

**Дибин Вонг**

Заместитель генерального директора  
Китайской депозитарной и клиринговой корпорации  
по ценным бумагам

## ОБЗОР КИТАЙСКОЙ ДЕПОЗИТАРНОЙ И КЛИРИНГОВОЙ СИСТЕМЫ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Китайский рынок ценных бумаг в настоящее время состоит из Шанхайской фондовой биржи (SHANGHAI STOCK EXCHANGE), Шэньчженской фондовой биржи (далее — фондовая биржа) и межбанковского рынка облигаций. Организационными, осуществляющими учет и расчет ценных бумаг, являются Китайская депозитарная и клиринговая корпорация по ценным бумагам (CHINA SECURITIES DEPOSITORY AND CLEARING CORPORATION, SD&C) и Китайская государственная депозитарная трастовая и клиринговая корпорация по ценным бумагам (CHINA GOVERNMENT SECURITIES DEPOSITORY TRUST AND CLEARING CORPORATION). Первая предоставляет услуги по ценным бумагам, торгующимся на биржевом рынке, тогда как вторая обслуживает межбанковский рынок облигаций. Термин «китайская депозитарная и клиринговая система по ценным бумагам» в данной статье относится только к системе, обслуживающей биржевой рынок ценных бумаг.

Китайский фондовый рынок — один из развивающихся рынков, который возник достаточно поздно, но быстро развивается. В начале его формирования, в 1990 г., на рынке присутствовали всего 8 выпусков ценных бумаг с общей рыночной стоимостью 10,3 млрд китайских юаней Ренминби<sup>1</sup> и акции были единственным видом ценных бумаг. После 16 лет развития количество эмитентов ценных бумаг превышает 1500 с общей рыноч-

ной стоимостью более 6 трлн китайских юаней Ренминби, и торговые продукты включают ценные бумаги, облигации (вторичный и рынок РЕПО), паи инвестиционных фондов ценных бумаг, ценные бумаги с обеспечением и акции (в целом 1847 типов).

В начале 90-х гг. Шанхайская и Шэньчженская фондовые биржи создали собственные депозитарные и клиринговые институты, которые предоставляли

эффективные услуги бэк-офиса. С быстрым развитием организованного фондового рынка встала необходимость централизации операций участников рынка в депозитарной и клиринговой системе. После получения одобрения Государственного Совета и Китайской комиссии по регулированию ценных бумаг (*China Securities Regulatory Commission, CSRC*) в марте 2001 г. в Пекине была создана Китайская депозитарная и клиринговая

<sup>1</sup> По состоянию на 16 ноября 2006 г. 10 китайских юаней Ренминби = 33,8766 руб.



корпорация по ценным бумагам (*SD&C*). Бывшие депозитарные и клиринговые компании под управлением Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж были реорганизованы в шанхайский и шэньчжэньский филиалы *SD&C*.

Когда создавались Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи, проведение расчетов в бездокументарной форме было внедрено на большинстве мировых рынков ценных бумаг. Поэтому эти две биржи установили электронную бездокументарную систему учета ценных бу-

«делка за сделкой» в зависимости от различных торговых продуктов и торговых режимов. В настоящее время основным методом является многосторонний неттинг с гарантией расчетов, при этом *SD&C* выступает в качестве центрального контрагента. С другой стороны, *SD&C* внедрила различные расчетные циклы в зависимости от моделей расчетов. Акции категории «А» с многосторонним неттингом рассчитываются в срок  $T + 1$ , тогда как акции категории «Б» — в срок  $T + 3$ ; для других торговых продуктов с расчета-

кон о ценных бумагах, проведение реформы по неторгуемым ценным бумагам, обновление механизма торгов ценными бумагами и внедрение новых торговых инструментов. Имея благоприятную среду для развития, *SD&C* и дальше поддерживает процесс своего формирования, чтобы быть стандартизированной, ориентированной на рынок, международной организацией со следующими достижениями:

- созданы многоуровневый депозитарий по ценным бумагам и регулирующая система клиринга. Для гарантирования эффективного развития рынка в системе за базу берется национальное законодательство, такое как Закон о ценных бумагах, в качестве правил выступают нормативные акты *CSRC*, такие как Меры регулирования депозитария ценных бумаг и клиринга; деловые нормы *SD&C*, такие как Нормы управления счетами депо, являются самой сутью системы, и дополнением к этому выступают договоры с участниками рынка;

- расширяется сфера депозитарной и клиринговой деятельности. Поддерживая *CSRC* в стремлении позволить различным фондам выходить на фондовый рынок, включая страховые компании, пенсионные фонды и другие, и для вывода на рынок новых инструментов и услуг, таких как сделки РЕПО с облигациями, приобретение котирующихся компаний, паи ПИФов, warrants, ценные бумаги с покрытием в виде финансовых активов, бонусы для менеджеров в виде акций компании и т. д., *SD&C* предоставляет поддержку бэк-офисам по депозитарной и клиринговой деятельности. В то же время *SD&C* непрерывно расширяет методы предоставления услуг и предлагает специализированные услуги, такие как учет, хранение паев инвестиционных фондов открытого типа и организацию расчетов по сделкам с ними, проведение голосования акционеров котируемых компаний в режиме онлайн, а также справочную систему онлайн для инвесторов, ориентирующихся на рыночные требования;

- постоянно совершенствуется система управления расчетными рисками. С накоплением опыта и уроков *SD&C* постепенно внедрила всестороннюю систему управления расчетными рисками (детали приведены в таблице) и установила базу для безопасного, стабильного и здорового развития рынка;

- техническая система становится более завершенной. Постоянно совершенствуя технологии, к настоящему времени *SD&C* установила многофункциональную электронную систему, состоящую из нескольких подсистем, включая управление

#### СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ *SD&C*.

Категория риска	Метод управления риском
Кредитный риск	Управлять участниками расчетов и по существу установить систему доступа участников к расчетам Вести систему мониторинга и предварительного извещения о рисках участников расчетов Проводить расчеты по принципу поставка против платежа (ППП) и расчеты с залоговой системой по некоторым типам транзакций, например с ПИФаами, варрантами Ликвидация нарушений
Риск ликвидности	Ввести расчеты после неттинга транзакций Установить систему расчетных депозитов с требованием авансового зачисления минимального объема средств, необходимых для расчетов Создать фонд, гарантирующий расчеты
Операционный риск	Установить систему внутреннего контроля Создать локальную и удаленную резервную систему Проводить сквозную обработку сделок
Правовой риск	Создать многоуровневую правовую базу на основе национального законодательства, нормативных актов <i>CSRC</i> , деловой практики и договоров
Системный риск	Создать фонд покрытия по расчетным рискам

маги и, по сути, достигли дематериализованных расчетов и выпуска ценных бумаг в бездокументарной форме.

После 10 лет развития китайская депозитарная и клиринговая система по ценным бумагам постепенно достигла следующих характеристик:

- *Открытие счета в режиме реального времени:* инвесторы могут подать заявку и получить номер счета в агентствах *SD&C* до начала проведения сделок на фондовой бирже. В *SD&C* существует унифицированное управление счетами депо и централизованное хранение информации по счету депо.

- *Централизованная регистрация:* *SD&C* предоставляет централизованные и унифицированные депозитарные услуги по ценным бумагам для организованного фондового рынка и проводит учет ценных бумаг в основном в форме прямого владения ценными бумагами.

- *Разносторонние клиринговые услуги:* *SD&C* предоставляет различные методы клиринга, такие как многосторонний неттинг и система расчетов по принципу

ми «сделка за сделкой» и внебиржевой торговли выбираются более гибкие расчетные циклы в зависимости от необходимости.

- *Сквозная обработка данных (STP):* электронная бездокументарная система учета и клиринга была сформирована на основе бездокументарного учета ценных бумаг. Она не только соответствует требованиям различных торговых продуктов, но также благодаря ей достигается сквозная обработка сделок от поручения инвестора на проведение сделки, введения заявки брокером, проведения сделки на бирже, вплоть до клиринга и расчетов.

Китайское правительство в последние годы совершенствовало систему рыночной экономики и энергично развивало рынок капитала. В 2004 г. Государственный совет провел стратегически активное и всестороннее внедрение реформ и развитие рынка капитала. Так, китайский рынок ценных бумаг провел серию эффективных реформ, включая внесение и реализацию поправок в за-



счетами депо, учет, хранение, расчеты и контроль за депонентами, и предоставляющую всестороннюю и стабильную платформу для расчетов и клиринга на китайском рынке ценных бумаг.

По данным на октябрь 2006 г. на хранении в SD&C находился 1781 выпуск ценных бумаг на общую сумму 1,73 трлн китайских юаней Ренминби по номинальной стоимости и 6,79 трлн китайских юаней Ренминби по рыночной стоимости. SD&C управляет 76,47 млн счетов депо инвесторов, имеет почти 300 участников расчетов. За январь—октябрь 2006 г. объем инвентарных операций, проведенных по итогам торгов на Шанхайской и Шэньчженской фондовых биржах, составил 36,35 трлн китайских юаней Ренминби.

Открытость китайского рынка ценных бумаг в последние годы возрастает, и после вхождения Китая в ВТО было реализовано взятое обязательство на открытие индустрии услуг по ценным бумагам. Иностранным организациям разрешено непосредственно принимать участие в торгах с акциями категории «Б» через специальные места, установленные на фондовой бирже. Кроме этого, CSRC выпустила в июне 2002 г. Правила учреждения инвестиционных компаний с иностранным капиталом и Правила учреждения управляющих компаний с иностранным капиталом для разъяснения таких вопросов, как создание условий и сферы деятельности инвестиционных и управляющих компаний с иностранным капиталом. К 2006 г. CSRC одобрила учреждение 6 совмест-

ных инвестиционных компаний и 21 совместной управляющей компании. К тому же инвестиционная политика по локальным ценным бумагам для квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (*Qualified Foreign Institution Investors, QFII*), введенная в Китае в декабре 2002 г., привела к благоприятным результатам. В настоящее время Государственный совет добавил квоту на проведение операций с акциями в 6 млрд долл. к первоначальной сумме в 4 млрд долл. для QFII, тогда как CSRC зарегистрировала 37 международных инвестиционных институтов в качестве QFII. Одновременно со стратегией привлечения иностранного капитала в Китай правительство также пробует внедрить стратегию выхода китайских компаний на другие рынки — недав-



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Юрий Дубин**

Директор Депозитария Сбербанка России

Фондовый рынок в Китае развивается последовательно и методично. В настоящее время он играет заметную, хотя и не ключевую роль в экономике страны. Капитализация рынка составляет менее 10% от объема выданных банковских кредитов.

Власти пока не рассматривают внутренний фондовый рынок в качестве механизма привлечения иностранных инвестиций, предпочитая портфельным инвестициям прямые инвестиции иностранных партнеров в капитал конкретных предприятий. Основной функцией китайского фондового рынка является обеспечение притока денежных средств в приватизируемые государственные предприятия. Необходимо отметить, что массовой приватизации государственных предприятий в Китае не проводилось. Политика властей предполагает, что частный сектор экономики должен развиваться не за счет государственного, а в дополнение к нему. На протяжении последних 10 лет ежегодно выводится на рынок по 100–150 предприятий.

В большинстве случаев это делается путем первичного размещения акций государственных предприятий на Шанхайской или Шэньчженской биржах. В результате размещения примерно 30% акций переходит в частные руки, 30% остается у государства и еще 30% — у государственных компаний, аффилированных с компанией-эмитентом акций. Последние пакеты в дальнейшем могут быть проданы стратегическим инвесторам. IPO, как правило, проходят с успехом — спрос на акции существенно превосходит их предложение, и в течение короткого времени после размещения бумага вырастает приблизительно на 20%. Покупатели ценных бумаг не торопятся расставаться с ними, поскольку стабильно растущая экономика страны предопределяет повышательный тренд рынка.

В подавляющем большинстве участники торгов на обеих биржах действуют в интересах инвесторов — физических и юридических лиц, резидентов Китая. На несколько уполномоченных компаний — нерезидентов выделена квота на приобретение китайских акций в размере 10 млрд долл., кроме того, нерезидентам разрешено покупать акции категории Б (их выпущено на сумму около 5 млрд долл.). Таким образом участие портфельных инвесторов — нерезидентов на китайском рынке ограничено суммой в 15 млрд долл. Тогда как *free float* внутреннего рынка акций составляет около 260 млрд долл. Доля инвесторов-физических лиц в рыночной капитализации составляет до 70%.

Вышеперечисленные характеристики фондового рынка Китая определили и особенности его инфраструктуры. В Китае изначально отсутствовал институт регистраторов. Учет прав каждого владельца ценных бумаг велся непосредственно на биржах, где проводилось первичное размещение. По мере роста рынка возникла необходимость централизации учета прав собственности, что нашло отражение в Законе о ценных бумагах, утвержденном в 1998 г. В соответствии с указанным законом в 2001 г. была создана Китайская депозитарная и клиринговая корпорация по ценным бумагам. Ее акционерами стали Шанхайская и Шэньчженская биржи. На начальном этапе биржи объединили свои депозитарные системы только юридически — в рамках одной компании-оболочки. До настоящего времени в рамках компании фактически действует два депозитария, и осуществление переводов бумаг с одной торговой площадки на другую может занять несколько дней, однако ситуация меняется, и власти анонсировали, что с октября 2008 г. Китай перейдет на расчеты ППП T + 1.

Поражает воображение количество счетов депо, открытых в Китайской депозитарной и клиринговой корпорации по ценным бумагам — более 76 млн. Здесь необходимо иметь в виду, что эта цифра не отражает реальное количество инвесторов — владельцев акций. Во-первых, многие инвесторы имеют по счету на каждой их бирже. Во-вторых, большое количество счетов депо было открыто до середины 2002 г. в рамках так называемых «лотерей IPO». В связи с большим спросом на акции в ходе первичных размещений китайские власти разыгрывали право на участие в IPO среди владельцев открытых счетов депо. Таким образом, общее количество инвесторов составляет около 30 млн, или 2% от населения страны. Существуют оценки, по которым свыше 20 млн инвесторов имеют онлайн-доступ к операциям на фондовом рынке, что ставит Китай на 1-ое место в Азии по интернет-трейдингу.

Очевидно, что в обозримом будущем китайский фондовый рынок станет, с одной стороны, более доступным для иностранных инвесторов, а с другой стороны, китайский спрос на фондовые инструменты станет частично удовлетворяться за счет выхода на международные рынки капитала. В этой связи обзор китайской депозитарной и клиринговой системы по ценным бумагам, подготовленный нашими китайскими коллегами, может представлять большой интерес для участников российского фондового рынка.



но локальная управляющая компания «Хуаань» получила разрешение начать пилотный проект квалифицированного локального институционального инвестора (*Qualified Domestic Institution Investors, QDII*), инвестируя в иностранные рынки ценных бумаг.

*SD&C* активно следует тенденции повышения открытости рынка ценных бумаг Китая. С одной стороны, компания усиливает обмен опытом и сотрудничество на международном уровне, тщательно следит за тенденциями в международной деятельности по хранению и клирингу ценных бумаг и изучает опыт развитых рынков через членство в международных и региональных ассоциациях депозитарных и клиринговых организаций, подписывая меморандумы о сотрудничестве с некоторыми ЦД и устанавливая прямое междепозитарное взаимодействие. С другой стороны, она серьезно задействована во внедрении правил и гарантирует беспрепятственное проведение депозитарных и клиринговых операций. Взять, к примеру, *QFII*: *SD&C* вовремя выпустила руководство для *QFII* по проведению депозитарных и клиринговых операций с локальными ценными бумагами, открыли счет для 37 *QFII* на Шанхайской и Шэньчженской фондовых биржах, открыла 9 расчетных счетов для 9 банков *QFII* и постоянно совершенствует уровень операций и компоненты системы для проведения расчетов и клиринга по локальным ценным бумагам *QFII*, основываясь на опыте развитых рынков.

Китайский рынок ценных бумаг является развивающимся рынком с особенностями экономики, переходящей от центрального планирования к рыночной экономике. Из-за быстрого развития рынка меры по контролю за рисками, возникающими при расчетах по ценным бумагам, не отвечают требованиям и законодательная база по депозитарным и клиринговым операциям отстает в следующих аспектах:

- Правовые отношения между брокерами и кастодианами в рамках системы прямого владения ценными бумагами должны быть более детализированы.

С одной стороны, Китай может внедрить систему прямого владения ценными бумагами, в которой не указываются номинальные держатели в списке владельцев ценных бумаг, предоставляемом акционерным компаниям. Сделки сверяются напрямую со счетами депо инвесторов для достижения сквозной обработки сделок. С другой стороны, законодательство и регулирование предписывают, что инвесторы могут поручить брокеру принять участие от своего имени в сделках на

фондовой бирже, а расчеты по ценным бумагам инвестора с привлечением центральной расчетной системы могут быть инициированы брокером до точного определения доверительных отношений между брокером и инвестором. Это приводит к несоответствию между регистрацией и учетом, а также к путанице в правовых отношениях между ЦД, фондовой биржей, брокером и инвестором.

- Принцип ППП, эффективно контролирующий расчетные риски, не систематизирован.

До сих пор в Китае не достигнута синхронизация поставки против платежа (т. е. системы ППП) для основных типов сделок, таких как сделки с акциями. Расчеты на условиях «сделка за сделкой» проводятся в срок  $T + 0$  — электронная система *SD&C* автоматически переводит бездокументарные ценные бумаги со счета депо продавца на счет депо покупателя, тогда как неттированные расчеты по денежным средствам проводятся в  $T + 1$  — *SD&C* проводит неттированные гарантированные расчеты в качестве центрального контрагента и с участниками расчетов в качестве контрагентов. Проблемой данной системы является, с одной стороны, разница в 1 день между поставкой ценных бумаг и выплатой денежных средств, которая не обеспечена кредитной гарантией или залогом. С другой стороны, существует непоследовательность между контрагентами, предоставляющими ценные бумаги и выплачивающими денежные средства, — *SD&C* не может отказаться от поставки ценных бумаг инвестору, в случае если участник расчетов не смог выполнить свои обязательства по выплате денежных средств. Можно предположить, что если один из контрагентов не выполнит свои обязательства, *SD&C* в качестве центрального контрагента должна будет предоставить аванс по денежным средствам. Если он превысит гарантийный фонд по расчетам, сформированный из средств участников расчетов, *SD&C* принимает на себя существенные риски — даже может привести к системному расчетному риску.

*SD&C* принимает участие в формировании системы ППП и активно продвигает принципы ППП при установлении правил работы, а также проводя расчеты по некоторым инструментам — паям ПИФов и варрантам. В 2005 г. пересмотренный Закон о ценных бумагах установил некоторые основные принципы, такие как неттированные расчеты и поставка против платежа в терминах национального законодательства. Таким образом, *SD&C* тщательно работает над формированием системы ППП, основываясь на опыте, полу-

ченном при проведении некоторых типов расчетов на условиях ППП, и планирует в 2007 г. внедрить систему ППП для торговых продуктов фондовых бирж, для которых компания выступает в роли центрального контрагента против участников расчетов — проводит синхронизированные расчеты на условиях поставка против платежа по ценным бумагам и денежным средствам со сроками  $T + 1$ .

С ростом уровня открытости, китайский рынок ценных бумаг надеется догнать развитые рынки в таких сферах, как диверсификация торговых продуктов и повышение масштаба рынка. В части торговых продуктов Китай планирует ввести некоторые инновации, например разрешить маржинальную торговлю, короткую продажу, кредитование ценными бумагами и ввести производные финансовые инструменты. В части открытия рынка неизбежны развитие трансграничных сделок с иностранными инвесторами, повышение их присутствия на китайском рынке ценных бумаг и начало проведения сделок локальными инвесторами на иностранном рынке ценных бумаг. *SD&C* столкнулась и в настоящее время изучает проблему соответствия требованиям рынка и работы на уровне международных стандартов. В отношении сотрудничества с международной индустрией *SD&C* планирует установить электронные междепозитарные каналы с иностранными ЦД в перспективе 3–5 лет для продвижения трансграничных сделок.

Подводя итоги последних 5 лет, можно сказать, что реформа китайской депозитарной и клиринговой системы достигла успехов. Если смотреть в будущее, в следующие 5 лет китайская депозитарная и клиринговая система еще больше усовершенствуется, и ее связь с глобальным рынком ценных бумаг углубится и расширится. ■