



Несколько слов «о происхождении видов»

Перспективы выживания кастодияльных депозитариев на новой стадии развития рынка

Степан Томлянович
директор Депозитария РОСБАНКа

«Течет вода Кубань-реки
Куда велят большевики!»
Неизвестный автор

«Большие батальоны всегда правы»
Наполеон

Очередной «нефтяной пузырь», надувшийся на российском фондовом рынке по весне, как и в прошлом году, демонстрирует первые признаки «сдувания». Не исключено, что рынку удастся закрепиться на новых ценовых уровнях (400—420 по индексу РТС), но перспективы дальнейшего роста, несмотря на уверения аналитиков, выглядят весьма туманно. В любом случае очевидно, что после двух «мегаслияний» и одной «мегапопытки» недружественного поглощения за три месяца российский рынок уже не будет таким, каким он был раньше. Естественно, изменение общего «климата» на рынке не может не отразиться на кастодиянах, благосостояние (да и само существование) которых в значительной степени определяется самочувствием вторичного рынка акций.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК: ВЕСНА ИЛИ ОЧЕРЕДНАЯ ОТПЕПЕЛЬ?

По итогам четырех месяцев 2003 г. можно выделить следующие основные факторы, наиболее за-

метно влияющие на российский фондовый рынок:

■ российская экономика сделала еще один шаг по пути «чеболизации»¹, вероятность реализации в нашей стране «южнокорейской» экономической модели «догоняющего развития» продолжает расти. Интрига сохраняется лишь в том, сколько «чеболей» останется на рынке в среднесрочной перспективе и как быстро пойдет процесс их продажи крупнейшим транснациональным корпорациям.

■ Политическая неопределенность перед выборами и отсутствие «консенсуса элит» по стратегии экономического развития повышает общесистемные риски и ограничивает «горизонт планирования» как для инвесторов, так и для эмитентов ценных бумаг.

■ Использование внутреннего финансового рынка для привлечения инвестиций благоприятно как никогда, но пока эмитенты только начинают осваивать рынок долговых инструментов. При этом емкость рынка, сроки заимствований и даже ставки (!) пока не вполне соответствуют инвестиционным потребностям эмитентов, предпочитающих доллары за рубежом. Для формирования более ликвидного и долгосрочного рынка облигаций необходимо не менее 2—3 лет макроэкономической стабильности при отсутствии

корпоративных дефолтов, что совсем не гарантировано.

■ Большинство акций по-прежнему недооценено, что при наличии избыточных инвестиционных ресурсов у «чеболей» ведет к тому, что любая публичная компания может стать объектом недружественного поглощения. С другой стороны, у нескольких «чеболей» капитализация существенно завышена (по крайней мере, по сравнению со среднерыночным уровнем). Этот «перекосяк» снижает стимул для компаний выводить на вторичный рынок значимые пакеты акций. И поведение «флагманов индустрии» пока лишь подтверждает эту тенденцию.

■ Формирование хотя бы относительно независимых институциональных инвесторов, обладающих достаточными ресурсами для влияния на фондовый рынок (с учетом того, что «пенсионные деньги», скорее всего, поделат между собой представители тех же «чеболей»), даже при самой благоприятной конъюнктуре займет 2—3 года, а по консервативным прогнозам — не менее 4—5 лет.

■ Иностранцы портфельные инвесторы (в первую очередь американские фонды) «по совокупности экономических и политических причин» вряд ли существенно увеличат свои вложения в российские акции до середины 2004 г. и далее будут, вероятно, придерживаться весьма

¹ *Chaebol* («чеболь») в переводе с корейского означает «богатый» или «могущественный семейный клан». Современный «чеболь» — холдинг, объединяющий множество компаний в различных отраслях экономики.

консервативной инвестиционной стратегии.

■ Потенциал массовой скупки акций у физических лиц в значительной степени исчерпан (по крайней мере, до следующего кризиса). Анализ влияния вышеперечисленных факторов приводит к следующим выводам:

■ российские корпорации научились использовать для целей финансирования и экспансии всю систему финансовых посредников, именуемую как «российский фондовый рынок», но не зависят от нее ни как от значимого источника инвестиций, ни как от «мозгового центра» по выработке финансовых стратегий.

■ В отсутствие устойчивого спроса как на приобретение, так и на размещение ценных бумаг на открытом рынке со стороны основных субъектов экономики макроэкономическая роль фондовой индустрии как системы межотраслевого перераспределения инвестиций по-прежнему не выполняется. «Вторичная» роль агента модернизации реального сектора («локомотива реформ»), выполнявшаяся фондовым рынком с окончания приватизации до кризиса 1998 г., по-видимому, утрачена им окончательно.

■ В подобных условиях вторичный биржевой рынок обречен на роль «заповедника» для спекулянтов и немногочисленных портфельных инвесторов, а участники рынка — на роль провайдеров дешевого сервиса по предоставлению доступа к торговым системам и/или исполнителей «разовых заказов» олигархов.

■ Все значимые сделки с еще не консолидированными пакетами крупных и средних предприятий будут в ближайшие годы происходить вне бирж и оформляться через офшорные компании. При этом полноценный первичный рынок акций в среднесрочной перспективе может вообще не возникнуть, а цены на рынке вряд ли можно будет считать объективным показателем стоимости компаний.

Своеобразная «жизнь после жизни», в которой находился рынок начиная с 1999 г., когда он был факти-

чески предоставлен сам себе, закончилась в апреле нынешнего года. Теперь рынок окончательно пришел в соответствие с российскими экономическими реалиями и функционирует по правилам, вынесенным в эпиграф настоящей статьи.

Как ни пессимистично звучит изложенное выше, сложившаяся ситуация все же внушает некоторые надежды, *во-первых*, на то, что «хуже уже не будет», и, *во-вторых*, на реальную востребованность тех новых достижений, которые могут появиться в будущем. При этом очевидный дефицит ресурсов на развитие фондовой инфраструктуры страхует нас от повторного «отрыва от реальности».

Одним из следствий завершения описанной трансформации фондового рынка является наблюдаемый уже в течение нескольких лет закат индустрии финансовых посредников, обслуживающих вторичный рынок, в первую очередь брокерских компаний. Тем, для кого данный вывод неочевиден, предложим самостоятельно сравнить масштабы притока на фондовый рынок и оттока с него высококвалифицированных специалистов, а также припомнить хотя бы 2—3 случая недружественного поглощения крупной финансовой компании сторонним инвестором. И брокерские компании не одни оказались в положении «исчезающего вида». Аналогичная ситуация (хотя и менее очевидная) сложилась и среди кастодианов.

КАСТОДИАНЫ: ВЫЖИВАНИЕ ЧЕРЕЗ УКРУПНЕНИЕ ИЛИ СПЕЦИАЛИЗАЦИЮ

Кому же и зачем в нынешних условиях нужны кастодианы? Речь прежде всего идет о российских кастодианах, так как для российских «дочек» глобальных кастодиальных банков ситуация более предсказуема — их основными клиентами были и на ближайшее будущее останутся клиенты материнских компаний. Российские кастодианы исторически специализировались на обслуживании брокерских операций на вторичном рынке, и теперь, когда их «среда обитания» переживает упадок, им приходится или переори-

ентироваться на новые «источники питания» или уходить из бизнеса. Какие же возможности существуют для них на сегодняшнем рынке?

Профессиональные участники рынка

Этот «традиционный» для кастодианов сегмент рынка под влиянием описанных выше тенденций будет все больше распадаться на две подгруппы: розничные Интернет-брокеры и финансовые компании при крупных ФПГ. Соответственно, аффилированным с брокерами кастодианам придется повторить выбор «родителей»: либо снижать себестоимость типовых транзакций и мириться с крайне низкой рентабельностью, либо развивать юридическую службу и отдел сопровождения корпоративных действий. Независимые от брокерских компаний кастодианы могут теоретически развивать комплексы услуг для обеих подгрупп, но для этого потребуются создание двух наборов внутренних технологий: *одного* — строго типового и *другого* — максимально гибкого для учета индивидуальных потребностей клиента. Подобную «роскошь» смогут себе позволить только самые крупные игроки.

Следует также учитывать, что предъявляемые розничными брокерами высокие требования к скорости и стоимости обслуживания биржевых операций создают постоянную угрозу их перехода на прямое обслуживание в расчетные депозитарии и еще сильнее снижают рентабельность кастодиальных услуг. Правда, пока расчетные депозитарии не поддерживают весь необходимый профессиональному участнику продуктовый ряд (кредитование деньгами и бумагами, DVP по крупным сделкам, обслуживание паевых и пенсионных фондов, бэк-офисное обслуживание заключенных сделок), что позволяет кастодиану, готовому оказывать данные дополнительные услуги, удерживать свои позиции на рынке профессиональных участников. Но для развития указанных видов услуг опять же необходимы значительные организационные, технологические и фи-

нансовые ресурсы, а для кредитования ценными бумагами — также наличие на хранении значительного количества «стратегических» пакетов наиболее ликвидных ценных бумаг.

Таким образом, на сегодняшний день обслуживающие брокерские компании кастодианы имеют возможность выбирать один из двух вариантов выживания: дальнейшую специализацию на обслуживании конкретного вида брокеров (как правило, в качестве подразделения брокерской компании) или быстрое укрупнение с одновременным расширением спектра предлагаемых услуг. Очевидно, что второй вариант является гораздо более рискованным.

Институциональные инвесторы

В отличие от традиционных кастодиальных услуг по сопровождению биржевых сделок, потребность в услугах «специализированного депозитария» паевых и пенсионных фондов продолжает расти довольно быстрыми темпами. На данный момент у кастодианов (по крайней мере, у многофилиальных банков) есть благоприятная возможность создать универсальную инфраструктуру для обслуживания ПИФов, включающую услуги специализированного депозитария, брокерские услуги, расчетно-кассовое обслуживание, создание сети

агентских пунктов по распространению и выкупу паев, а также услуги специализированного регистратора. Наиболее важным конкурентным преимуществом специализированного депозитария является высокая надежность и «технологичность» оказываемых услуг, причем технологии должны быть достаточно гибкими для учета индивидуальных особенностей работы различных фондов. Для достижения этой цели необходимо инвестировать значительные средства, в том числе на приобретение и доработку специализированного программного обеспечения, его интеграцию с депозитарной информационной системой. Кастодианам же, не готовым нести такие расходы и риски, по-видимому, следует отказаться от выхода на данный сегмент рынка или сосредоточиться на обслуживании «своего» фонда за символическое вознаграждение. Другими словами, стратегическая альтернатива для данного сегмента также описывается принципом *get big or get out*.

Корпоративные (прямые) инвесторы

Растущие доходы, снижающиеся процентные ставки и налоги позволили крупнейшим российским ФПГ продолжить активную экспансию, в том числе путем слияний и поглощений. И хотя инвестиции в сырьевой

сектор пока остаются наиболее рентабельными, наиболее дальновидные «чеболи» уже приступили к широкой диверсификации бизнеса. Поэтому неудивительно, что 2002 г. ознаменовался началом бума операций по «переделу» промышленных активов.

Данный класс инвесторов в первую очередь нуждается в обслуживании процесса приобретения и в последующем сопровождении крупных пакетов акций. На сегодняшний день это, безусловно, наиболее интересная для российских кастодианов группа потенциальных клиентов, причем для их обслуживания депозитарию не обязательно выступать совместно с брокерской компанией. Помимо обслуживания «нестандартных» операций по приобретению блокирующих и контрольных пакетов (в том числе на условиях «поставка против платежа»), кастодиан может предложить данной группе клиентов участие своих представителей в собраниях акционеров и других корпоративных действиях, создание учетной инфраструктуры для обращения выпускаемых долговых ценных бумаг (векселей и облигаций), обеспечение электронного документооборота с брокерами и регистраторами, а также консультации по правовой защите инвестиций. Несмотря на высокую трудоемкость и принципиальную «нетехнологичность» дополнительных услуг такого рода, их потенциальная доходность может существенно превышать рентабельность обслуживания типовых биржевых операций. Успех в данном секторе рынка в значительной степени обусловлен уровнем доверия между клиентом и кастодианом, а также качеством взаимодействия с собственными или сторонними инвестиционными компаниями. Так же, как и в ранее рассмотренных случаях, у кастодиана есть выбор: либо ограничиться обслуживанием одного клиента, либо попытаться выйти на «открытый» рынок услуг для ФПГ. Естественно, для успешной реализации второй стратегии кастодиану необходимо иметь безупречную репутацию, а также соз-

VIIIth ЕЖЕГОДНЫЙ ФОРУМ
РЫНОК КАПИТАЛА УКРАИНЫ
18-20 июня 2003 года
Киев, Украина

VIIIth ANNUAL FORUM
THE UKRAINIAN CAPITAL MARKET
18-20 June, 2003
Kyiv, Ukraine

В ПРОГРАММЕ ФОРУМА:

ВЫСТАВКА "ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ"

18 КОНФЕРЕНЦИЯ "КАК ОБЕСПЕЧИТЬ РОСТ УКРАИНСКИХ КОМПАНИЙ?"

19 КОНФЕРЕНЦИЯ "ЭФФЕКТИВНЫЕ СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ХОЛДИНГОВ"

20 КОНФЕРЕНЦИЯ "КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В УКРАИНЕ: ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ И ИНВЕСТОРОВ"

Организатор: Faservice | Спонсор: UKRIBANK | Генеральный информационный партнер: АИИ | Информационные партнеры: КОНТРАКТЫ Office

Tel: +38-0441-246-5475/76, Fax: 235-8276, E-mail: data@basta.kiev.ua | Интернет-ресурс: www.fas.com.ua

дать мобильную команду высококвалифицированных специалистов.

Иностранные инвесторы

Общеизвестно, что представители данного сегмента заинтересованы в высококачественном обслуживании портфельных инвестиций в России надежным депозитарием, соответствующим международным стандартам. Потенциально это самый крупный сегмент рынка, однако на сегодняшний день он практически недоступен российскому кастодиану. Нестабильная ситуация на мировых рынках (и фондовых, и сырьевых) будет предопределять настороженное отношение этой клиентской группы к каким-либо переменам в ближайшие годы. Для обеспечения своей конкурентоспособности хотя бы в долгосрочной перспективе кастодиану необходимо разработать комплексную программу развития отношений с иностранными инвесторами, рассчитанную как минимум на 2—3 года. Помимо улучшения финансовых показателей и повышения кредитного рейтинга, она должна предусматривать предоставление «целевым» клиентам аналитической информации о российском рынке ценных бумаг, развитии инфраструктуры и корпоративных действиях эмитентов, а также бесплатное консультирование по юридическим и налоговым вопросам. Активное позиционирование в международных изданиях и на конференциях (*SIBOS, Global Custody Forum*) в качестве крупнейшего местного кастодиана, работающего на мировом уровне, является необходимым условием для развития контактов с иностранной клиентурой. Очевидно, что такая долгосрочная программа может быть по силам только весьма крупному и финансово устойчивому кастодиану.

Физические лица

Самостоятельное привлечение кастодианами на обслуживание физических лиц, особенно из числа наиболее обеспеченных, также может рассматриваться как значимое направление развития. Однако исходя из общей ситуации на рынке и приведенных выше прогнозов ее

развития, можно сделать вывод, что кастодиан в большинстве случаев будет выступать на данном сегменте совместно с брокером или управляющей компанией паевого фонда как поставщик дополнительных услуг. Его основной задачей будет поддержание оговоренного уровня обслуживания профессионального участника рынка. Соответственно, значительных затрат ресурсов на прямое привлечение физических лиц в ближайшем будущем от кастодиана не потребуется.

ЦЕНТРАЛИЗАЦИЯ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ – МЕХАНИЗМЫ ПРИСПОСОБЛЕНИЯ

Рынок услуг расчетных депозитариев в России жестко связан с рынком услуг торговых систем. В силу того что ММВБ в последние годы серьезно укрепила свое лидирующее положение на фондовом рынке, НДЦ является безусловным лидером сегмента и главным претендентом на роль «центрального расчетного депозитария» (ЦРД). При том что создание ЦРД является желательным для рынка в целом, оно несет в себе существенные риски, в первую очередь для крупных кастодиальных депозитариев:

- снижение рискованности и издержек на проведение депозитарных операций приведет к повышению конкуренции со стороны мелких кастодианов, аффилированных с Интернет-брокерами, и соответственно к дальнейшему снижению депозитарных тарифов;

- отсутствие контроля за тарифной и клиентской политикой ЦРД со стороны кастодиальных депозитариев (особенно с учетом приверженности некоторых «идеологов» ЦРД принципу «одноуровневой» депозитарной системы) может привести в среднесрочной перспективе к полному вытеснению российских кастодианов из бизнеса;

- неэффективная работа ЦРД и/или его «чрезмерная открытость для государственных органов» может усилить отток операций и активов за рубеж, в том числе с использованием схем «фиктивного

собственника», что также негативно отразится на клиентской базе кастодианов.

Регулирование данных рисков возможно путем проведения следующих мероприятий:

- создания коллегиальных органов, представляющих интересы всех участников рынка (в том числе кастодианов) и уполномоченных регулировать тарифную и продуктовую политику ЦРД, а также круг организаций, допускаемых к прямому депонированию в ЦРД;

- запрета на совмещение функций регистратора и ЦРД, разрешение такого совмещения для кастодианов;

- принятия единых стандартов электронного документооборота для участников рынка, создания удостоверяющего центра (УЦ), ответственного за их реализацию.

Очевидно, что все перечисленные мероприятия не находятся в исключительной компетенции кастодианов. Вероятность их успешной реализации может быть повышена, если крупнейшие кастодианы формально (или неформально) объединятся для совместного отстаивания своих интересов. К сожалению, такое объединение также маловероятно, учитывая растущую конкуренцию внутри кастодиального «цеха». Единственное, что может привести к преодолению их разобщенности — четкое осознание трех выводов из всего сказанного выше:

- сужение в условиях общей стагнации фондовой инфраструктуры и доминирования «больших батальонов», повышение эффективности работы кастодианов путем сокращения удельных издержек по типовым операциям ведут в конечном счете к утрате рентабельности (а значит, и независимости);

- путь укрупнения и расширения спектра услуг более перспективен, но требует значительных инвестиций и не гарантирует высокой отдачи в ближайшие 2—3 года;

- виды, способные к коллективной организации, имеют больше шансов на успех в борьбе за существование, чем даже самые крупные хищники-одиночки. ■