



Денис Соловьев

Заместитель Директора НДЦ,

член Совета директоров ПАРТАД, канд. юрид. наук

К ВОПРОСУ О СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ РАСЧЕТНО- КЛИРИНГОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации опирается на идею совершенствования учетной инфраструктуры фондового рынка. В стратегии отражены вопросы совершенствования инструментальной базы, в частности вопросы введения на рынок новых инструментов, которые могли бы увеличить его ликвидность и привлекательность, а также помочь таким организациям, как паевые и пенсионные фонды, размещать средства в надежные, ликвидные инструменты. Кроме того, стратегия ориентирована на снижение рисков учетно-расчетной инфраструктуры и уделяет этому вопросу особое внимание. В выступлениях главы Федеральной службы по финансовым рынкам Олега Вьюгина указывается, что краеугольным камнем в совершенствовании рынка в целом является снижение рисков учетно-расчетной и торговой инфраструктуры. Этой цели служит создание Центрального расчетного депозитария и клиринговой организации.

В концепции Закона о Центральном депозитарии, которая перекликается с соответствующим разделом стратегии развития финансовых рынков, не указано, каким образом должен создаваться Центральный расчетный депозитарий. Тем не менее существует два пути: цент-

рализация расчетно-депозитарной деятельности может происходить за счет консолидации действующих учетно-расчетных институтов, крупнейшие из которых — Национальный депозитарный центр (НДЦ) и Депозитарно-Клиринговая Компания (ДКК), либо через создание нового института «с листа», с использованием государственных средств.

Создание расчетного депозитария с нуля, на мой взгляд, идея не самая удачная с точки зрения и экономии ресурсов, и ограждения от возможного вреда участников рынка, которые в настоящий момент уже приспособлены к использованию существующих учетно-расчетных систем. Кроме того, создание Центрального расчетного депозитария с нуля не учитывает технологической и технической сопряженности действующих расчетных депозитариев с торговыми системами. В частности, техническая база НДЦ принадлежит Московской межбанковской валютной бирже, которая ее и поддерживает. Бизнес-процессы также увязаны достаточно тесно в связи с тем, что по сделкам, заключенным на ММВБ, ведущей технологией расчетов являются «поставки против платежа» с предшествующим торговому дню преддепонированием. Требования к сопряженности бизнес-процессов очень строгие, и переписать их,

включив в технологическую цепочку третье лицо или вообще исключив НДЦ, представляется как минимум нетривиальной технико-технологической задачей. В этом нет экономического смысла, да и основания для подобной постановки вопроса пока отсутствуют, поскольку лидер на рынке очевиден.

Объективным свидетельством лидерства НДЦ на рынке расчетно-депозитарных услуг являются как объемы активов, депонированных в НДЦ (которые составляют в настоящий момент 51 млрд долл. и растут с большой скоростью), так и соотношение объемов торгов на организованных рынках (90% объемов торгов приходится на ММВБ, расчетным депозитарием которой является НДЦ). На долю Российской торговой системы приходится 10%. Но это, разумеется, не повод игнорировать интересы тех участников рынка, которые торгуют в РТС и производят расчеты через ДКК.

Одна из проблем, которую необходимо принять во внимание при рассмотрении вопросов консолидации, — подход к принятию на обслуживание различных ценных бумаг. На ММВБ торгуются в основном высоколиквидные ценные бумаги. Регистратор, который ведет реестр владельцев ценных бумаг и у которого НДЦ открывает счет, должен быть либо



признанным участником рынка, либо членом ПАРТАД. НДЦ ориентирован на обслуживание биржевого рынка, он не обслуживает те сделки на внебиржевом рынке, которые могут создать для него риск в случае утраты информации о правах собственности в реестре акционеров вследствие его внезапной передачи или каких-либо иных событий, связанных с возможными корпоративными конфликтами. Политика ДКК несколько иная. ДКК обслуживает по большей части внебиржевой рынок. Такая нишевая политика дает свои результаты, но ее следствием являются повышенные риски. Данные обстоятельства должны быть приняты во внимание при консолидации двух компаний.

Таким образом, мы переходим к вопросу эффективности системы управления рисками профессиональных участников рынка в свете консолидации расчетно-депозитарной деятельности и создания Центрального депозитария (ЦД). В случае реализации заложенной в концепции Закона о Центральном депозитарии идеи об ограничении уровней вложенности счетов номинальных держателей до трех (одним из аспектов которой является то, что ЦД станет единственным номинальным держателем в реестрах акционеров) политика в отношении обслуживания финансовых инструментов, в том числе и на внебиржевом рынке, тоже изменится.

Существует два возможных варианта развития этой идеи. Первый вариант — применение схемы ограничения уровня вложенности только к ценным бумагам, включенным в систему торговли и обращающимся на биржах. В этом случае ЦД выстраивает отношения с регистраторами, которые ведут реестры акционеров данных ценных бумаг. При этом мы опускаем вопрос об обслуживании рынка облигаций, поскольку в настоящее время НДЦ обслуживает практически 100% этого рынка (государственных, муниципальных и корпоративных) именно как центральный депозитарий. Другой вариант — обслуживание всех ценных бумаг Центральным депозитарием с соответствующим открытием счетов номинального держателя во всех реестрах акционеров. Будет ли распространяться требование об открытии счета номинального держателя в том числе и на реестры, которые ведутся эмитентами, и реестры акционеров закрытых акционерных обществ (ЗАО) на данные ценные бумаги? На этот вопрос концепция Закона о ЦД и стратегия развития финансового рынка ответа не дает. Вопрос же достаточно важный.

Соответственно, система управления рисками профессиональных участников рынка ценных бумаг в том и другом случае должна выглядеть по-разному. Если ЦД будет ответственным только за риски той части системы, в которой учитываются права собственности на обращающиеся на организованном рынке ценные бумаги, то обязанность за построение этой системы управления можно возложить на ЦД. Если речь идет об открытии счетов номинального держателя не только в 77 лицензированных регистраторах, но и в акционерных обществах, которые ведут реестры акционеров самостоятельно (а их несколько тысяч!), включая ЗАО, то существующая ресурсная база должна быть кардинально преобразована и пополнена.

Значительным элементом системы управления рисками является электронный документооборот (центром которого должен стать Центральный депозитарий), который объединит профессиональных участников рынков ценных бумаг, пользующихся услугами учетной системы, сам ЦД и регистраторов. При этом, вероятнее всего, обязанность по сопровождению и поддержанию системы электронного документооборота должна исполняться ЦД, поскольку именно через него профессиональные участники рынка ценных бумаг будут общаться с регистраторами. На согласовательной основе должны поддерживаться форматы, стандарты взаимодействия ЦД и регистраторов. Кроме того, должен быть решен вопрос о центре сертификации, о той организации или том элементе инфраструктуры, которые будут ответственными за выдачу электронных ключей, подтверждение информации, содержащейся в электронных сообщениях.

Что касается других функций Центрального депозитария, следует отметить, что дискуссионным является вопрос об исполнении им функции централизованного клиринга, который дает участникам рынка больше всего преимуществ.

Дело в том, что риски клиринговой деятельности достаточно высоки, и их трудно сочетать с уровнем надежности, который должен быть у центрального элемента учетной инфраструктуры, каким является ЦД. В случае перехода к централизованному клирингу необходимо будет реструктурировать или вновь организовать элементы учетной системы. Кроме того, централизованный клиринг предполагает, что участники рынка должны выставлять лимиты на клиринговую организацию, что вряд ли сопоставимо с теми позициями, которые участники рынка будут держать в ЦД. Чтобы максимизиро-

вать объем средств, депонированных в ЦД, необходимо по максимуму освободить ЦД от рисков, которые неизбежны, если на него будет возложена функция по осуществлению централизованного клиринга.

В таком случае речь может идти о создании отдельной структуры, осуществляющей централизованный клиринг. При этом следует обратиться к мировому опыту, проанализировать принципы построения системы управления рисками и механизмы покрытия рисков на развитых рынках, таких как рынки Великобритании, США и Германии. Новая структура, скорее всего, должна быть специализированным институтом, особым образом регулирующимся и наделенным специальными полномочиями, которые можно прописать в соответствующем законе.

Идеальной является такая структура системы финансовых рынков, при которой отдельно существуют и отдельно регулируются элементы торговой инфраструктуры, элементы клиринговой инфраструктуры и расчетная инфраструктура. Именно такая структура прописана в стратегии развития финансового рынка. Однако требуется большая детализация, чтобы устранить имеющиеся на данный момент противоречия и неясности. Поскольку стратегия находится пока в стадии доработки, сейчас самое удачное время для высказывания идей и мнений, направленных на улучшение данного документа и российского рынка ценных бумаг в целом. ■