в ЦД. Центральный банк не является участником расчетов.

### Участие центральных банков в процессе управления

*Thomas Murray* не может предоставить точные сведения об официальной политике Европейского центрального банка, но из неофициальных источников известно, что европейским центральным банкам было дано распоряжение не вмешиваться в деятельность центральных депозитариев. Только 3 центральных банка вовлечены в деятельность ЦД:

- **Национальный банк Бельгии.** Всем хорошо известно, что Национальный банк Бельгии продает свой депозитарный бизнес. Мы не можем сказать точно, кто будет покупателем. Одним из возможных претендентов является *Euroclear*;

- **Центральный банк Греции.** Он все еще занимается депозитарным обслуживанием государственных ценных бумаг, но депозитарий по обслуживанию акций (который является частью группы *HELEX*) также начал предлагать частным инвесторам депозитарное обслуживание государственных ценных бумаг, хотя этот процесс нельзя назвать успешным. Центральный банк Греции отказывается сотрудничать с ЦД, обслуживающим акции, препятствуя доступу к денежным средствам участников на счетах в центральном банке для проведения расчетов — очень важный момент, учитывая слабость греческих банков и использование *Alpha Bank* (с рейтингом всего *BBB+*) в качестве единственного расчетного банка;

- **Центральный банк Португалии.** Расчеты по операциям с казначейскими обязательствами все еще проводятся с использованием системы *SITEME*, но на самом деле это только первичный рынок. *Thomas Murray* не проводит рейтинг Центрального банка Португалии в отношении предоставления депозитарных услуг, поскольку торговля на вторичном рынке недостаточна для проведения оценки рисков.

Существуют центральные банки, которые отказались от депозитарной деятельности: Банк Англии передал депозитарную деятельность *CRESTCo*; Банк Италии — *Monte Titoli*; Банк Испании — *IBERCLEAR*; Резервный банк Австралии — *Austraclear (SFE)*.

Центральные банки все еще работают на двух крупных рынках: США (Федеральная резервная система) и Японии (Банк Японии). Хотя Банк Японии больше не осуществляет сверку и клиринг операций с японскими государственными ценными бумагами и не является центральным контрагентом. После трагедии 11 сентября *DTCC* сделала ряд шагов по взятию на себя некоторых функций Федеральной резервной системы.

#### Причины, по которым центральным банкам следует отказаться от депозитарной деятельности

Эффективное управление обеспечивается посредством:

- осуществления контроля;
- регулирования;
- надзора.

Контроль включает в себя минимизацию системных рисков в данной инфраструктуре и обеспечение точной и четкой работы. Контроль осуществляется с помощью предупреждений и отзыва лицензий.

Регулирование обычно осуществляется специальным органом, который устанавливает правила и следит за тем, чтобы они соблюдались. По закону у регулятора есть набор прав, которые позволяют ему выполнять свои обязанности.

Для проведения надзора необходим мониторинг деятельности, чтобы убедиться в том, что она ведется в соответствии с законодательством. Надзор может либо осуществляться напрямую регулятором, либо быть передан саморегулируемым организациям (СРО).

Если центральный банк осуществляет контроль рыночной инфраструктуры и одновременно является собственником или его представители входят в состав правления, то, наверняка, возникнет конфликт интересов. Поэтому обычно центральный банк не занимается депозитарной деятельностью, а его участие в депозитарной деятельности в некоторых странах объясняется историческими причинами. До появления центральных депозитариев (как соответствующих инфраструктурных институтов) государству был необходим механизм контроля расчетов по государственным ценным бумагам между членами банковского сообщества. В отсутствие такой специализированной организации центральные банки брали данную функцию на себя. А с появлением центральных депозитариев такие функции перешли к ним.

Естественно, для того чтобы осуществлять контроль, центральный банк должен иметь доступ к информации, хранящейся в ЦД, но для этого нет необходимости в том, чтобы он являлся собственником. Данную информацию центральный банк будет использовать в основном для мониторинга активности депонентов ЦД, а не для контроля деятельности самого центрального депозитария. Все, что требуется, — это тесное рабочее взаимодействие с центральным банком, но совершенно излишне, чтобы эти отношения отдельно оговаривались в законе или другим формальным путем.

С коммерческой точки зрения центральному банку бессмысленно иметь собственный депозитарий, так как это удваивает расходы и дробит ликвидность. Дополнительные расходы на расчеты по государственным ценным бумагам в депозитарии, обслуживающем корпоративные ценные бумаги, весьма малы, так как расчеты по облигациям проводить проще, чем расчеты по акциям. Обслуживание государственных ценных бумаг в отдельном депозитарии затрудняет использование данных ценных бумаг в качестве обеспечения операций, проводимых в другом депозитарии, т. е. затруднительно использовать государственные ценные бумаги в качестве обеспечения расчетов по акциям. Это является одним из мотивов консолидации депозитарной деятельности в одном центральном депозитарии. (В данном контексте НДС не рассматривается как отдельный депозитарий центрального банка, несмотря на то, что Центральный банк Российской Федерации, несомненно, имеет значительное влияние.)

## ПРИМЕРЫ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ

В табл. 2 приведены структуры собственности, существующие в некоторых странах.

### Центральные депозитарии

Таблица 2. СОБСТВЕННИКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ

СТРАНА	ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ	СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ
<b>Рынки развитых стран</b>		
Великобритания	CRESTCo	В собственности пользователей
Франция	EUROCLEAR FRANCE	В собственности пользователей
Бельгия	EUROCLEAR BELGIUM	В собственности пользователей
Бельгия	NATIONAL BANK OF BELGIUM	Центральный банк

Продолжение табл. 2

СТРАНА	ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ	СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ
<b>Рынки развитых стран</b>		
Нидерланды	EUROCLEAR NETHERLANDS	В собственности пользователей
Германия	CLEARSTREAM BANKING FRANKFURT	Акции свободно обращаются на бирже
Австрия	ОЕКВ	В собственности банков
Норвегия	VPS	Акции свободно обращаются на бирже
США	DTCC	В собственности пользователей
США	FEDERAL RESERVE	Центральный банк
Канада	CDS	В собственности пользователей и биржи
Швейцария	SIS	В собственности банка
Швеция	VPC	В собственности банков и компании, выпускающей программное обеспечение (OMX)
Италия	MONTE TITOLI	В собственности банков, брокеров и эмитентов
Испания	IBERCLEAR	В собственности банков и брокеров
<b>Рынки развивающихся стран</b>		
Бразилия	CBLC	В собственности банков и брокеров
Мексика	INDEVAL	В собственности банков и брокеров
Индия	CDSL	В собственности банков и биржи
Индия	NSDL	В собственности банков и биржи
Индия	RBI	Центральный банк
Китай	CSDCC	В собственности государства
Венгрия	KELER	Центральный банк и Австрийский консорциум
Польша	KDPW	В собственности государства, включая центральный банк
Южная Африка	STRATE	В собственности банков и биржи

В перечисленных структурах собственности приводятся конечные владельцы центральных депозитариев. Например, *Clearstream Banking Frankfurt* находится в собственности биржи (*Deutsche Borse*), но одновременно ее акции свободно обращаются на бирже.

Необходимо отметить принципиальную разницу между государством и центральным банком в качестве собственников центрального депозитария. Например, в Польше 33% центрального депозитария (*KDPW*) принадлежит бирже, 33% — Министерству финансов и 33% — центральному банку. В данном случае Министерство финансов и центральный банк могут преследовать разные цели, являясь собственниками центрального депозитария.

⇒ Италия планировала провести приватизацию компаний, входящих в вертикальную структуру «биржа—депозитарий» группы *Borsa Italiana* (в том числе *Monte Titoli*), посредством *IPO*. Вместе с тем в настоящее время ведутся переговоры с *Euronext*, что в итоге может привести к разделению существующей вертикальной структуры.

⇒ Испания начала подготовку к *IPO* ценных бумаг центрального депозитария.

⇒ Бразилия заявила о предстоящей приватизации биржи (*BOVESPA*) и *CBLC* через *IPO*. *BOVESPA* владеет «золотой акцией» в *CBLC*.

⇒ В Мексике центральный банк имеет 2,22 % в INDEVAL, является владельцем одной акции.

⇒ В Индии, так же как и в России, на данный момент существует две конкурирующие биржевые группы (BSE и NSE) со своими депозитариями, но без участия центрального банка. У центрального банка есть свой депозитарий, и он не вмешивается в работу биржевых групп.

⇒ Головной офис китайского центрального депозитария расположен в Пекине, филиалы — в Шанхае и Шеньчжэне. Им совместно владеют две биржи, каждая из которых находится в собственности государства.

⇒ Венгерский центральный банк планировал продать принадлежащие ему 53 % в KELEK бирже (которая в свою очередь находится в собственности Австрийского биржевого/банковского консорциума), но изменил свое решение. (Стало ясно, что сделка с консорциумом не принесет ничего полезного, хотя такое решение не было неожиданностью.)

⇒ Правительство Польши планировало провести приватизацию рыночной инфраструктуры через IPO и размещение ценных бумаг среди стратегических партнеров, но новое правительство отклонило данное предложение.

## Биржи

Таблица 3. СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ БИРЖ

СТРАНА	БИРЖА	СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ
<b>Рынки развитых стран</b>		
Великобритания	LSE	В собственности пользователей
Франция	EURONEXT	Акции свободно обращаются на бирже
Бельгия	EURONEXT	Акции свободно обращаются на бирже
Нидерланды	EURONEXT	Акции свободно обращаются на бирже
Германия	DEUTSCHE BORSE	Акции свободно обращаются на бирже
Австрия	VSE	В собственности банков и эмитентов
Норвегия	OSLO BORSE	Акции свободно обращаются на бирже
США	NYSE	Акции свободно обращаются на бирже
США	NASDAQ	Акции свободно обращаются на бирже
США	eSPEED	В собственности CANTOR FITZGERALD (БРОКЕР)
Канада	TSX	Акции свободно обращаются на бирже
Швейцария	SWX	В собственности ассоциации, состоящей из 54 членов
Швеция	STOCKHOLM BORSE	В собственности OMX — акции свободно обращаются на бирже
Италия	BORSE ITALIANA	В собственности банков, брокеров и эмитентов
Испания	BME	В собственности банков и брокеров
<b>Рынки развивающихся стран</b>		
Бразилия	BOVESPA	В собственности брокеров
Мексика	BMV	В собственности брокеров
Индия	BSE	В собственности брокеров
Индия	NSE	В собственности брокеров
Китай	SHANGHAI STOCK EXCHANGE	В собственности брокеров
Венгрия	BSE	Австрийский консорциум
Польша	WSE	В собственности государства
Южная Африка	JSE	В собственности брокеров

В данной среде влияние центральных банков еще меньше. На некоторых рынках государственные облигации в основном торгуются на внебиржевом рынке или через электронные торговые системы (EuroMTS или eSpeed (Cantor Fitzgerald)). Поскольку объемы торговли на бирже довольно малы, нет никакого объяснения необходимости в том, чтобы центральный банк являлся собственником биржи.

⇒ Испания и Мексика начали подготовку к IPO ценных бумаг центрального депозитария.

## ПРИМЕРЫ СТРУКТУР УПРАВЛЕНИЯ

Структура управления во многом отражает структуру собственности. Некоторые центральные депозитарии назначают независимых членов совета директоров, но обычно их меньшинство.

### Центральные депозитарии

Таблица 4. СТРУКТУРА УПРАВЛЕНИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ

СТРАНА	ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ	СТРУКТУРА УПРАВЛЕНИЯ
<b>Рынки развитых стран</b>		
Великобритания	CRESTCo	Большинство — пользователи
Франция	EUROCLEAR FRANCE	Большинство — пользователи
Бельгия	EUROCLEAR BELGIUM	Большинство — пользователи
Бельгия	NATIONAL BANK OF BELGIUM	Директоры, назначаемые королем
Нидерланды	EUROCLEAR NETHERLANDS	Большинство — пользователи
Германия	CLEARSTREAM BANKING FRANKFURT	Кандидаты, назначаемые Deutsche Borse
Австрия	OeKB	Большинство — клиенты
Норвегия	VPS	Акционеры, в основном пользователи
США	DTCC	Пользователи
США	FEDERAL RESERVE	Представители банков и правительства
Канада	CDS	Пользователи
Швейцария	SIS	Пользователи
Швеция	VPC	Акционеры и сотрудники
Италия	MONTE TИПОЛ	Директора, назначаемые акционерами
Испания	IBERCLEAR	Директора, назначаемые акционерами
<b>Рынки развивающихся стран</b>		
Бразилия	CBLC	Пользователи и представители биржи
Мексика	INDEVAL	Директора, избираемые акционерами
Индия	CDSL	Директора, избираемые акционерами
Индия	NSDL	Директора, избираемые из штатных сотрудников
Индия	RBI	Сотрудники и независимые директора
Китай	CSDCC	Директора, избираемые из сотрудников и представителей биржи
Венгрия	KELEK	Независимый председатель, директора, избираемые из сотрудников и пользователей
Польша	KDPW	Пользователи и собственники
Южная Африка	STRATE	Пользователи и представители биржи

На рынках развитых стран в число членов совета директоров центрального депозитария не входят представители центрального банка (за исключением самих центральных банков, но в большинстве случаев в совет директоров центрального банка входят представители отрасли, а не правительства).

⇒ В Мексике 30% директоров должны быть независимыми. Центральный банк обычно представлен одним членом в совете директоров.

⇒ В индийском Резервном банке один член совета директоров является представителем государства.

⇒ В Китае совет директоров центрального депозитария назначается CSRC (регулятором). Совет директоров состоит из сотрудников биржи и руководства CSDCC.

⇒ В Венгрии представитель регулятора посещает собрания совета директоров, но не обладает правом голоса.

⇒ В Южной Африке регулятор имеет статус наблюдателя в совете директоров центрального депозитария.

## ВОЗМОЖНОЕ РЕШЕНИЕ

Каким образом можно защитить клиентов центрального депозитария от ущемления их интересов, которое может возникнуть в связи с его монопольным статусом?

### Ценовой контроль

Ценовой контроль — самый очевидный способ защиты клиентов от злоупотребления собственниками монопольной позицией. Ситуация усложняется в случае, если собственники представляют определенную часть пользователей (например, брокеров/дилеров), которые устанавливают цены, принимая во внимание только свои интересы, не учитывая интересы других клиентов (например, кастодианов). Такая проблема возникла в Euroclear, где стратегия разрабатывалась брокерами/дилерами, которые хотели получить дешевые расчеты, при этом урезав расходы на удовлетворение запросов кастодианов, которые были заинтересованы в высоком качестве услуг по хранению активов. В целом компания не зарабатывала сверхприбыли, но одна группа собственников субсидировала другую. Понятно, что сбалансированная структура управления предотвратила бы возникновение данной ситуации, но здесь присутствовал также ряд других факторов.

Заставить работать систему контроля над ценами бывает достаточно сложно. Если предположить, что цены утверждаются регулятором на определенный период времени, например на год, то регулятор может не знать, будет ли данная ценовая политика невыгодна для какой-либо группы пользователей, но, после того как цены утверждены, будет довольно сложно их изменить. Как вариант регулятор может установить арбитражный механизм, т. е. клиенты, которые почувствуют, что утвержденная ценовая политика для них невыгодна, смогут апеллировать против нее. Расходы на поддержание такого механизма должны оплачиваться центральным депозитарием, а для подачи апелляции должно быть установлено минимальное количество клиентов, которые будут считать ценовую политику невыгодной.

### Некоммерческая цель деятельности

Если клиенты также являются собственниками и задействованы в управлении ЦД, то возникает возможность того, что они могут поднимать цены в своих интересах. Депоненты могут согласиться с завышенными ценами, которые должны будут платить конечные клиенты. Кроме того, если депоненты также являются собственниками, то они получают прибыль от дополнительных доходов, которые они сами себе выплачивают в качестве дивидендов и которые вряд ли дойдут до их клиентов (что является

фактически скрытым субсидированием). Это можно предотвратить, установив некоммерческую цель деятельности для центрального депозитария.

Хотя данная цель будет контролировать общую прибыльность ЦД, она все же не сможет решить проблему несправедливой ценовой политики, которая приводит к субсидированию одной группой клиентов другой группы.

Некоммерческий характер деятельности центрального депозитария может быть неэффективным, так как он не будет стараться повысить эффективность своей работы, например набрав неоправданно большой штат сотрудников, что в свою очередь повлияет на рост цен на услуги для клиентов, но не принесет никакой прибыли центральному депозитарию. Таким образом, конечные клиенты все также будут вынуждены много платить.

Существует ли оптимальный пример структуры собственности и управления ЦД?

### Структура собственности

С момента появления центральных депозитариев определились тенденции:

- к отходу от кооперативных структур;
- к установлению целей, направленных на получение прибыли;
- к переходу к монополии, собственниками которой являются пользователи.

Отказ от кооперативной структуры собственности вызывает споры о том, кто должен быть собственником центрального депозитария и какой должна быть его бизнес-модель. Споры возникли также по поводу того, будет ли конкуренция между центральными депозитариями выгодной для клиентов. Но национальные правовые и регулятивные органы предпочитают монополию.

При возникновении необходимости капитализации центрального депозитария становится очевидным, что в этом будут участвовать только те, кто серьезно заинтересован в его успешном развитии и росте. *Thomas Murray* не поддерживает подход к привлечению капитала центральных депозитариев через IPO, так как общество может быть не готово внести дополнительный капитал во время кризиса. На это будут готовы пойти только пользователи услуг ЦД.

### Структура управления

Если вопросы структуры собственности центрального депозитария более или менее стали понятны, по сравнению с ситуацией 3–4 года назад, споры по поводу структуры управления все еще продолжаются.

Обычно структура управления основывается на структуре собственности, так как одна из основных причин, по которым существует собственность, — это возможность управлять компанией. Но пользователи могут представлять собой довольно разнообразную группу с иногда противоположными интересами, и тогда может быть довольно тяжело построить сбалансированную структуру управления таким образом, чтобы ни одна из групп не находилась в привилегированном положении по сравнению с другими.

Центральный депозитарий — это обслуживающая организация, и она должна управляться как таковая. Амбициозный руководитель или совет директоров, стремящиеся к максимизации прибыли или отдающие предпочтение той или иной группе акционеров, не приведут компанию ни к чему хорошему. Необходим единый подход, основой которого будет предоставление качественных услуг всем пользователям и акционерам. Амбициозный руководитель должен управлять инвестиционным банком, но не центральным депозитарием. Назначение руководителя, наверное, самое важное решение, непосредственно влияющее на работу и цели, которые поставит перед собой центральный депозитарий. ■