

Концептуальные подходы к организации и развитию единой системы учета и хранения информации о владельцах ценных бумаг

Фонд рыночных исследований

Текущее состояние

Инфраструктура российского фондового рынка неоднородна и делится на две основных составляющих – торговую и учетную системы, чьи интересы зачастую вступают в противоречие.

Само понятие учетной системы, состоящей из институтов, уполномоченных фиксировать права владельцев на ценные бумаги, было введено в 1997 году в докладе "О концептуальных подходах к месту и роли депозитарной деятельности на современном рынке ценных бумаг" (далее – Доклад), подготовленном ФКЦБ, Минфином и Банком России. Этот Доклад являлся рамочным документом, идеи которого предполагалось использовать для выработки стратегии развития инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

В настоящее время система учета и хранения информации о владельцах ценных бумаг в РФ (далее – учетная система) состоит из примерно 80 специализированных регистраторов и ряда расчетно-депозитарных систем, среди которых можно выделить следующие:

- депозитарную систему Национального депозитарного центра (НДЦ), в основном предназначенную для обслуживания торгов государственными и корпоративными ценными бумагами на ММВБ;
- депозитарную систему Депозитарно-клиринговой компании (ДКК), специализирующуюся на обслуживании торгов корпоративными ценными бумагами на бирже РТС и сделок, совершаемых на неорганизованных рынках;
- депозитарную систему Депозитарно-расчетного союза (ДРС), в основном предназначенную для обслуживания торгов на МФБ;
- депозитарную систему Газпрома, в основном предназначенную для учета прав акционеров на акции Газпрома;
- депозитарную систему Санкт-Петербургского Расчетно-депозитарного центра (РДЦ), в основном предназначенную для обслу-

живания торгов ценными бумагами субъектов федерации на биржах Санкт-Петербурга.

Несколько сотен остальных профессиональных участников рынка, имеющих депозитарную лицензию, используют ее, как правило, для обеспечения доступа в вышеуказанные расчетно-депозитарные системы и реестры, выполняя функции клиентских (кастодиальных) депозитариев.

Сложившаяся учетная система, так или иначе удовлетворяет текущие потребности рынка. Однако ситуация меняется, и то, что сформировалось как учетная инфраструктура по итогам приватизации, сейчас устраивает далеко не всех. Но это не означает, что изменения инфраструктуры путем более точного копирования доминирующей на западных рынках модели, дадут положительный результат. Вопрос, как организовать инфраструктуру всего рынка, как обеспечить гарантию исполнения сделок при внебиржевых операциях остается открытым.

Необходимо иметь в виду, что российский фондовый рынок, создававшийся по американским рецептам, имел изначально серьезные отличия от заокеанского – отечественные ценные бумаги на 95 процентов "дематериализованы", т. е. выпускаются в бездокументарной форме. Кроме того, в отличие от развитых рынков, в России значительная часть сделок происходит вне систем организованной торговли, а в случае их заключения между частными инвесторами – и без участия профессиональных посредников. В то же время, основное потенциальное преимущество инфраструктуры российского рынка состоит в том, что ее совершенствование не потребует слишком больших усилий на преодоление "груза традиций". Российскому фондовому рынку всего десять лет и сформировавшиеся вокруг него профессиональное сообщество, объединенное в несколько саморегулируемых организаций, может и должно применять современные технологии в организации торговли и учета прав собственности на ценные бумаги.

Основной недостаток инфраструктуры российского фондового рынка заключается в ее слабом и невнятном законодательном регулировании, подверженном подчас непредсказуемым изменениям и осложняемом исторически сложившейся организацией торговых и учетных систем.

В торговле корпоративными ценными бумагами продолжает сохраняться ситуация, когда в объеме операций на организованных рынках по корпоративным бумагам значительную долю составляют сделки с участием иностранного капитала, что пагубно отражается на устойчивости рынков. Основная доля нарушений прав инвесторов и случаев мошенничества, приходится на сделки, проводимые на неорганизованном рынке. В этих условиях любые колебания мировых финансовых рынков, могут

привести к катастрофическим последствиям для котировок на наших биржах.

На неорганизованном рынке по-прежнему находятся миллионы акционеров, слабо задействованных в инвестиционных процессах. В тоже время, происходит активное перераспределение собственности между олигархическими структурами крупного капитала на фоне вялого развития законодательства по правам инвесторов и попыток неадекватного судебного регулирования процессов перехода прав собственности, частично компенсируемого нормативными актами ФКЦБ.

Анализ причин и последствий известного "застоя" российского фондового рынка в части, касающейся его учетной инфраструктуры, приводит к следующим выводам:

- сама по себе учетная система, в центре которой находится расчетный депозитарий (американская модель), не ведет к устранению рисков профучастников и повышению ликвидности рынка: для этого необходимо решение целого ряда гораздо более сложных проблем;
- наличие множества несвязанных технологически между собой регистраторов с отличающимися друг от друга правилами и формами документооборота осложняет работу торгующих на рынке профессиональных его участников;
- многоуровневость отношений в учетной системе (использование нескольких мест хранения прав на ценные бумаги) приводит к путанице и потере информации, затрудняющей реализацию прав инвесторов на ценные бумаги, включая участие в корпоративном управлении;
- идеология существующих торговых площадок не ведет к созданию единой учетной системы, а ориентирует участников на работу с различными расчетными депозитариями;
- тесная интеграция торговых систем и функционирующих при них расчетных депозитариев (ДКК-РТС, НДЦ-ММВБ, ДРС-МФБ) носит объективный характер, но функции, выполняемые расчетными депозитариями, относятся скорее к организации поставки (клиринга и расчетов) ценных бумаг, чем к полноценному учету прав собственности;
- со стороны профессиональных участников рынка существует известная недооценка рисков, сопровождающих учет прав собственности на ценные бумаги.

Таким образом, объективные потребности в повышении ликвидности российского фондового рынка требуют изменений неудобной ему сис-

темы учета прав собственности, сформировавшейся в первой половине 90-х годов.

Технология или иерархия

В развитие идей вышеупомянутого Доклада, ФКЦБ, ЦБ и Минфин РФ разработали Концепцию создания Центрального депозитария в РФ, предполагающую реформирование учетной системы российского рынка ценных бумаг в совокупность учетных институтов, работающих на основе единых принципов и построенных по определенной иерархии, где есть головные или базовые элементы учетной системы и есть второстепенные. Кратко принцип построения такой системы может быть охарактеризован понятием "матрешка". Реализация подобного подхода была бы определенным шагом вперед по сравнению с существующей ситуацией и решила бы ряд текущих проблем, но с точки зрения стратегического подхода, это не более чем улучшенный вариант старых "доинтернетовских" технологий. В плену этих технологий и закрепившихся на их обслуживании организационных структур находится значительная часть мирового фондового рынка, что является одним из факторов чрезмерной степени отрыва инвесторов от понимания существа экономической деятельности объекта их инвестиций.

Опыт развития отечественного фондового рынка позволяет сделать вывод, что иерархическая, многоуровневая система учета и поставки ценных бумаг в том смысле, который вкладывается в нее сейчас, плохо применима в условиях России.

Российский фондовый рынок является "высокоолигархизированным". Основная причина этого кроется в высокой стоимости "входного билета" (собственные средства, лицензии, оборудование, технологии и т.д.) для новых профессиональных участников. Не имеющий всего этого в принципе не сможет самостоятельно выйти на рынок высшего уровня – биржу или внебиржевую торговую систему. Он будет обречен пользоваться услугами тех сравнительно немногих профучастников, которые имеют необходимые предпосылки. Очевидно, что последние объективно не заинтересованы в упрощении процедуры входа на рынок для новых субъектов. Таким образом, фондовый рынок, с точки зрения доступа на него, далек от идеальной модели конкуренции.

Подобная ситуация сложилась не на пустом месте. Действительно, с определенного момента расширение круга участников торговли приводит к нарастанию проблем с исполнением сделок. С течением времени технический прогресс позволял расширять возможности торговой системы, но сам принцип ее построения под сомнение не ставился. Прогресс, однако, не стоял на месте – анахронизмом стали толпы брокеров на бир-

жах, пачки сертификатов ценных бумаг и доставляемые курьерами в банк платежные документы. Однако в целом система отношений на фондовом рынке осталось прежней. И до сих пор между реальными сторонами сделки стоят шеренги инвестиционных институтов, навязывающих свои посреднические услуги.

Таким образом, исторически проблема построения инфраструктуры фондового рынка лежала в области ограниченных технических возможностей. Затем эти возможности безгранично расширились, а иерархическая структура учетной системы принципиально не изменилась.

Рассмотрим сценарий построения инфраструктуры фондового рынка исходя из новых информационных технологий.

Во-первых, технический доступ к торговой системе через Интернет сможет иметь любой желающий. А раз так, то работы у брокеров существенно уменьшится - слишком многие захотят непосредственно участвовать в торгах имея возможность найти контрагента самостоятельно.

Во-вторых, становится не нужна многоуровневая система учета и хранения ценных бумаг. Коль скоро далеко не все будут пользоваться услугами брокеров, сократится работа у обслуживающих их депозитариев. Соответственно, увеличится число акционеров, напрямую представленных в реестрах. Раньше условием работы с брокером было помещение бумаг к нему же на хранение для того, чтобы он, в свою очередь, поместил их в расчетный депозитарий биржи. Роль расчетного депозитария, как общего хранилища ценных бумаг, и с точки зрения сегодняшнего дня, уже весьма условна, а с позиций глобального общедоступного рынка ценных бумаг - становится двойным анахронизмом. Первоначальная основная цель создания расчетного депозитария, как центрального хранилища ценных бумаг, технологически проигрывает гораздо более естественному и надежному принципу прямой оперативной связи любого участника рынка и его активом, где бы он или его актив не находился. А с точки зрения современных технологий, совершенно безразлично, какой "адрес" будет стоять на передаточном распоряжении: депозитарий А или, скажем, регистратор Б.

В-третьих, в отдельный бизнес выльется деятельность инвестиционных (финансовых) консультантов. Их аудитория вырастет пропорционально количеству находящихся в свободном поиске инвесторов. Вслед за врачами и адвокатами финансовый консалтинг войдет в каждый дом. Аналитические исследования, которые сегодня являются уделом узкого круга специалистов, получают на порядок более широкий спектр потребителей их результатов.

В-четвертых, кардинально возрастет значение структур, обеспечивающих защиту информационных сетей от несанкционированного доступа

и которые в условиях России традиционно олицетворяются с государственными службами.

В-пятых, возрастет количество организаций предлагающих себя в качестве торговых площадок.

Если принять такой сценарий ближайшего будущего фондового рынка, то основной технологической идеей, которую необходимо положить в основу построения учетной системы, является четкое разделение систем учета/хранения и поставки бумаг. При этом необходимо известное дистанцирование учетных институтов от торговой инфраструктуры, одновременно с максимально удобной для инвестора стыковкой их технологий.

При этом, если система учета и хранения прав на ценные бумаги с одной стороны, должна быть разумно децентрализована с учетом масштабов России, то система поставки ценных бумаг (клиринга и расчетов) должна быть единой, и, в качестве Центрального расчетного депозитария, находится в собственности максимального количества участников рынка с весомым влиянием государства. Центральный расчетный депозитарий должен обслуживать основные торговые площадки.

Элементами же единой системы учета прав собственности, выполняющей по сути учетные функции Центрального депозитария, могут оставаться регистраторы и клиентские (кастодиальные) депозитарии. Их взаимосвязь с торгующими на организованных рынках профессиональными его участниками должна строиться через трансфер-агентские по своим функциям структуры. В цепочке учета прав собственности от инвестора до регистратора должно быть не более одного-двух элементов учетной системы (депозитария) и разумное количество трансфер-агентов. Исключение могут составлять только конструкции предназначенные для использования таких инструментов как депозитарные расписки (ADR, GDR и т. д.). При таком подходе риск потери информации между уровнями учетной системы минимизируется, а сама система становится максимально прозрачной.

Расчетные депозитарии должны в большей степени рассматриваться как часть торговой системы.

Регистраторы, депозитарии и трансфер-агенты

Рынок услуг по учету прав собственности на ценные бумаги, включая хранение информации о их владельцах, сформировался в России как регистраторский на этапе быстрой приватизации и соответствующего роста числа акционеров. Торговля ценными бумагами находилась в зачаточном состоянии и основной задачей был точный и дешевый учет обмена приватизационных чеков на акции предприятий. С течением времени

большинство активных операторов рынка перевели свои ценные бумаги из реестров в номинальное держание в кастодиальные депозитарии. В то же время технология, методы работы и набор услуг регистраторов за это время не изменились. Причин этому несколько. С одной стороны, регистраторы жестко ограничены требованиями по лицензированию, нормативными актами ФКЦБ России. С другой стороны, эмитенты (за исключением трех-четырёх десятков), как правило, не заинтересованы в развитии рынка своих ценных бумаг, что влияет на методы работы регистраторов. Основные проблемы в работе с регистраторами возникают из различий в требованиях к формам и порядку оформления документов у разных регистраторов, а также территориальная удаленность многих из них. В итоге торгующим участникам рынка требуются дополнительные время и средства для проведения операций в реестрах.

Технология трансфер-агентского центра (далее - ТАЦ) предназначена для быстрой передачи поручений на проведение операций в учетной системе от профессиональных участников рынка и владельцев ценных бумаг (через трансфер-агентов) к регистраторам и депозитариям и получения отчета о результате проведения операции. Основной целью ТАЦ являются создание эффективной и прозрачной системы исполнения сделок с ценными бумагами, ускорение процесса перерегистрации прав собственности, удешевление транзакционных издержек для потребителей услуг учетной системы, защита участников рынка от недобросовестных действий, создание упорядоченной системы разграничения ответственности на разных этапах исполнения сделок, создание системы коллективного страхования деятельности участников системы. Использование технологии ТАЦ могло бы стать стимулом для развития технической базы регистраторов и кастодиальных депозитариев, как необходимого условия перехода к электронному документообороту в рамках учетной системы. Диктуемая технологией ТАЦ унификация и стандартизация документооборота между регистраторами и кастодиальными депозитариями лишает серьезных аргументов сторонников идеи сверхцентрализации деятельности по учету прав собственности.

Для повышения надежности деятельности расчетных депозитариев, торговых площадок, при обслуживании операций торгующих на них брокеров, также целесообразно использовать электронный доступ в реестры через ТАЦ, задействовав регистратора как оператора в системе поставок ценных бумаг конкретного эмитента.

Центральный депозитарий

Учетные системы развитых фондовых рынков, как правило, основываются на Центральном национальном депозитарии, которые создаются

в соответствии с рекомендациями доклада Группы 30, подготовленного в конце 80-х годов крупнейшими мировыми экспертами. Функции центральных депозитариев разных стран, совпадая в основах, могут существенно различаться в деталях. В теории, центральный депозитарий объединяет все учетные институты страны в единую расчетно-депозитарную систему. Центральные депозитарии, как правило, принадлежат профессиональным участникам рынка ценных бумаг. В целом ряде случаев значительная доля Центрального депозитария является собственностью государства. Центральный депозитарий формируется при участии Центрального банка, так как расчеты по ценным бумагам должны быть тесно связаны с денежными расчетами. Например, в США роль центрального депозитария по корпоративным бумагам выполняется расчетным депозитарием DTCC, а для государственных ценных бумаг функции Центрального депозитария выполняет Федеральная резервная система.

В некоторых странах не существует Центрального депозитария в классическом понимании. Например, в Великобритании функции центрального расчетного института фондового рынка выполняет система поставки информации CREST, которая не является депозитарием.

Таким образом, модель Центрального депозитария в традиционном ее понимании является квинтэссенцией иерархического построения учетной системы с ключевой ролью расчетных депозитариев. Подобная модель идеально подходит для любых небольших национальных рынков (от Швеции до Белоруссии). Однако в масштабах российской экономики, не говоря уже об огромных затратах на создание и поддержание такого Центрального депозитария, в архаичной своей форме он породит концентрацию рисков и конфликтов интересов систем учета/хранения и клиринга/расчетов ценных бумаг в одном из их элементов.

Поэтому Центральный депозитарий для российского рынка на современном этапе его развития представляется необходимым, как Центральный (единый) расчетный депозитарий для крупнейших торговых площадок.

В интересах же повышения надежности учетных институтов и создания единой системы учета прав собственности на ценные бумаги представляется необходимым параллельное с Центральным (расчетным) депозитарием развитие идеи Центрального фонда хранения и обработки информации о переходе прав собственности на ценные бумаги (далее Фонд). Согласно Устава, утвержденного постановлением правительства РФ от 10 июля 1998 года N 741, Фонд, в силу тогдашних политических обстоятельств, наделен функциями, которые он выполнять не может или которые никому не нужны, именно поэтому он до сих пор и не функционирует.

На данном этапе развития фондового рынка актуальным представляется системное исполнение Фондом следующих функций в интересах инвесторов, эмитентов и профессиональных участников рынка:

- обеспечение сохранности/дублирование информации о праве собственности на ценные бумаги, отчетности эмитентов и профессиональных участников учетной системы;
- сбор и государственная регистрация информации о ведении реестров владельцев именных ценных бумаг и информацию о выполнении функций номинальных держателей, поступающую от профессиональных участников рынка;
- предоставление хранящейся у него информации по запросам государственных органов и владельцев ценных бумаг.

Споры и конфликты по поводу прав собственности на пакеты акции предприятий, участвовавшие в последние годы, несогласованные действия государственных ведомств в части обеспечения реализации прав инвесторов, являются наглядным свидетельством того, что скорейшее начало функционирования такого Центрального фонда хранения информации является объективной необходимостью.

Хотя концепция Фонда подлежит корректировке, он мог бы в течение ближайших 2-3 лет стать серьезным фактором осмысленного участия государства в развитии учетной системы, включая минимизацию сопутствующих ей рисков. Помимо уточнения функций Фонда согласно вышеизложенным предложениям представляется целесообразным, с точки зрения быстрого и относительно дешевого его развертывания, - определение Фонда в качестве координирующего звена двухуровневой системы сбора и хранения необходимой для исполнения его функций информации. Роль элементов первого уровня могли бы исполнять существующие саморегулируемые организации регистраторов и/или депозитариев, через которых в ФКЦБ собирается ежеквартальная отчетность о деятельности профессиональных участников фондового рынка, причем не только членов СРО. Содержание отчетности могло бы быть уточнено в соответствии с потребностями Фонда. Далее отчетность в электронной форме могла передаваться в Фонд, где бы и осуществлялось ее хранение. Часть информации не являющейся конфиденциальной могла бы раскрываться на уровне СРО.

Таким образом, в случае реализации вышеизложенных предложений единая система учета и хранения информации о владельцах бумаг должна включать в себя:

- Центральный (расчетный) депозитарий, обслуживающий интересы торгующих участников рынка (операторов) и связанный с эмитентами и регистраторами (реестродержателями) посредством

технологии ТАЦ;

- Центральный фонд хранения информации, опирающийся на действующие СРО и получающий информацию от всех реестродержателей и депозитариев, включая Центральный (расчетный) депозитарий;
- реестродержателей и депозитариев взаимодействующих между собой и с Центральными расчетным депозитарием и фондом.

Относительно каждого элемента указанной системы должны быть определены основные риски их деятельности и предприняты действия обеспечивающие управление этими рисками.

Управление рисками

Создание системы управления рисками является одним из условий стабильного функционирования учетной системы на рынке ценных бумаг, а также реального обеспечения защиты прав инвесторов за счет создания и дальнейшего применения компенсационных механизмов. В соответствии с федеральными законами "О рынке ценных бумаг", "О защите прав и законных интересов инвесторов" предусматривается возможность применения страхования, создания гарантийных и компенсационных фондов, в том числе при саморегулируемых организациях. Одним из препятствий применения компенсационных механизмов является невозможность отнесения затрат по страхованию и взносов в соответствующие фонды на себестоимость, а также отсутствие нормативно-правовой базы формирования и управления данными фондами. В настоящее время на российском фондовом рынке существуют лишь отдельные фрагменты системы управления рисками учетной системы, в том числе компенсационных схем убытков инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Основные элементы системы управления рисками учетной системы включают:

- методы оценки рисков и прогнозирования вероятности уровня потерь;
- компенсационные схемы финансирования убытков путем формирования резервов для их покрытия, отчислений в страховые и гарантийные фонды, использования коммерческого и взаимного страхования;
- механизмы внутреннего и внешнего контроля рисков, включающих организационно-технические и административные мероприятия, установление лимитов взаимных обязательств участников централизованных систем клиринга и расчетов организатора тор-

говли/биржи.

В настоящее время при активном участии СРО в значительной мере разработаны требования к системе мер снижения рисков регистраторов и депозитариев, которые включают: требования к правилам внутреннего контроля для обеспечения целостности данных, в том числе в случае чрезвычайных ситуаций; к обеспечению разграничения прав доступа и конфиденциальности информации, не допускающие возможности использования указанной информации в собственных интересах профессиональным участником и третьими лицами в ущерб интересам клиентов; требования к процедурам, препятствующим использованию информации, полученной в связи с совмещением видов профессиональной деятельности; по применению страхования рисков, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; по использованию сертифицированного программного обеспечения.

Дальнейшее формирование системы управления рисками учетной системы в среднесрочной перспективе должно быть продолжено по следующим направлениям:

- разработка требований к системе мер управления рисками для профессиональных участников, выполняющих функции расчетного депозитария и/или клирингового центра путем установления обоснованных лимитов на размер взаимных обязательств участников данных систем, применение резервирования для обеспечения обязательств по хранению ценных бумаг, создание соответствующих гарантийных и страховых фондов, страхование системы в целом;
- создание при саморегулируемых организациях гарантийных и страховых фондов по обеспечению прав инвесторов;
- внедрение обязанности страхового покрытия рисков, возникающих в процессе профессиональной деятельности на фондовом рынке;
- оптимизация формирования компенсационных схем в рамках управления рисками на рынке ценных бумаг путем корректировки существующей системы налогообложения.

Применение тех или иных инструментов управления рисками должно учитывать специфику рисков единой системы учета прав собственности, требований регулирующих органов, предъявляемых к системам управления рисками на рынке ценных бумаг, масштабов и оборотов национального рынка ценных бумаг, а также размеров издержек, связанных с созданием и функционированием систем по управлению рисками.