



БОРИС ЧЕРКАССКИЙ  
НДЦ

## РДХ — НЕ ХУЖЕ, ЧЕМ В РЕЕСТРЕ

ПЛАТА ЗА ХРАНЕНИЕ, НАВЕРНОЕ, САМАЯ НЕЛЮБИМАЯ КЛИЕНТАМИ ДАНЬ, ВЗИМАЕМАЯ С НИХ ДЕПОЗИТАРИЯМИ. ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА И СТРУКТУРА ПЛАТЕЖЕЙ ВЕДУЩИХ РАСЧЕТНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В ЭТОЙ ОБЛАСТИ РАЗЛИЧАЮТСЯ. ДОЛЯ ПЛАТЫ ЗА ХРАНЕНИЕ В НДЦ ВСЕГДА ДОМИНИРОВАЛА. НО ВРЕМЯ ИДЕТ, ОБСТОЯТЕЛЬСТВА МЕНЯЮТСЯ, И В ТАРИФНОЙ ПОЛИТИКЕ НДЦ НАМЕТИЛИСЬ СДВИГИ В СТОРОНУ ПРОЯВЛЕНИЯ БОЛЬШЕЙ ГИБКОСТИ.

### СПРАВЕДЛИВО ЛИ БРАТЬ ПЛАТУ ЗА ХРАНЕНИЕ

Депоненты не любят платить депозитарию за хранение ценных бумаг. Большинство считает эту плату несправедливой, называют по созвучию обидными словами и мечтают от нее избавиться. Понять их можно. С позиции клиента депозитарий, особенно при хранении безналичных бумаг, получает свои деньги ни за что. Ведь никаких видимых действий с точки зрения депонента депозитарий не совершает. Другое дело операции. Депонент просит депозитарий сделать нечто, получает заказанную услугу и относительно спокойно ее оплачивает, особенно если считает тариф нормальным. Психологически это понятно. Оплатить реальную услугу морально гораздо проще, чем выплачивать депозитарию ежемесячную ренту «неизвестно за что».

Но есть и другая сторона медали. Давайте попробуем встать на сторону депозитария. Рынок переживает разные периоды. Иногда на нем идет бурная торговля и совершается множество переводов. Однако бывают периоды, которые могут продолжаться достаточно долго, когда ежедневное число операций значительно уменьшается. Не хочется вспоминать трудные времена, но ветераны еще не забыли, как после дефолта 1998 г. рыночная активность была крайне низкая. Если брать плату только за операции и не брать плату за хранение, то в периоды рыночного затишья, а особенно провала, экономические основы существования депозитария могут быть подорваны. А жить-то надо всегда! Существует такой минимум расходов (помещение, оплата специалистов, компьютеры и т. п.), что если доходы и резервы его не покрывают, то депозитарий будет вынужден прекратить работу.

Можно попытаться оспорить и этот тезис. В тяжелые периоды всем тяжело. Почему депозитарию должно быть лучше, чем остальным участникам рынка? Брокер тоже может разориться. За что депозитарию такая привилегия?

Ответ на это возражение прост. Депозитарий как элемент учетной системы должен существовать всегда, потому что данные, за сохранность которых он отвечает, удостоверяют права собственности на ценные бумаги, которые нередко стоят многие миллиарды или даже, для самых крупных депозитариев, триллионы долларов. Утрата этой информации или даже возможности оперативного ее использования может стать реальной экономической катастрофой. Поэтому стабильность экономического положения крупнейших депозитариев должна быть незыблема, и в этом в первую очередь заинтересованы все их депоненты. Плата за хранение является одним из механизмов, обеспечи-



вающих экономическую устойчивость депозитариев в любой неблагоприятной ситуации, и ее можно оценить как зло гораздо меньшее, чем риск утраты прав собственности.

Конечно, аргументы и контраргументы можно приводить долго. Наверное, у каждого своя правда, но все же следует признать, что плата за хранение — не на 100% выдумка депозитарщиков, выжимающих последние копейки из клиентов, а реальная экономическая необходимость. Практика наших западных коллег, например из Евроклира и Клирстрима, только подтверждает этот тезис — они берут плату за хранение ценных бумаг.

Исходя из этого, с точки зрения автора не следует полностью отвергать плату за хранение. Надо учиться задавать «правильные вопросы». Каков справедливый уровень платы за хранение? Какую долю доходов депозитария следует отнести на хранение, а какую на операции?

Понятно, что с точки зрения депозитария, чем больше получаешь за хранение — тем лучше. Можно особо не заботиться о развитии услуг — все равно наше нас не минует. Клиенту же лучше за хранение платить поменьше. Пусть депозитарий будет более активным, зарабатывая себе на жизнь. Ситуация вполне типичная, а точка равновесия определяется реалиями жизни, тенденциями развития и текущим соотношением сил и возможностей.

Можно спросить, а как же регистраторы? Они тоже хранят данные о правах собственности. Их крах может стать не меньшей катастрофой. Почему же они не берут плату за хранение?

И на этот вопрос ответ не очень сложен. Жизнь регистратора обеспечивают и гарантируют эмитенты, заключившие с ним договоры на ведение реестра. Поэтому даже при полном отсутствии рыночной активности регистратор, получая свой основной доход от эмитента, не умрет и, следовательно, сумеет сохранить все записи. Это и есть причина того, что регистратор может себе позволить не брать плату за хранение.

### ЧТО ТАКОЕ РДХ И ПОЧЕМУ ИМЕННО СЕЙЧАС

Создание российского Центрального депозитария — давно назревшая и перезревшая необходимость. С этим почти никто уже не спорит, перейдя от вопросов о целесообразности создания Центрального депозитария к обсуждению его конкретных функций и процессов организа-

ции. Действительно, с началом работы Центрального депозитария России (ЦД) наш рынок приобретет многое из того, чего ему не хватает, особенно если при создании ЦД не будет сделано слишком много ошибок. Расчеты должны упроститься, а транзакционные расходы уменьшиться. Но что-то при этом будет утрачено. Может быть, через какое-то время участники рынка с определенной долей ностальгии будут вспоминать романтическое прошлое, когда расчетные депозитарии конкурировали друг с другом, стараясь каждый по-своему привлечь к себе клиентов.

Сейчас рано давать оценки этой еще не закончившейся конкурентной борьбе, но следует признать, что кроме неудобств она принесла рынку нечто позитивное. Все же конкуренция, особенно если она проходит в цивилизованных формах — несомненное благо.

До сих пор достоинства расчетных депозитариев наиболее отчетливо проявлялись в различных областях. Это не могло не сказаться на структуре тарифов. Так, например, в НДЦ доминировала плата за хранение. Однако теперь можно констатировать, что сложилось понимание избыточности в НДЦ платы за хранение и осознана необходимость ее снижения. Эта программа последовательно осуществляется. Так, в течение 2005 — начала 2006 г. плата за хранения снижалась 3 раза. Для облигаций общее снижение составило чуть менее 25%, а для акций — в основном 20%.

Занимая доминирующее положение на рынке облигаций, НДЦ нуждается в усилении своих позиций на рынке акций. В этой области дальнейшее разумное снижение платы за хранение должно сыграть свою положительную роль. Если раньше в область интересов НДЦ на рынке акций попадал ограниченный круг бумаг, торгуемых на ММВБ, то теперь ситуация понемногу начинает меняться. Впервые, биржа планирует в скором времени начать вести более либеральную политику допуска бумаг к торгам, а вторых, претензии на роль ЦД требуют от НДЦ серьезного улучшения работы с более широким кругом акций.

Можно снижать тарифы за хранение акций равномерно, однако более перспективной представляется стратегия целенаправленного стимулирования тех, кто не является активным «биржевым спекулянт», а планирует хранить свои пакеты в течение достаточно длительного времени. Действительно, брокер, активно работающий на ММВБ, все равно будет дер-

жать свой пакет акций в НДЦ. Он живет с доходов от торговли и вполне может поделиться с расчетным депозитарием малой толикой прибыли, заплатив за хранение. Это стандартный для НДЦ контингент депонентов, и в особых стимулах они не нуждаются.

А вот владелец, склонный держать свой пакет в течение длительного периода, до последнего времени был фактически отрезан от услуг НДЦ, поскольку долго «просто так» платить депозитарию не хочет никто. Тем более у таких владельцев есть альтернатива — регистратор.

Для того, чтобы сделать возможным хранение бумаг консервативных владельцев в НДЦ (как правило, косвенно — через своих кастодианов), как раз и были задуманы «разделы длительного хранения» (РДХ). Если мы хотим привлечь к НДЦ внимание консервативных клиентов, то хранение их акций следует сделать бесплатным или почти бесплатным. Кроме того, должны быть какие-то дополнительные преимущества, которые стимулировали бы такого клиента переводить свои бумаги в НДЦ.

Таким стимулом, по нашему мнению, является возможность оперативного вывода бумаг депонента на торги. Для того чтобы вывести свои бумаги на ММВБ из реестра, нужно в среднем 2–3 дня, а из РДХ можно отправить бумаги на торги в режиме реального времени. Такая возможность не лишняя даже для самого терпеливого клиента, ведь рано или поздно он решит продать свой пакет, и тогда оперативность не помешает.

Итак, что же конкретно предлагает НДЦ, для того, чтобы привлечь к себе через кастодианов консервативного инвестора?

Депонент может открыть на своем счете раздел РДХ. С акциями, находящимися в этих разделах, можно совершать точно такие же операции, как и с бумагами, находящимися на основных разделах. Разница только в стоимости. Тарифы операций с РДХ ориентированы на длительное хранение.

Стоимость зачисления акций в РДХ такая же, как стоимость зачисления в любой другой раздел. Самое существенное различие — стоимость хранения. Она отсутствует, т. е. ежемесячная плата за хранение ценных бумаг в разделах РДХ не взимается<sup>1</sup>. Но абсолютного счастья на земле не бывает, поэтому вывод ценных бумаг из РДХ стоит дороже, чем обычно. За вывод акций из РДХ НДЦ возьмет 0,00216% от их рыночной стоимости. Иначе говоря стоимость изъятия пакета

<sup>1</sup> В целях соблюдения строгой корректности следует говорить, что плата за хранение ценных бумаг на счете РДХ включается в ежемесячную стоимость обслуживания счета.



из РДХ соответствует месячной плате за его хранение в НДЦ на основных разделах, вычисленной в соответствии с первым диапазоном тарифной шкалы.

Получается, что плата за зачисление в РДХ обычная, плата за хранение нулевая, а стоимость вывода хотя и не слишком высокая, но все же ощутимая. Почему плата за хранение нулевая? Ответ был дан выше. Мы хотим сделать хранение бумаг в НДЦ привлекательным для консервативного инвестора, который держит акции достаточно долго, не может и не хочет платить за хранение, но заинтересован в том, чтобы в нужный момент его бумаги могли бы быть быстро проданы на ММВБ. Поскольку из РДХ бумаги могут быть переведены в торговый раздел и, следовательно, попасть на торговую позицию в режиме реального времени, то выигрыш в скорости по сравнению с хранением бумаги у регистратора или на счете номинального держателя у регистратора весьма значителен. Почему вывод бумаг из РДХ стоит больше обычного перевода<sup>2</sup>? И на этот вопрос есть простой ответ. Если вывод из РДХ был бы дешевым, то эти разделы было бы выгодно использовать не только для долгосрочного, но и для краткосрочного хранения акций: купил большой пакет, зачислил в РДХ, а через 2 дня вывел обратно для продажи. При этом для большого пакета экономия была бы ощутимой. Поощрять такого рода занятия не входило в планы НДЦ, поэтому за вывод из РДХ придется заплатить. Если грубо оценить издержки клиента, то экономия по сравнению с другими разделами начинается после месяца хранения в РДХ. Иначе говоря, если клиент активно играет на бирже, то РДХ не для него. А вот если депонент проводит операции не слишком часто и больше склонен держать бумаги, то стоит задуматься, не перевести ли ему свои бумаги из реестра в НДЦ на междепозитарный счет своего кастодиана. К тому же в РДХ клиент платит депозитарию только за действия, а не за «бездействие». И хотя в предыдущем разделе было приведено экономическое обоснование справедливости платы за хранение, но все же чисто психологически отдавать за это деньги никому не хочется.

Мы уже отметили, что вывод бумаг на торги из РДХ потребует значительно меньше времени, чем вывод их из реестра. Но может быть, вывести бумаги из реестра дешевле? Оказывается, что это в большинстве случаев не так. Стандартная плата регистратору за «проведение операций с участием номинального держате-

ля без перехода прав собственности на ценные бумаги» составляет 2000 руб., а с учетом НДС — 2360<sup>3</sup> руб. Нетрудно убедиться, что перевод из РДХ обойдется дороже, только если рыночная стоимость переводимого пакета превышает 110 млн руб. А это уже не маленький объем! Для таких больших пакетов скорость вывода на торги начинает играть решающую роль по сравнению с не такими уж большими издержками — потерять на промедлении можно гораздо больше!

Итак, что такое РДХ и зачем они нужны, должно быть уже понятно. А вот на вопрос, почему именно сейчас, а не раньше, ответить сложнее. Видимо, наконец-то время пришло, и в одной точке сошлись несколько векторов. Идея РДХ обсуждалась в НДЦ, начиная с 2002 года. Уже тогда было понятно, что надо двигаться вперед на рынке акций, предлагая новые услуги. Но верх, видимо, взял страх потери доходов. Сейчас появилось понимание того, что частью доходов от хранения акций можно и нужно поступиться. При этом целенаправленное (а не равномерное) снижение платы за хранение акций потенциально может дать хорошие результаты. К тому же появившаяся в 2005 г. концепция указала на то, что претендент на звание ЦД обязан качественно работать с реестрами и обеспечивать своим клиентам условия как минимум не хуже, чем у регистраторов.

### КТО ВЫИГРЫВАЕТ ОТ ПЯВЛЕНИЯ РДХ? БУДУТ ЛИ ПРОИГРАВШИЕ?

Кажется, РДХ, это тот случай, когда проигравших не будет. Сначала посмотрим, кто и как может получить выгоду от использования РДХ.

Приоритетом НДЦ является работа с профессиональными участниками ценных бумаг. НДЦ не планирует работать с инвесторами напрямую. Доминирующей схемой работы является двухуровневая. НДЦ открывает счет депоненту-депозитарию, а тот уже напрямую работает со своими клиентами-инвесторами. Наверное, исключения возможны, но именно как исключения. Если депозитарий открывает на своем междепозитарном счете в НДЦ раздел РДХ, то, переведя на этот счет из реестра бумаги своих клиентов, он, как было продемонстрировано в предыдущем разделе, предоставляет им условия ничуть не хуже (а во многом лучше), чем те, которые были ранее. Готовы ли к этому

кастодианы? Будет ли это выгодно им и их клиентам? Для каких клиентов такая схема хранения будет предпочтительней?

Окончательные ответы на эти вопросы могут дать практика и время. Сейчас можно только сделать некоторые предположения.

Представляется, что первыми на предложение услуг РДХ должны отреагировать активные биржевые игроки. Пакеты, которые они до сих пор держали в НДЦ на основных разделах, можно разделить на две части. Ту часть, которая планируется для участия в активных торгах в ближайшее время, надо оставить на основных разделах, а остальное — перевести в РДХ. Точно так же они могут поступить с бумагами своих клиентов, учитываемыми на междепозитарном счете. Конечно, это не самый лучший для НДЦ вариант: суммарная плата за хранение акций уменьшится, а общий объем не увеличится. Однако мы сознательно идем на эти издержки в надежде, что, привыкнув работать с РДХ, через какое-то время такой активный игрок начнет выводить для длительного хранения купленный на ММВБ пакет не из НДЦ, а в РДХ.

Следующие на очереди — владельцы небольших и средних пакетов, которые сейчас хранятся на счетах номинальных держателей российских кастодианов в реестрах. Именно на таких владельцев ориентированы РДХ, и именно они являются потенциальным источником увеличения объема акций на хранении. Однако привлечение таких депонентов невозможно без активной работы кастодиана. Поэтому НДЦ планирует вести работу по привлечению таких депонентов через их кастодианов. Активная работа с кастодианами по привлечению на хранение в НДЦ новых акций должна стать целевой программой.

Какой смысл кастодианам активно включаться в такую работу? Есть некоторые соображения в пользу этого. Расширяя спектр возможных услуг, оказываемых депоненту, кастодианы повышают свою конкурентоспособность. Кроме того, переводя бумаги из реестра в расчетный депозитарий, кастодиан уменьшает число своих операций, выполняемых через регистраторов, и, следовательно, уменьшает издержки, как свои, так и своих клиентов. Чем меньше кастодиан работает с регистраторами — тем меньше его затраты. Иметь один счет в расчетном депозитарию гораздо удобней и дешевле, чем иметь много счетов номинального держателя во многих реестрах. Это верно

<sup>2</sup> Для пакета бумаг стоимостью меньше 3,5 млн руб.

<sup>3</sup> См., например, тарифы «Регистратора Никойл».



для всех кастодианов за исключением, может быть, одного-двух, которые зарабатывают на трансферагентских услугах. И наконец, рано или поздно настанет время появления ЦД, а про него в концепции закона написано, что он и только он будет номинальным держателем в реестрах. Конечно, сейчас этот тезис оспаривается, и, возможно, в той или иной степени он будет смягчен, но представляется, что для всех активно обращающихся на рынке бумаг требование единственности номинального держателя сохранится. Да иначе и быть не может! В противном случае Центральный депозитарий станет фикцией. Так не пора ли кастодианам начинать готовиться к появлению новой конфигурации учетной системы?

Стоит ли ждать в РДХ владельцев стратегических пакетов, которых хранят их у кастодианов? Представляется, что пока не стоит. Стратегии весьма чувствительны к изменению условий хранения. И появление между их кастодианом и регистратором посредника в виде расчетного депозитария может быть воспринято поначалу с подозрением. Для того чтобы стратегические инвесторы поверили в РДХ и в то, что расчетный депозитарий не подведет их, надо целенаправленно работать с ними и с их кастодианом, создавая необходимый сервис и гарантии.

Вряд ли можно ожидать в РДХ владельцев лицевых счетов в реестрах. Маловероятно, что они изменят своим привычкам. Это владельцы как крупных, так и мелких пакетов, которые не собираются продавать их в ближайшем будущем. Им хорошо у регистратора и не нужна биржевая торговля. Это их законный выбор.

Сомнительно, что российские «дочки» глобальных кастодианов начнут для хранения акций своих клиентов пользоваться услугами РДХ. Им пока вполне хватает регистраторов. Они упорно продолжают утверждать, что *DVP* в России нет, а поставка бумаг может длиться более 10 дней. Когда же им сообщают, что *DVP* в разных вариантах в России есть, а поставка бумаг происходит в режиме реального времени, они загадочно улыбаются и говорят, что мы это знаем, но ведь это в расчетных депозитариях, а советовать своим клиентам переводить туда бумаги из реестров они не будут, потому что они только лишь выполняют волю клиента. Ведь держать там бумаги не обязательно, не так ли? Вот если бы был Центральный депозитарий, где мы были бы обязаны хранить свои бумаги — тогда да. Тогда бы и *DVP* появилось, и все остальное. А так мы бы рады иметь и *DVP*, и быструю поставку, только никак это невозможно, потому что этого у вас нет, т. е., конечно, есть, но

там, где мы храним свои бумаги — нет. А туда, где это есть, мы бумаги наших клиентов не переведем. Можно долго ходить по этому таинственному замкнутому кругу, ничего не понимая. Начинает казаться, что здесь либо какая-то страшная тайна, либо заговор мировой закулисы, либо некоторая доля лукавства, либо ты сошел с ума. Видимо, не только Россию умом не понять. В общем похоже, что у РДХ здесь пока что перспектив нет. Этот замкнутый круг без Центрального депозитария не разорвать.

Можно подытожить, что хотя вряд ли в ближайшее время выстроится большая очередь на перевод бумаг в РДХ, но определенную роль в привлечение в НДЦ новых клиентов (через их кастодианов) и в увеличении объема акций на хранении в НДЦ они сыграть должны. Есть группы инвесторов, которым такая услуга будет удобна и выгодна.

А будут ли проигравшие? Похоже, что по большому счету нет. Что-то могут потерять регистраторы, но, во-первых, это что-то все равно уйдет со счетов номинальных держателей, а не от непосредственных клиентов регистратора, во-вторых, основной свой доход регистраторы давно уже получают от обслуживания эмитентов, а не от исполнения проводок и, в-третьих, все равно впереди маячит Центральный депозитарий. Так регистраторы почти ничего не теряют. Кастодианам убытка от РДХ никакого, а только расширение возможностей. Потенциально через какое-то время могут уменьшиться доходы тех из них, кто выполняет функции трансферагентов. Однако так немного игроков в этой области и такую небольшую долю в их доходах занимает этот бизнес, что можно, не сильно погрешив против истины, сказать, что реального вреда РДХ трансферагентам тоже не принесут.

## ФРАГМЕНТ БОЛЬШОЙ КАРТИНЫ

Если построенный в муках ЦД будет неэффективно работать с акциями и окажется «хуже реестров», то грош ему цена. Конечно, одних РДХ недостаточно, чтобы клиент признал НДЦ как удобное и надежное место хранения акций. Нужно еще многое другое. В это «многое другое» входит, в частности, умение на хорошем уровне совершать операции с регистраторами. А регистраторы — это серьезные организации со своими интересами, с которыми невозможно не считаться.

Безусловно, работа с регистраторами должна осуществляться на основе обмена электронными документами, однако в

полной мере переход к ЭДО произойдет не так быстро. Здоровый регистраторский консерватизм не позволит перейти на эту технологию «всем и сразу». Надо использовать и иные, может быть, не столь эффективные, но зато и не такие радикальные способы улучшения взаимодействия. А их немало. В частности, одним из методов, позволяющих более эффективно осуществлять расчеты по сделкам с акциями, является мост между НДЦ и ДКК. Сейчас в НДЦ рассматривается возможность кардинального «расширения» моста, а также ускорения и удешевления движения по нему. Но и одним мостом нельзя ограничиваться. Так что вопросы улучшения работы с регистраторами — тема для отдельного обстоятельного разговора. Будем надеяться, что РДХ не останутся единственным шагом в этом направлении, а явятся первым мазком общей картины.

И наконец, несколько слов о тарифах вообще. Представляется, что депозитарии пока еще не научились эффективно использовать этот инструмент для стимулирования активности депонентов. А то, что тарифы — мощное оружие, можно понять, хотя бы посмотрев на деятельность компаний сотовой связи. Каких только тарифных планов у них нет! Как хорошо они освоили тарифные приемы для работы с клиентами! Не мешало бы нам у них поучиться.

Осмелюсь также высказать еще одно крамольное утверждение: тарифы расчетного депозитария не должны быть простыми. Тарифы должны быть «интересными», позволяющими депоненту оптимизировать свои затраты, решая поставленные перед ним задачи. Да и депозитарий в конце концов не должен от этой оптимизации проиграть. Многочисленные преференции клиентам пока не пошатнули благосостояния сотовых компаний, а, напротив, позволили им расширить свой бизнес. Так что было бы разумно, чтобы «игра» с тарифами не завершилась бы РДХ. Есть и иные мысли. Но пока говорить о них рано. ■