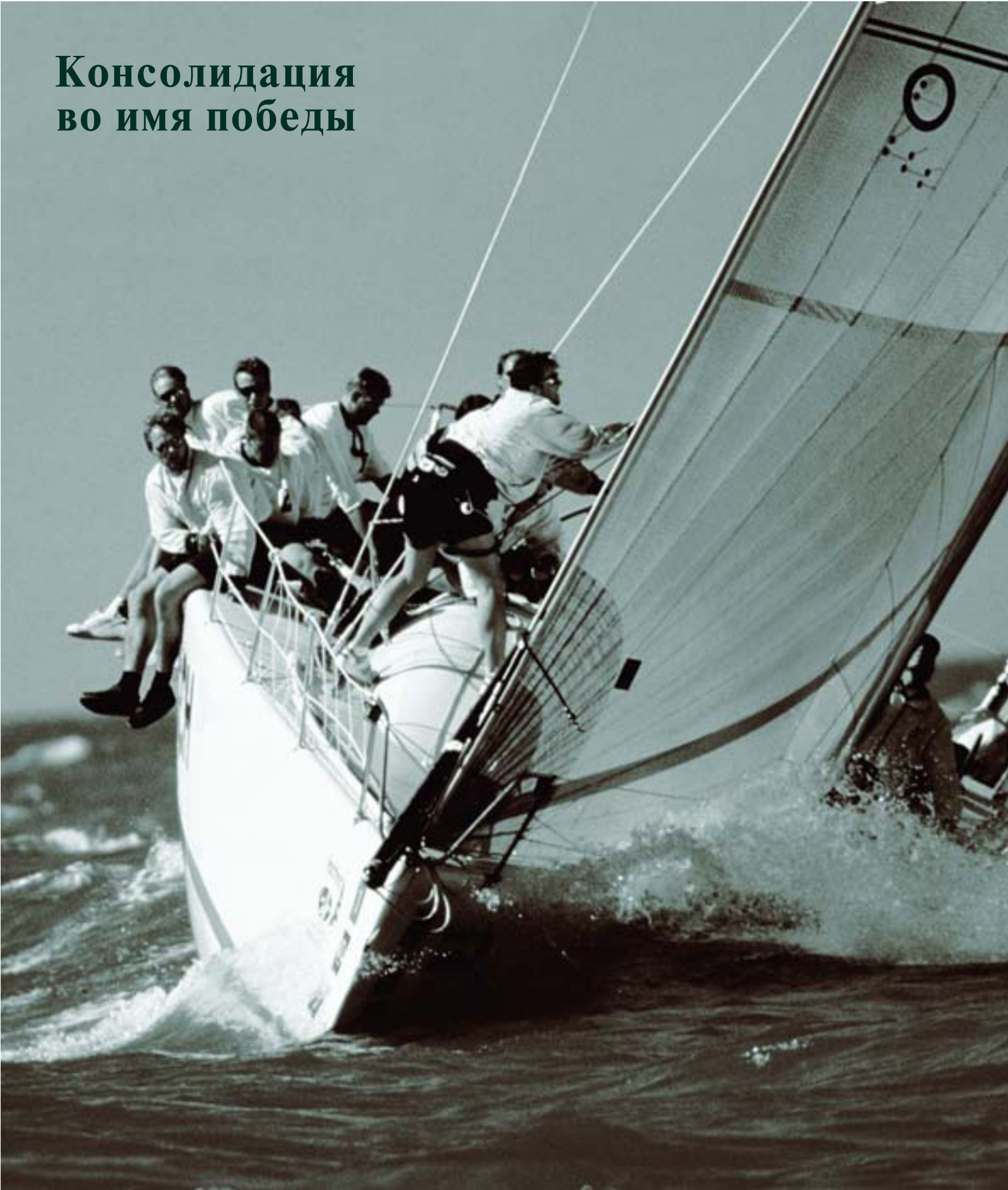


Консолидация во имя победы



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

Консолидация инфраструктуры российского фондового рынка и создание центрального расчетного депозитария

В Москве 8–9 июня 2004 г. состоялась I международная конференция, посвященная проблемам и перспективам развития инфраструктуры российского рынка ценных бумаг, — **Форум «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции»**. Форум, организованный компанией *IIR Ltd.*, состоялся при спонсорской поддержке Национального депозитарного центра. Основная тема обсуждения — развитие инфраструктуры фондового рынка и планы создания центрального расчетного депозитария. Российские и иностранные участники форума обменялись мнениями и опытом развития и оптимизации инфраструктуры фондового рынка.

В работе форума приняли участие представители крупнейших профессиональных участников и регуляторов фондового рынка: руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) Олег Вьюгин, первый заместитель председателя Банка России Андрей Козлов, депутат Государственной думы, председатель Комитета по собственности Виктор Плещачевский, заместитель председателя правления Сбербанка России Белла Златкис и другие.

Выступая на конференции, Олег Вьюгин сказал, что создание центрального депозитария планируется завершить через полтора года. Он отметил, что налаженный между крупнейшими расчетными депозитариями — НДЦ и ДКК — «мост» (нечто похожее существует между *Euroclear* и *Clearstream*) повышает ликвидность российских ценных бумаг. Его мнение поддержали другие представители государственных и рыночных структур, присутствовавшие на форуме.

Андрей Козлов заявил, что Банк России в ближайшее время прило-



жит все усилия для создания центрального депозитария. По его мнению, необходимо сформировать группу экспертов, которая должна выработать подходы к созданию централизованной депозитарно-клиринговой системы, внедрению единых технологий расчетов и координировать действия участников проекта. В эту группу должны войти представители государственных структур и частного бизнеса.

Все выступавшие были единодушны в том, что центральный депозитарий должен быть не просто хранилищем информации: переход прав собственности должен происходить именно по записям на счетах центрального депозитария. Выступающие отметили, что наличие центрального депозитария позволит сократить операционные издержки участников рынка и время на расчеты по сделкам, способствуя притоку новых инвестиций в Россию.

В своем выступлении директор НДЦ Алексей Рыбников озвучил планы партнерства относительно консолидации инфраструктуры и создания центрального расчетного депозитария. Более подробно



позиция НДЦ по вопросу создания центрального депозитария представлена в статье заместителя директора НДЦ Дениса Соловьева «О Национальном Центральном Депозитарии».



О Национальном Центральном Депозитарии (по материалам выступления на Форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции»)

Денис Соловьев
заместитель директора НДЦ, кандидат юридических наук

Как показала дискуссия, развернувшаяся на форуме «Российские ценные бумаги — инфраструктура и операции», существует много подходов к трактовке термина «центральный депозитарий». В классическом понимании центральный депозитарий — это первичный уровень учета. В этом смысле, например, на рынке государственных облигаций НДЦ является центральным депозитарием. Де-факто он — центральный депозитарий по выпускам корпоративных облигаций: НДЦ хранит глобальные сертификаты выпусков, осуществляя первичный учет прав владельцев. Таким образом, на данный момент НДЦ является центральным депозитарием для двух сегментов рынка. Капитализация этих сегментов, конечно, не очень высокая, но они представляют существенный интерес для инвесторов, а инфраструктура этих рынков соответствует Правилу 17f-7 Закона об инвестиционных компаниях США.

Есть мнение, что центральный депозитарий должен соответствовать следующим критериям:

- некоммерческая организация;
- одинаковые условия для всех участников;
- эффективность и надежность;
- прозрачность и контролируемость;
- доступность;
- международные стандарты;
- независимость.

Рассмотрим, насколько НДЦ соответствует этим критериям.

В настоящее время из пяти расчетных депозитариев НДЦ является единственным депозитарием, который образован и действует в форме некоммерческой организации. Этот статус не позволяет членам Партнерства изымать денежные средства, накопленные организацией, и обязывает направлять их на развитие НДЦ.

Маркетинговая политика НДЦ официально будет представлена участникам рынка в ближайшее время. Тем не менее уже сейчас можно констатировать, что НДЦ нацелен на обслуживание профессиональных участников рынка. Тарифы НДЦ являются «оптовыми» и не позволяют НДЦ обслуживать индивидуальных инвесторов.

Особо хотелось бы подчеркнуть вопрос страхования рисков, поскольку это учитывают иностранные профессиональные инвесторы при принятии решений о рисках учетной инфраструктуры России. Размеры страхового покрытия, которые имеют НДЦ и ДКК (10 млн долл. каждый), — это страховка операционного риска. Она не покрывает возможных потерь на первичном уровне учетной системы, который составляют регистраторы. Это *первая* проблема. *Вторая* проблема заключается в несопоставимости размера страховки и платы за нее с размером активов на хранении. В НДЦ по итогам I кв. 2004 г. стоимость учитываемых ценных бумаг составляет 37,7 млрд долл., в ДКК — 15 млрд долл. Ежедневно в НДЦ совершаются сделки

на достаточно крупные суммы, и застраховать эти риски полностью — задача, решать которую экономически нецелесообразно. Рисками нужно управлять иначе.

К управлению рисками на рынке акций в части взаимодействия с регистраторами НДЦ подходит скрупулезно и тщательно. Если финансовыми методами нельзя отрегулировать этот риск, то его можно отрегулировать методами организационными. Допустим, предъявляя определенные критерии к счетам, которые НДЦ открывает в реестрах. В НДЦ постоянно обращаются участники рынка с просьбой открыть счет для проведения сделки в том или ином регистраторе. Эта просьба выполняется отнюдь не слепо. Мы смотрим, что представляет собой регистратор, является ли он членом ПАРТАД. Еще один критерий: кому он принадлежит. Это очень важно, потому что если эмитент меняет владельца, то вероятна и смена владельца у регистратора или передача реестра, что, естественно, подразумевает наличие определенных рисков. Эти риски мы «закрывать» не можем, но мы учитываем их, управляем ими, принимая решение открывать или не открывать счет у того или иного регистратора, в том или ином реестре. В этом смысле решение проблемы путем создания консолидированной расчетно-депозитарной инфраструктуры и выработки жестких и четких правил ее взаимодействия с первичным уровнем (регистраторами) нам представляется важным.

Мы уделяем достаточно большое внимание прозрачности организации. НДЦ представляет отчетность в Федеральную службу по финансовым рынкам, проходит оценку риска в *Thomas Murray*, предоставляет информацию в *Association of Global Custodians*.

Относительно принципа соответствия международным стандартам всем известно, что НДЦ является национальным нумерующим агентством. В этом смысле он обладает определенным статусом и обязанностями в части поддержания стандартов, устанавливаемых международной организацией по стандартизации (ISO). Международная ассоциация национальных нумерующих агентств (ANNA), членом которой является НДЦ, ответственна за поддержание этого стандарта, и НДЦ достаточно много делает в этом направлении, в частности поддерживает сайт www.isin.ru, на котором содержится информация об эмитентах ценных бумаг и кодификации ценных бумаг.

Относительно форматов и технологии взаимодействия НДЦ с профессиональными участниками рынка мы, и это одно из самых больших наших достижений, разработали и направили на обсуждение в РОС-СВИФТ документ в отношении формата сообщений по ценным бума-

гам на российском рынке. И теперь, когда обсуждение завершилось, можно говорить, что национальный стандарт, по крайней мере первая итерация национального стандарта сообщений S.W.I.F.T. по ценным бумагам, существует.

Для лучшей организации взаимодействия с первичным уровнем учетной системы мы разработали предложения по форматам электронных сообщений и передали на обсуждение профессиональному сообществу в рамках ПАРТАД. 3 июня 2004 г. совет директоров ПАРТАД утвердил форматы электронных сообщений между регистраторами и депозитариями. Документ, послуживший основой для форматов, рекомендованных ПАРТАД, был разработан НДЦ на основе (именно на основе, потому что для российского рынка ценных бумаг много особенностей) стандарта ISO 15022.

В отношении критерия независимости. НДЦ стремится стать ближе к рынку. Общее собрание членов Партнерства приняло решение о создании Совета директоров. Мы надеемся, что в ближайшее время это будет рабочий орган, в котором будут представлены крупные участники рынка.

Вопрос о количестве владельцев депозитария, на наш взгляд, является дискуссионным. Если у ор-

ганизации один владелец или группа владельцев, а сейчас два крупнейших депозитария именно в таком положении и находятся (НДЦ имеет двух основных владельцев — Банк России (45%) и ММВБ (50%); у ДКК — 10 акционеров, включая НП «ДКК», владеющее 52% акций ДКК), это не влияет на наличие или отсутствие у владельцев желания подглядывать за тем, что и у кого учитывается в депозитарии. Международная практика свидетельствует о том, что этот фактор как серьезный риск инвесторами не рассматривается.

Вопрос о собственниках в разных странах решается по-разному. По данным аналитического агентства *Thomas Murray*, из всех европейских центральных депозитариев 72% принадлежат одному или небольшому числу владельцев и только 28% принадлежат участникам рынка, т. е. являются *user-owned*. Есть один государственный центральный депозитарий в Польше, доли акционерного капитала в котором пропорционально распределены между центральным банком, биржей и казначейством. Есть центральные депозитарии, которыми владеют биржи, их достаточно много, есть центральные депозитарии, которыми владеют банки (рис. 1).

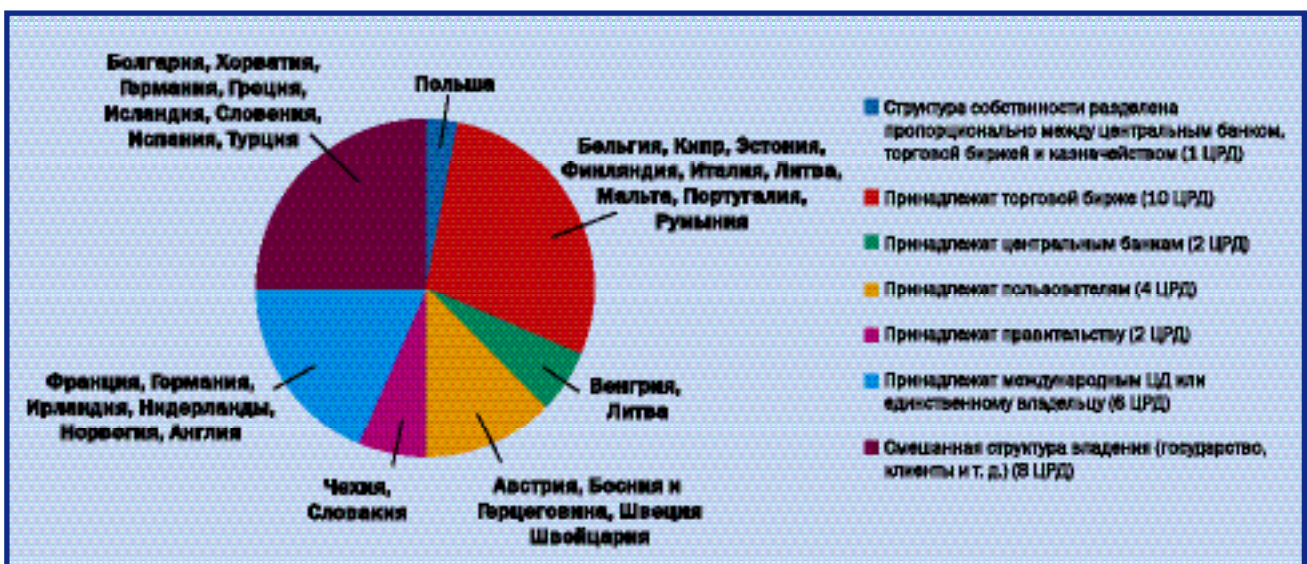


Рис. 1. Структура собственности центральных депозитариев в европейских странах

Источник: *Thomas Murray Ltd.*

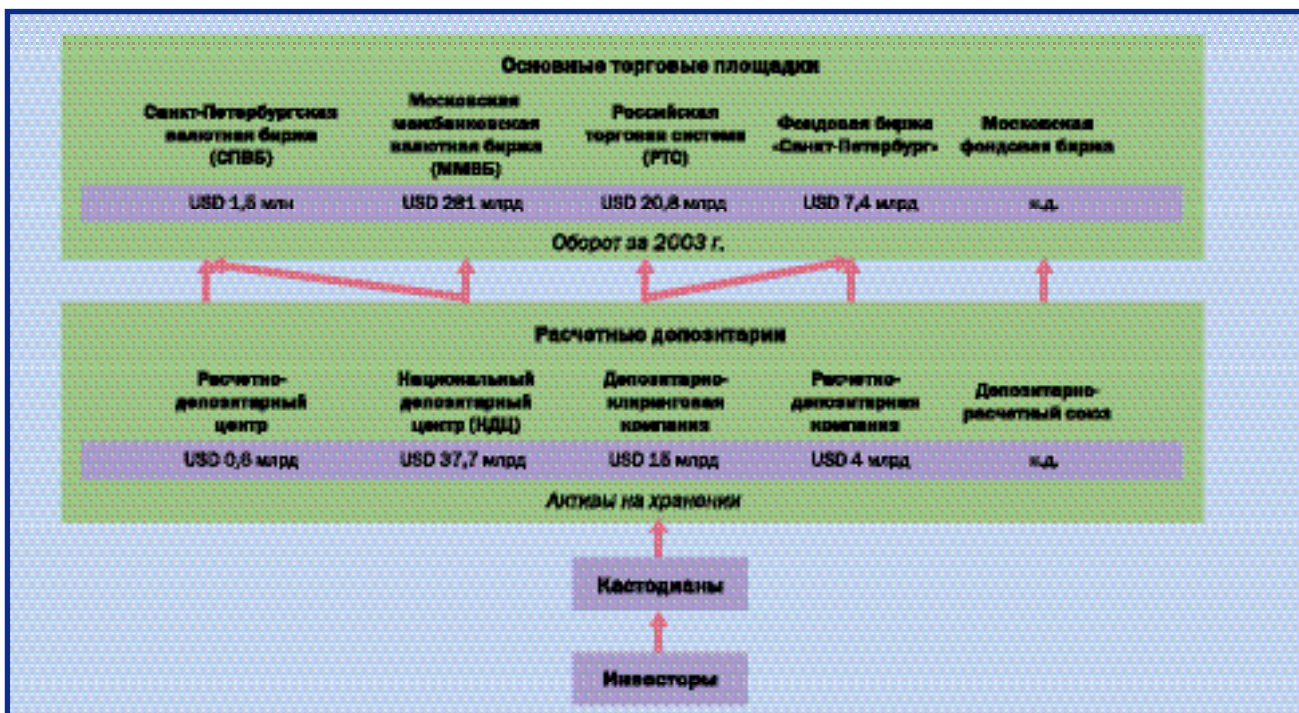


Рис. 2. Торговая инфраструктура рынка

Ситуация с учетной системой российского рынка выглядит достаточно сложной. Есть пять крупнейших торговых площадок, которые обслуживаются пятью крупнейшими расчетными депозитариями (рис. 2). Объединение только ДКК и НДЦ в принципе не решает вопрос создания центрального депозитария.

Учетная инфраструктура рынка акций устроена сложно, но при этом достаточно функционально (рис. 3). Каждый из участников выполняет особую роль: трансфер-агенты помогают осуществлять «региональную» перерегистрацию прав собственности на ценные бумаги, кастодианы работают с конечными инвесторами (причем, как правило, с профессиональными инвесторами), расчетные депозитарии рассчитывают их сделки, регистраторы работают с эмитентами и непрофессиональными инвесторами и т. д. Если предпринять попытку одновременно централизовать или консолидировать всю инфраструктуру, то безболезненно для потребителя это не пройдет.

Участники рынка могут централизовать или, точнее, консолидировать инфраструктуру, которая в

той или иной степени принадлежит лицам, заинтересованным в консолидации и в увеличении эффективности. Я имею в виду расчетную инфраструктуру. Поэтому в аббревиатуре CSD, с нашей точки зрения, «S» означает не *Securities*, а *Settlement* (*Central Settlement Depository* — центральный расчетный депозитарий). Но в случае консолидации остается вопрос обслуживания профессиональных и непрофессиональных инвесторов.

На наш взгляд, профессиональные инвесторы должны обслуживаться профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Лиц, получивших ценные бумаги в процессе приватизации и владеющих одним-двумя видами ценных бумаг, в настоящее время обслуживают регистраторы, поскольку только у них есть соответствующие ресурсы и технологии. Вопрос о том, кто возьмет на себя

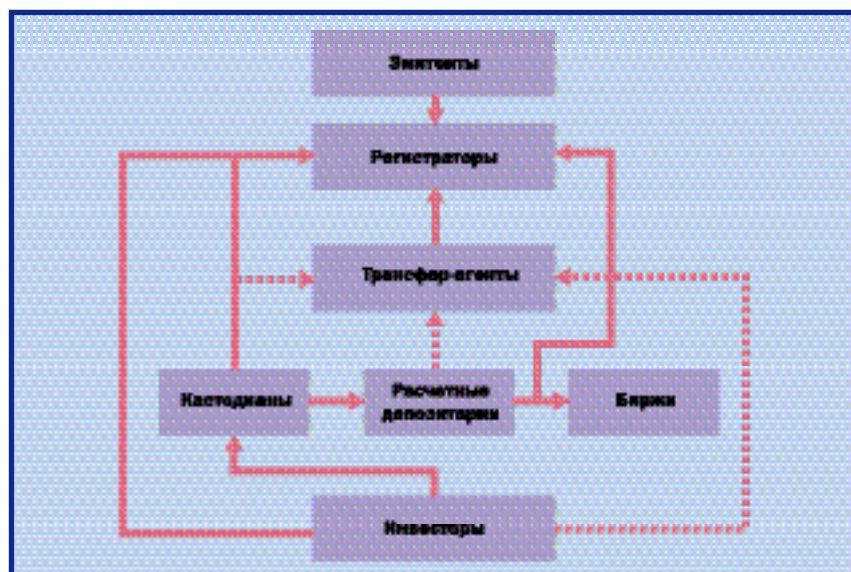


Рис. 3. Инфраструктура рынка акций

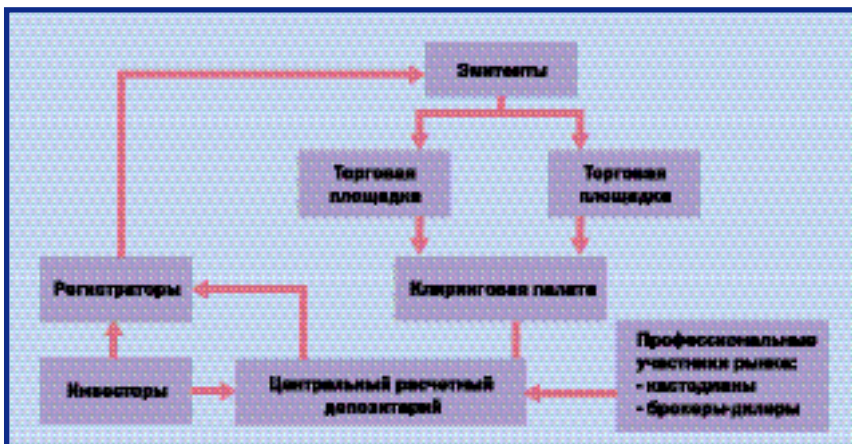


Рис. 4. Прогнозируемая инфраструктура рынка

обязанность обслуживать непрофессиональных инвесторов, после консолидации инфраструктуры должен быть решен (рис. 4).

Консолидация расчетной инфраструктуры — предмет договоренности между владельцами самой инфраструктуры. Однако консолидация двух элементов, даже консолидация всех элементов не решает вопрос. Нужно нечто большее, чтобы сделать обслуживание через консолидированную структуру обязательным, *во-первых*, для профучастников, *во-вторых*, для торговых систем. Ограничить права, а мы ведем речь об ограничении прав профессиональных участников рынка ценных бумаг, в частности права открывать счета и проводить расчеты на организованном рынке через одну конкретную организацию — центральный депозитарий можно только посредством введения соответствующего нормативного регулирования. Только когда консолидированная

структура будет прописана в нормативных актах и использование ее станет обязательным, ее можно будет называть центральным расчетным депозитарием.

Но проблемы останутся. Главная состоит в том, что остается риск первичного уровня учетной системы. И с этим риском ничего сделать нельзя, пока на первичном уровне учетной системы остается регистратор. Можно предусмотреть специальный режим счета центрального расчетного депозитария на первичном уровне учетной системы — у регистратора и специальные правила взаимодействия между первичным уровнем учетной системы и центральным расчетным депозитарием.

Эволюция инфраструктуры может выглядеть следующим образом (рис. 5). На первом этапе нужно решить вопрос консолидации, а на втором — централизации расчетно-депозитарной системы. Впоследствии

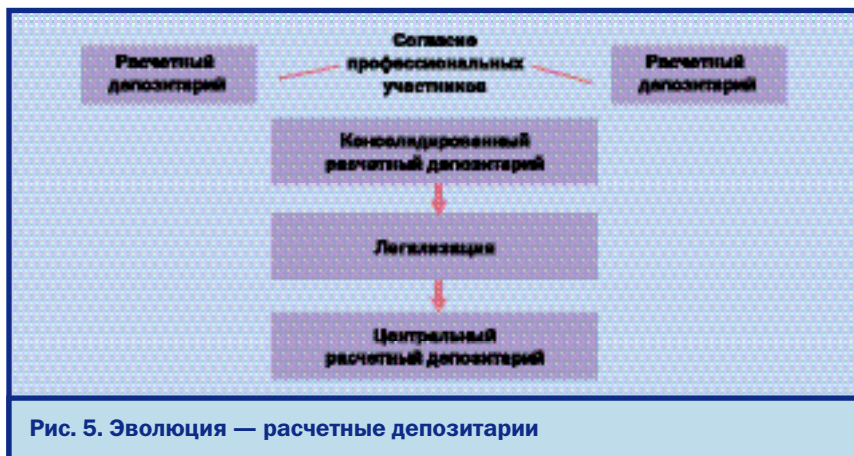


Рис. 5. Эволюция — расчетные депозитарии

вии необходимо более пристально рассмотреть взаимодействие этой расчетной системы с регистраторами. Если мы предъявим к первому уровню учетной системы более жесткие технологические требования, это может стать гарантией того, что центральный расчетный депозитарий сможет функционировать, а его риски будут приемлемыми.

Дальше можно будет рассматривать вопрос объединения инфраструктуры в центральный депозитарий, если это будет необходимо. Но при этом совмещение функций по обслуживанию расчетов на рынке, по обслуживанию эмитентов и по обслуживанию непрофессиональных инвесторов представляет собой определенную проблему, потому что технологические требования к учетной системе, обслуживающей эти сегменты, разные. На наш взгляд, это вопрос достаточно далекого будущего.

Есть еще одна проблема, которую нужно решить в процессе создания центрального депозитария, — проблема приватизации. В процессе приватизации были приватизированы не только промышленные предприятия, была приватизирована система учета прав на эти объекты. Сейчас большинство регистраторов являются коммерческими структурами, которые кому-то принадлежат. Причем, как правило, они принадлежат либо эмитентам, либо владельцам эмитента, ими управляются и контролируются. Но для новых инвесторов это, естественно, создает дополнительные, порой неприемлемые, риски, что мешает эмитенту развиваться.

Проблема заключается в том, что когда мы говорим о создании центрального депозитария, принадлежащего участникам рынка, мы говорим фактически о пересмотре итогов приватизации, потому что мы берем систему учета прав, которая сейчас кому-то принадлежит, и передаем ее кому-то еще. Этот вопрос слишком сложен, и нужно пройти некоторый путь до того момента, когда этот вопрос можно будет в принципе решить. ■