

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ МУЛЬТИДЕПОЗИТАРИЙ

Организация или набор функций

Необходимость создания Центрального депозитария в каждой стране, заботящейся о развитии своего фондового рынка, давно стала неоспоримым фактом. Окончательно этот тезис был закреплен в широко известном докладе 1989 года Группы 30¹: Звучала эта рекомендация следующим образом:

Рекомендация 3. Каждой стране рекомендуется к 1992 году иметь полностью сформированный и эффективно работающий Центральный депозитарий ценных бумаг, организованный и управляемый так, чтобы обеспечить максимально широкое (прямое и косвенное) использование его услуг участниками рынка.

Из приведенного фрагмента не вполне понятно, должен ли, по мнению авторов доклада, Центральный депозитарий (далее – ЦД) быть единой организацией или функции, присущие ЦД, могут выполняться несколькими институтами фондового рынка. С одной стороны, стилистика абзаца наводит на мысль о том, что ЦД должен быть единым. С другой же стороны, следующий за этой рекомендацией текст говорит о том, что должен ЦД делать (то есть упор сделан на функции), а не каким он должен быть.

Позиция авторов проясняется в главе 3, посвященной центральным депозитариям:

Каждая страна должна иметь только один ЦД. Может существовать и более одного ЦД, но только при наличии связи между ними. В этом случае депозитарии могут быть или специализированными, или региональными.

То есть можно констатировать, что предпочтительно, по мнению авторов доклада, иметь один ЦД, а несколько ЦД на национальном фондовом рынке могут существовать, но только при условии «разделения сфер влияния» либо по выпускам ценных бумаг, либо по географическому признаку.

Несколько более либерально трактуется этот вопрос в рекомендациях 95-го года International Securities Services Association (ISSA)²:

Если на одном и том же рынке существует несколько ЦД, то для снижения расчетного риска и эффективного использования денежных средств необходимо, чтобы правила и процедуры их работы были совместимыми.

То есть наличие нескольких депозитариев на одном рынке все же допускается и даже не оговаривается разделение между ними зон влияния, но требуется наличие технологической совместимости.

Чаще всего два Центральных депозитария в одной стране встречались, когда государственные и корпоративные ценные бумаги по организационно-политическим причинам обращались в разных торговых системах и, соответственно, находились в разных ЦД. Однако в большинстве стран такое положение дел со временем было преодолено, и доминирующей стала модель с одним национальным ЦД.

¹ Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets. (Group of Thirty, 1989).

² ISSA Update of the Original G-30 Recommendations (1995).

Преимущества этой модели очевидны. Простота и надежность устройства национальной Учетной системы фондового рынка приводит к созданию комфортной среды для участников торгов, упрощает и удешевляет расчеты. ЦД, как правило, является технологически развитой организацией, обладающей в силу своего положения большими ресурсами и предоставляющий своим клиентам сервис достаточно высокого уровня.

Есть у такой модели и недостатки. В первую очередь они связаны с монопольным положением ЦД на национальном рынке. Это может сказываться и на тарифах (куда денутся, все равно заплатят!) и на замедлении темпов развития (куда спешить, сделаем когда-нибудь, к конкурентам не уйдут!). И хотя метод сглаживания этих недостатков широко известен: реальный контроль потребителей услуг за деятельностью ЦД, все же это не может заменить полноценную конкуренцию.

Трудно спорить с тем, что Учетная система с единственным ЦД является на сегодняшний день доминирующей и хорошо зарекомендовавшей себя на рынке. Видимо, именно эту модель и следует пытаться реализовать тем странам (например, России), которые до сих пор не имеют своего ЦД. Однако ничто не мешает нам задуматься над альтернативами. А именно: может ли Учетная система фондового рынка быть организована на иных принципах и, при этом, столь же эффективно обслуживать интересы участников?

Давайте рассуждать. В конце концов, для участника рынка не так важно, кто именно выполнит необходимое, что принято относить к функциям ЦД: хранение ценных бумаг, расчеты по сделкам и иные услуги. Главное, чтобы услуги были качественные, надежные, стандартизированные и дешевые. Если возможно, что при неукоснительном соблюдении всех этих требований поставщиком таких услуг будет не одна, а две или более организаций, то почему бы и нет? Первичен набор функций, а организационная форма вторична. Другой вопрос, возможна ли, в принципе, такая система. Вот на это вопрос мы и попробуем ответить в настоящем докладе.

Центрально-депозитарная система в России

Преимущества Учетной системы с одним ЦД очевидны. Надо ли вообще искать иные модели? Для чего? Что это может дать фондовому рынку? По мнению автора таких причин несколько:

- В некоторых случаях попытки организовать единый Центральный депозитарий наталкиваются на определенные препятствия. Целесообразно для таких ситуаций иметь альтернативную модель, реализовать которую может оказаться проще.
- Хотя ЦД является «естественным монополистом» и известны способы антимонопольного контроля, все же полноценная конкуренция была бы лучше.
- Период замкнутых национальных фондовых рынков заканчивается, а возникающий глобальный рынок, возможно, потребует создания иных моделей Учетных систем.

Разговоры о Центральном депозитарии России с разной степенью интенсивности, то затихая, то возобновляясь с новой силой, идут в России уже с десяток лет. Был принят Указ Президента, Постановление Правительства, создано несколько концепций, написано много докладов, опубликовано несчетное число

статей, проведена масса круглых столов, множество бурных дискуссий, обозначены интересы всех участников. А Центрального депозитария как не было, так и нет! Может быть, мы что-то делаем не так? Может быть, стоит попробовать подойти к этой проблеме с другой стороны.

Попробуем беспристрастно взглянуть на существующую в России Учетную систему фондового рынка. Только немой и ленивый не ругал ее за сложность, неупорядоченность и неэффективность. И надо сказать, что многочисленные упреки в ее адрес следует признать справедливыми. Но есть и другая сторона медали. Худо ли бедно, но свои функции Учетная система, в общем, исполняет. И иногда не так уж плохо. Так, может быть, не пытаться переустроить российскую Учетную систему революционными методами, а, приспособившись к протоптаным, кривоватым, дорожкам, решить самые больные вопросы, построить приемлемую (пусть не идеальную систему), а потом уже улучшать ее эволюционным путем. Так можно попытаться быстро получить хоть что-то нормально вместо вечного поиска недостижимого идеала.

Сейчас можно с определенными допущениями сказать, что значительную часть функций ЦД выполняют пять организации: НДЦ, ДКК, и в меньшей степени РДК, ВЭБ и питерский РДЦ³. При этом РДК, ВЭБ и РДЦ СПб являются депозитариями, в основном ориентированными на обслуживание определенных видов ценных бумаг, и эта их ниша зафиксирована нормативными документами. Для РДК такими бумагами являются акции Газпрома, для ВЭБа – ОГВЗ 1999 и отчасти остальные ОГВЗ, а для РДЦ СПб – МКО – питерские «муниципальные» облигации. Надеюсь, не очень обидеть достойных людей, которые трудятся в этих депозитариях, но, видимо, через какое-то время, после снятия нормативных барьеров их самостоятельная роль, как «элементов конструкции» ЦД так или иначе сойдет на нет. Это представляется неизбежным, хотя предсказывать, как это произойдет и когда, я бы сейчас не взялся⁴. Остаются два других расчетных депозитария: НДЦ и ДКК, которые сегодня в той или иной мере конкурируют между собой, хотя занимают не совсем одинаковые ниши.

Напрашивающимся способом создания Центрального депозитария России является слияние НДЦ и ДКК. Если бы это произошло и если бы провести этот процесс эффективно, решительно, разумно и аккуратно, то о лучшем и мечтать не приходится. Но что-то почему-то все время мешает такому объединению. Целью автора не является обсуждение здесь причин такого положения дел. Это вопрос конкретной политики и принятия (или непринятия) необходимых решений собственниками расчетных депозитариев и регуляторами фондового рынка. Здесь мы рассмотрим вопрос, нельзя ли создать Центральный депозитарий России на базе этих двух организаций, оставив их независимыми, то есть создать **«Центральный мультидепозитарий»**. Я утверждаю, что теоретически это возможно и попробую проиллюстрировать это утверждение. А оценку того, стоит ли так поступать на самом деле, оставим за рамками этого материала.

Предлагаемая модель «мультидепозитария» несколько отличается от схем, предложенных в докладе Группы-30 и иных документах. В нашей модели два депозитария обслуживают одинаковое множество выпусков ценных бумаг, покрывающих абсолютное большинство бумаг, обращающихся на рынках страны. Оба осуществляют расчеты по сделкам на всех национальных организованных

³ Роль ДРС и более мелких депозитариев, ранее претендовавших на звание «расчетных», видимо, в настоящий момент уже можно считать исчерпанной.

⁴ Возможно, ВЭБ, как головной депозитарий по обращающимся на российском рынке бумагам, номинированным в валюте, и ВТБ еще долго сохранят свое особое положение.

рынках. Обладают одинаковым базовым набором оказываемых услуг и сопоставимым уровнем технологии, связаны между собой технологически и договорились о стандартизации сообщений, которыми они обмениваются с контрагентами.

В то же время, клиентская политика, дополнительные услуги, уровень тарифов, организация производственных процессов и меры по минимизации издержек являются прерогативой каждого из депозитариев и становятся полем для конкуренции. Клиент может работать с одним из этих депозитариев, может с обоими. На его праве выбора основывается конкуренция этих организаций.

В будущем это может привести либо к тому, что в конкурентной борьбе победит один из депозитариев, либо рано или поздно они пойдут по пути слияния, либо динамическое равновесие будет удерживаться достаточно долго.

Внимательный читатель, конечно, сразу отметит, что в общих чертах только что была описана схема взаимодействия двух международных расчетных депозитариев: Euroclear и Clearstream. Может ли такая схема быть повторена на национальном уровне?

Сначала посмотрим, в какой мере сейчас НДЦ и ДКК соответствуют описанной идеальной модели Центрального мультидепозитария⁵.

Обслуживаемые бумаги.

Если отвлечься от существования некоторых бумаг (акции Газпрома и МКО), доступ к которым для НДЦ и ДКК в равной степени затруднен нормативными документами, то существующая ситуация асимметрична.

*Государственные ценные бумаги*⁶ – ГКО-ОФЗ: головной депозитарий НДЦ. Нормативные документы Банка России не дают ДКК доступа к этому рынку. Это связано со специфической депозитарной системой обслуживания государственных облигаций, созданной в 90-е годы Банком России.

Корпоративные и муниципальные облигации. По абсолютному большинству этих бумаг головным депозитарием является НДЦ. Однако в данном случае это не связано с административными ограничениями, а вызвано тем, что доминирующее положение на рынке в силу исторических причин занимает ММВБ, для которой НДЦ является расчетным депозитарием. То есть, в этом секторе происходит нормальная конкурентная борьба, правда с явным преимуществом одного из игроков.

Акции. В этом секторе права НДЦ и ДКК равны. Оба они пока не являются основными хранителями акций на российском рынке ввиду неупорядоченности российской Учетной системы и значительной роли регистраторов и дочек глобальных кастодианов. Традиционно ДКК обладает большими возможностями по работе с регистраторами и большим объемом акций на обслуживании.

Бумаги, номинированные в иностранной валюте. Здесь ни НДЦ, ни ДКК не могут похвастаться особыми достижениями, хотя никаких формальных ограничений нет. Пожалуй, на сегодняшний момент НДЦ продвинулся несколько дальше, что связано с тем, что на ММВБ, хотя и очень вяло, но все же проходят торги по еврооблигациям.

⁵ Я постарался быть максимально объективным, но понимаю, что любые сравнения могут показаться заинтересованным сторонам некорректными. Поэтому заранее прошу прощения у сотрудников НДЦ, ДКК и других депозитариев если с их точки зрения неверно расставил акценты, преуменьшил достоинства их организаций или преувеличил достижения конкурентов.

⁶ За исключением ОВГВЗ и ОГВЗ 1999, где роль ЦД в настоящее время играет Внешэкономбанк, а Внешторгбанк в силу исторических причин занимает особое положение.

То есть, в целом, ситуация близка к той, которая должна быть для Центрального мультидепозитария, за исключением неравноправного положения НДЦ и ДКК на рынке государственных облигаций, отсутствия прямого доступа НДЦ и ДКК к некоторым бумагам и наличия возможности у других депозитариев открывать счета номинального держателя непосредственно у регистраторов и.

Уровень технологии.

Всяческие сравнения здесь рискованны и спорны, но, пожалуй, следует признать, что в некотором приближении технологический уровень НДЦ и ДКК можно считать близким. Обе организации в достаточной мере автоматизировали свои производственные процессы. В обеих подавляющую долю в обменах с клиентами занимает электронный документооборот, обе организации могут использовать SWIFT или интернет. Обе обслуживают биржевые торги. Обе владеют технологией внебиржевой ППП, хотя и для разных секторов.

Оказываемые услуги и их стандартизация.

По большому счету, множество оказываемых услуг у обоих депозитариев сходно, хотя есть и различия. НДЦ больше ориентирован на государственные бумаги, обслуживание биржевой торговли, организацию размещений. ДКК сильнее в работе с регистраторами, исполнении выплат и иных корпоративных действий, в обработке корпоративной информации.

С точки зрения мультидепозитария, конечно, следует констатировать определенные различия в построении депозитарного учета, форме поручений и отчетов и в наличии иных многочисленных, хотя и менее существенных, особенностей.

Начавшийся в 2003 году процесс унификации сообщений, показавший тенденцию сближения с международным стандартом ISO 15022, в равной степени поддерживается, как НДЦ, так и ДКК и должен, в конечном итоге, привести к появлению стандартного набора поручений и отчетов.

С точки зрения сервиса ДКК всегда была более дружелюбна по отношению к своим клиентам. Можно считать это ее конкурентным преимуществом, аналогичным тому, какое имеет Clearstream по отношению к Euroclear.

То есть в области оказываемых услуг различия между НДЦ и ДКК достаточно велики, однако они не выглядят критическими и грядущая стандартизация должна сблизить эти организации.

Обслуживание торговых систем.

Здесь ситуация сложная. НДЦ в качестве расчетного депозитария обслуживает ММВБ и, теоретически, СПВБ. ДКК в качестве расчетного депозитария обслуживает РТС, СПВБ, ФБ СПб. Кроме того, клиенты ДКК могут торговать на ММВБ через открытый ДКК в НДЦ счет держателя.

Таким образом, ДКК предоставляет своим клиентам более широкий сервис, позволяя работать на всех значимых фондовых торговых площадках, однако доступ на доминирующую по оборотам торговую площадку предоставляет не прямо, а через своего конкурента, что чревато разнообразными рисками. НДЦ обслуживает только ММВБ⁷, но зато предоставляет к ней прямой доступ. Доступ к торгам на рынке государственных облигаций возможен исключительно через НДЦ.

В этой области ситуация весьма далека от того, что должно быть при Центральном мультидепозитарии. Здесь проблему перехода к мультидепозитарной конфигурации решить непросто, поскольку в данном случае асимметрия связана с интересами торговых систем.

⁷ Практически.

Связь между депозитариями.

В этом отношении все в порядке. Работающий мост между НДЦ и ДКК можно считать, в целом, достаточным для обеспечения необходимых услуг.

Итак, подводя итоги, следует признать, что хотя ситуация с точки зрения построения Центрального мультидепозитария далека от идеальной, но при наличии «доброй политической воли» не представляется безнадежной. Самое сложное – это уравнивать положение депозитариев с точки зрения доступа к государственным облигациям и обслуживанию торговых систем, но при желании даже в этом нет ничего невозможного.

Какие преимущества и недостатки у Центрального мультидепозитария по сравнению с классическим Центральным депозитарием.

Минусы:

- Система с Центральным мультидепозитарием сложнее, чем система с классическим Центральным депозитарием. А, где сложность, там и дополнительные риски.
- Два начальника, две секретарши, два контролера, два главных бухгалтера, два сервера, две компьютерные системы – больше издержки.
- Нетрадиционная система – не как у людей. Непонимание и настороженность иностранных инвесторов.
- Распыление ресурсов в преддверии международного соперничества.

Плюсы:

- Отсутствие монополиста. Наличие конкурентной среды. Возможность выбора. Как следствие этого, снижение издержек и ускорение развития.
- Естественное дублирование системы. Если дела у какого-то из депозитариев пойдут плохо, можно будет быстро переориентироваться на его конкурента.
- Хорошая тренировка депозитариев для будущей международной конкуренции.

Стоит ли действительно создавать в России Центральный мультидепозитарий – вопрос спорный. Как и в случае с Центральным депозитарием для этого потребуются принятие нормативных документов и, при этом, более сложных. Кроме того понадобятся серьезные усилия для выравнивания возможностей двух расчетных депозитариев. Скорее всего, все-таки лучше обойтись традиционным вариантом. Но, на мой взгляд, лицам, принимающим решения, полезно отдавать себе отчет о самом наличии такой возможности. И, наконец, если нам в течение стольких лет не удалось создать Центральный депозитарий, так, может быть, хотя бы с Центральным мультидепозитарием получится?! Ведь так причудливы пути российской реальности...

Центральные депозитарии и международная конкуренция

В завершение хочется обсудить вопрос, не является ли мультидепозитарная система той моделью, на которой будет строиться грядущая Глобальная учетная система (далее – ГУС). В настоящее время эта тема обсуждается на различных международных форумах: будет ли интеграция вертикальной, горизонтальной, или где как получится. Какие депозитарии послужат основой для будущей консолидации учетных систем.

Очевидно, что национальные центральные депозитории будут укрупняться, объединяться, эволюционировать и, по-видимому, в основном не станут непосредственной основой для ГУС. Скорее их положение в ГУС по отношению к глобальным депозитарным центрам будет чем-то похоже на роль регистраторов (в тех странах, где есть регистраторы) по отношению к национальному Центральному депозитарию: головные учетные институты по некоторым выпускам ценных бумаг.

Представляется, что глобальные депозитарные центры скорее всего будут возникать возле значимых фондовых рынков на основе существующих международных депозитарно-расчетных центров и крупнейших национальных центральных депозитариев. Разделит ли эти глобальные центры рынки между собой или между ними начнет возникать конкуренция, как сейчас между Euroclear и Clearstream – покажет будущее. Скорее всего, конкуренции не избежать, и тогда мультидепозитарная система возникнет уже на новом наднациональном уровне, поскольку появление единого Мирового центрального депозитария представляется маловероятным, по крайней мере в обозримом будущем.⁸

Думается, что в области Учетных систем в ближайшее десятилетие нас ждет много интересного, если только жизнь не заведет нас туда, где фондовый рынок покажется людям, живущим в новое простое время, странной и никому не нужной игрушкой непонятного прошлого.

Право каждого из читателей оценить меру серьезности автора при описании Учетной системы с Центральным мультидепозитарием. Однако если хоть кто-нибудь на минуту задумается на эту тему и попытается хотя бы в мыслях отойти от общепринятых шаблонов, то я буду считать свою задачу выполненной.

⁸ Да и само по себе наличие Мирового центрального депозитария нельзя считать гарантированно наилучшей моделью. Ведь не объединились до сих пор Euroclear и Clearstream, и не факт, что от такого объединения (если оно состоится) участникам рынка станет лучше.