



ПЕТЕР ГНЕПФ

Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг

ПОСЛЕ СДЕЛКИ: ПРОВЕДЕНИЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Участники Международной ассоциации по вопросам обслуживания ценных бумаг (ISSA) собираются на глобальном симпозиуме раз в 2 года с тем, чтобы оценить состояние инфраструктуры рынка ценных бумаг, охватывающего 3 крупнейших часовых пояса. К «хрустальному шару» обращаются для того, чтобы попытаться представить будущее через 5–10 лет. На симпозиуме в 1996 г., с прогнозами которого мы сверяемся и сегодня, были рассмотрены наиболее вероятные изменения роли различных операторов в послеторговой инфраструктуре рынка ценных бумаг. В результате проведенного анализа почти 11 лет назад были сделаны следующие прогнозы:

- локальные центральные депозитарии ценных бумаг (ЦД) будут агрессивно расширять свои услуги в сфере услуг с добавленной стоимостью, ориентированных на конечного инвестора. В Европе после принятия единой валюты многие финансовые институты объединятся;

- международные центральные депозитарии расширят количество покрываемых рынков и инструментов. Другие изменения маловероятны;

- некоторые глобальные кастодианы, скорее всего, уйдут из этого бизнеса;

- локальные субкастодианы превратятся в вымирающий вид. С учетом большей гармонизации национальных рыночных практик локальные банки-агенты будут вытеснены из бизнеса центральными депозитариями;

- недавно пришедшие на рынок организации, такие как *IBM, Andersen Consulting, Reuters, Bloomberg*, станут конкурентами банков-агентов в сфере информационных и аналитических услуг.

В ретроспективе некоторые из прогнозов, сделанных в 1996 г., хотя и не в полной мере, но сбылись. Однако основные факторы, влияющие на изменения, остались прежними: бизнес-конкуренция, регулирование в сфере сдерживания си-

стемных рисков и защиты инвесторов, новые технологии, глобализация.

После перехода на евро Европа стала основной точкой фокусирования трансграничных инвестиций и структурных изменений.

ТОЧКА ДОСТУПА В ЕВРОПУ: КОНКУРЕНЦИЯ, КООПЕРАЦИЯ И КОНСОЛИДАЦИЯ

Давайте вспомним, зачем нужны рынки капитала и его организаторы: спрос обуславливает желание эмитентов ценных бумаг как можно дешевле приобрести доступ к оборотным средствам, предложение — стремление инвесторов получить доход от своего инвестиционного капитала. Стороны напрямую не взаимодействуют, для этого они привлекают посредников: брокера, биржу и локальный центральный депозитарий. В трансграничных инвестициях международный брокер и глобальный кастодиан прокладывают путь к соответствующему рынку и его локальной инфраструктуре.

Эмитенты и инвесторы получают максимальный доход, если транзакционные издержки низкие. Обработка сделок на первичном и вторичном рынках недорогая, если инфраструктура работает эффективно. В финансовой индустрии, развитие которой диктуется информационными технологиями и которая базируется на знаниях, основными движущими механизмами для более эффективной обработки являются инновация и нормативная база, достаточно гибкая и не слишком обременительная. Жестко конкурируя между собой, инвестиционные банки стремятся удовлетворить потребности клиентов, предлагая более быстрое исполнение заявок, лучшие цены и сервис. Отмечается общая тенденция к увеличению количества сделок с уменьшением среднего их объема.

Европа движется к интегрированному, общеевропейскому рынку. Процесс консолидации был инициирован рыночными тенденциями: Банк «Евроклир» (*Euroclear*) и Группа «Дойче Борсе» (*Deutsche Borse*) приобрели национальные центральные депозитарии. В Скандинавии и Балтике формируется более интегрированный региональный рынок. При этом существует более 30 фондовых бирж, оперирующих приблизительно 12 торговыми системами в Европе. Примерно 20 компаний предоставляют «централизованные» клиринг и расчеты. В глазах участников, работающих на международном рынке, это все что угодно, только не централизованный подход.

Две наиболее существенные разработки помогут достичь желаемой цели: более высокая операционная совместимость и консолидация. Причиной определения данных целей являются конкуренция и поиск эффекта масштаба и синергии. Они могут произойти как последовательно, так и параллельно. Операционная совместимость обуславливает большую конкуренцию, которая в свою очередь может привести к консолидации. Международные инвестиционные банки заинтересованы в поощрении конкуренции между инфраструктурными платформами.

ДВИЖУЩИЕ СИЛЫ ЧАСТНОГО СЕКТОРА: ВОПРОСЫ БИЗНЕС-СТРАТЕГИИ

Является ли сюрпризом тот факт, что ни один из инфраструктурных операторов не вызывается добровольно покинуть поле для всеобщего блага? В отсутствие мотивов альтруистического поведения гонка на выживание началась.

Относительно небольшая рыночная инфраструктура — норма для многих европейских рынков, которые могут оставаться независимыми, если окажутся непревзой-



денными в инновациях. Достижение существенного снижения стоимости за счет более благоприятного эффекта масштаба не является для рынков возможной опцией. Они могут объединяться, но не могут поглотить более крупного игрока.

Раньше биржи и расчетные платформы были некоммерческими организациями, контролируемые своими прямыми участниками. Однако контроль пользователей не обязательно гарантирует достаточный уровень инновации. Так как параметры пользователей могут быть разными, то на инновацию может повлиять конфликт интересов. Сейчас большинство инфраструктурных операторов являются публичными компаниями, торгующимися на бирже, они нацелены на получение максимальной акционерной стоимости. Иностранные акционеры контролируют достаточно большую часть капитала.

Крупные игроки имеют больше возможностей для собственных системных разработок, в частности, они могут купить и интегрировать более инновационного конкурента. Нью-Йоркская фондовая биржа сделала это в прошлом году, когда купила электронную систему *Archipelago*. Поглощение позволило ей быстро стать полноценным соперником *NASDAQ* — крупнейшего локального конкурента. Недавно анонсированное трансатлантическое слияние с *Euronext* открывает новые горизонты для завоевания доли рынка. Когда же мы увидим первую сделку, связывающую обе стороны Атлантики?

Оглядываясь на последние 5 лет, следует констатировать, что жаркие споры по поводу того, что лучше — вертикальная или горизонтальная рыночная интеграция, оказались неактуальными. Ни одна из крупнейших моделей не смогла продемонстрировать свое превосходство над другими.

Группа «Дойче Борсе» (*Deutsche Borse*) — лучший пример вертикально ориентированного оператора — достигла высокого уровня интеграции, инновации и увеличения эффективности, начиная от исполнения сделок и кончая расчетами. Она также очень успешна в бизнесе, связанном с производными инструментами.

Группа *Euronext* выбрала противоположную стратегию для конкуренции с Лондоном и Франкфуртом. Это горизонтальное трансграничное слияние между фондовыми биржами Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона и биржей производных инструментов Великобритании — *LIFFE*. Ее предпочитаемый партнер для проведения расчетов — группа *Euroclear* также является горизонтальной структурой.

Решение о стратегической переориентации одной из частей рыночной инфраструктуры должно принимать во внимание всю инфраструктурную цепочку. В дополнение к этому должны быть учтены уникальные особенности нормативной и законодательной базы данного рынка или потенциального рынка для партнерства. Локальное законодательство, местные

агент или ЦД, рынок обвалится. Однако регуляторы еще не достигли соглашения по общеевропейскому регулированию центральных контрагентов и центральных депозитариев.

• Конечная картина бизнеса центрального депозитария в Европе не ясна: можно ли провести расчеты по всем ценным бумагам в любом ЦД, в одном или

В финансовой индустрии основными движущими механизмами являются инновация и нормативная база, достаточно гибкая и не слишком обременительная.

правила и регулирование все больше мешают экономическому сближению через национальные границы.

ДВИЖУЩИЕ СИЛЫ ДЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО СЕКТОРА: ПОЛИТИЧЕСКОЕ ВИДЕНИЕ, ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ И РЕГУЛЯТИВНАЯ БАЗА

Что касается трансграничной консолидации, то не только страх менеджеров потерять свою работу является причиной медленного прогресса. Каждый оператор национальной платформы с учетом своих интересов создал наилучшую операционную модель для своей клиентуры, полностью отвечающую потребностям локальных эмитентов и инвесторов и соответствующую всем локальным правилам и регулированию. Поэтому кто будет критиковать отлаженную национальную службу, которая защищает свой статус-кво? Более того, если иностранцы считают какой-то определенный рынок привлекательным для инвестирования, зачем нужны перемены?

Для того чтобы процесс консолидации ускорился, концепция «трансграничного» рынка должна стать излишней между странами членами ЕС.

Для решения данной задачи финансовая индустрия должна поддерживать тесный диалог с государственным сектором. Некоторые наблюдения, взятые из текущих обсуждений, проходящих на европейском уровне, являются признаком того, что многое остается неясным:

• Банки и брокеры регулируются как на национальном, так и на общеевропейском уровне, центральные контрагенты и ЦД — только на национальном уровне. Регуляторы отмечают, что, если банк обанкротится, рынок продолжит существовать, но, если разорится центральный контр-

нескольких ЦД? Или сохраняется принцип локального рынка? Регуляторы, так же как и рынок, этого не знают.

• Регуляторы отмечают, что большие кастидиальные банки могут выступать де-факто в качестве ЦД по международным потокам сделок. Некоторые банки верят, что это может стать для них естественным бизнесом. Тем не менее они лоббируют регуляторов против того, чтобы позволить ЦД начать деятельность банков-агентов.

• Что касается центральных контрагентов, то их внедрение привело к существенно большему неттированию сделок, соответственно, меньшему количеству расчетов и, таким образом, снизило стоимость расчетов. Конечно, услуги центрального контрагента имеют свою стоимость, однако трейдеры продолжают требовать дальнейшего снижения расходов. Должны ли другие акционеры всегда соглашаться с теми, чьи голоса звучат громче всех, но кто, при этом, предпочитает краткосрочную перспективу.

В заключение хотелось бы отметить следующее. Правы ли мы в нашем болезненном поиске по установлению связей, гармонизации и консолидации комплексных национальных рыночных структур? Что случилось с «великой мечтой», которую рынок еврооблигаций претворил в жизнь в конце 1960-х гг.? Он создал эффективный и хорошо регулируемый рынок, преодолев границы национальных рамок, смоделировал его для нужд глобальных контрагентов. Отцы рынка еврооблигаций успешно превратили проблему в возможность. Нам следует применять этот принцип чаще. ■