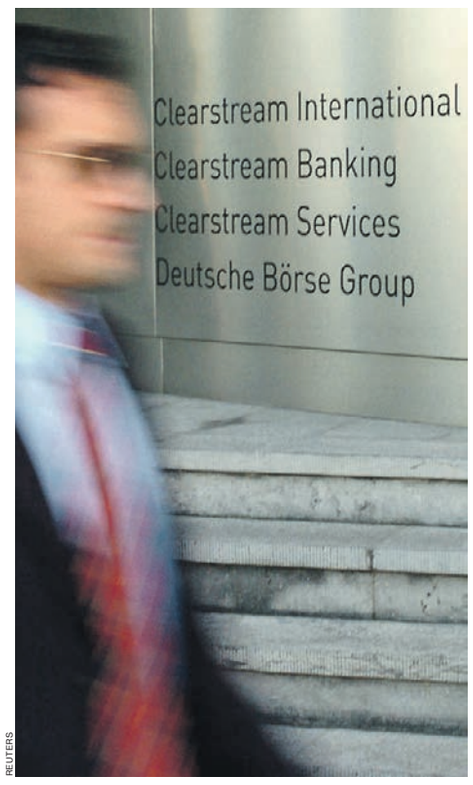
Review биржевая инфраструктура

Договор по расчету

В новейшее время система европейских центральных депозитариев и клиринговых организаций развивалась и развивается до сих пор вместе с политической и экономической интеграцией европейских стран в рамках ЕС. В отличие от США, где система работы центрального депозитария и клиринговых организаций по понятным историческим причинам имеет завершенный вид, в объединенной Европе эта система до сих пор находится в стадии совершенствования.



REUTERS

В объединенной Европе до сих пор нет единого центрального депозитария

— мировая практика —

Централизованная Америка

В США национальным депозитарием формально является Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация США (Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC). Но де-факто она выполняет и функции международного депозитария, поскольку работает с неамериканскими ценными бумагами на сумму около $2 трлн и ADR, которые принадлежат примерно 100 государствам. DTCC и ее подразделения также предоставляют услуги клиринга по акциям, корпоративным, ипотечным, муниципальным облигациям и производным инструментам. Депозитарий DTCC предоставляет услуги хранения примерно по 3,6 млн выпусков ценных бумаг из США и 121 страны и юрисдикции. В 2010 году DTCC приняла участие в операциях по сделкам с ценными бумагами на общую сумму $1,66 квдрлн.

У DTCC есть десять подразделений, деятельность которых регулируется соответствующими управлениями Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Одно из крупнейших подразделений DTCC — Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation). Основанная в 1976 году, эта организация проводит клиринг, предоставляет операции risk management и предоставляет услуги центрального контрагента и гарантии по сделкам между брокерами с акциями, корпоративными и муниципальными облигациями, ADR. Еще одно подразделение DTCC — Депозитарная трастовая компания (DTC), основанная в 1973 году, является собственно депозитарием для ценных бумаг. Ежегодные объемы транзакций, для которых предоставляет свои услуги DTC, составляет более $300 трлн. Компания также является кастодианом 3,5 млн ценных бумаг на общую стоимость более $34 трлн, включая ценные бумаги, выпущенные в США и 120 других странах мира. DTC является членом Федеральной резервной системы, а ее деятельность также регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

Объединяющаяся Европа

В новейшее время система европейских центральных депозитариев и клиринговых организаций развивалась и до сих пор развивается параллельно с интеграцией европейских стран. Впервые идея об объединении европейских национальных депозитариев была высказана в 1995 году на встрече во Франкфурте в рамках заседания Европейского монетарного института, ставшего прообразом будущего ЕЦБ. В результате двухлетних переговоров в 1997 году на встрече в Мадриде было объявлено о создании Ассоциации европейских центральных депозитариев (ECSDA). В течение восьми последующих лет были разработаны единые технические стандарты и соответствующая база для интеграции национальных европейских депозитариев в единую структуру. В 2005 году с присоединением к ECSDA аналогичной ассоциации, объединявшей депозитарии стран Центральной и Восточной Европы (CEECSDA), ECSDA была образована в ее нынешнем виде. Сейчас ECSDA объединяет 41 национальный и международный депозитарий из 37 европейских стран. Генеральный секретарь ECSDA Сорайя Белгази в интервью „Ъ“ сообщила, что в большинстве европейских стран центральные депозитарии выполняют функции реестров ценных бумаг, фиксируя смену владельцев ценных бумаг и другие корпоративные действия. Впрочем, в некоторых странах, таких, как Великобритания и Россия, подобные функции выполняют специальные органы — реестры. Госпожа Белгази отмечает, что при такой модели реестрам необходимо тесно сотрудничать с центральным депозитарием для обеспечения полного соответствия между фиксированием смены владельца ценных бумаг и регистрации сделок.

Как пояснил в интервью „Ъ“ профессор бизнес-школы Audencia (Нант, Франция) Фредерик Алексис, в Европе центральные депозитарии не предоставляют напрямую клиринговые услуги. Для предоставления таких услуг они разработали системы расчетов, которые работают в системе двух крупнейших европейских клирингово-депозитарных компаний — Clearstream и Euroclear.

Clearstream в ее нынешнем виде была образована в 2000 году путем слияния люксембургской клиринговой компании Cedel и Deutsche Börse Clearing. В настоящее время Clearstream является центральным депозитарием для Германии и Люксембурга, а также клиринговым центром, где основной упор делается на клиринговые операции с еврооблигациями и функции кастодиана для них. Euroclear была основана еще в 1968 году американским банком JP Morgan как подразделение по торговле на зародившемся в те годы рынке еврооблигаций. В настоящее время Euroclear выполняет как функции клирингового центра, так и центрального депозитария для ценных бумаг, торгующихся на биржах Бельгии, Голландии, Финляндии, Франции, Великобритании, Ирландии, Швеции. Эти функции постепенно передавались Euroclear в рамках соглашений, подписанных с биржей Euronext и национальными депозитариями соответствующих стран в 2001–2008 годах, а также покупки Euroclear соответствующих операций (например, покупки в сентябре 2002 года компании CREST, управляющей центральными депозитариями Великобритании и Ирландии).

Параллельно с двумя крупнейшими клиринговыми компаниями в Европе существуют национальные клиринговые компании, которые сотрудничают в рамках Европейской ассоциации клиринговых домов (European Association of Clearing Houses). В нее входят клиринговые дома Греции, Испании, Италии, Австрии, Швейцарии, Польши, Норвегии, Сербии, которые выполняют соответствующие функции при транзакциях в своих странах. Как пояснила генеральный секретарь ECSDA Сорайя Белгази, «центральный клиринговый контрагент (CCP) и центральный депозитарий (CSD) — организационно разные структуры, хотя они вместе и включаются в термин „посттрейдинговые инфраструктуры“. Исходя из разной сущности своих операций, CCP играет главную роль в управлении при сделке кредитными рисками, а CSD — операционными». По словам профессора Алексиса из Audencia, центральными контрагентами при сделках в Европе фактически выступают депозитарии: именно они гарантируют своевременное поступление платежей и выполнение других условий сделки. Хотя данные гарантии даются непосредственно депозитариями, они обеспечиваются коллективной ответственностью всех игроков рынка, пользующихся услугами данного депозитария: они платят соответствующие взносы. Впрочем, государство может оказать им помощь при наступлении масштабных рисков — так, например, было во время финансового кризиса 2008–2009 годов. Госпожа Белгази уточняет, что «во время кризиса 2008 года система центральных депозитариев доказала свою жизнеспособность. В тот период эти организации смогли четко обрабатывать не только беспрецедентное количество сделок, но и процедуры банкротства участников рынка».

Конкурентная интеграция

В недавнем исследовании JP Morgan «Конкуренция или консолидация? Анализ интероперабельности европейских клиринговых организаций и центральных контрагентов» говорится, что если в США для операций с акциями используется одна клиринговая организация, то в Европе таких 23 и более 30 национальных центральных депозитариев. Из этого аналитики JP Morgan делают вывод, что «европейским рынкам необходима более конкурентная работа клиринговой системы, где участники рынка могли бы получать услуги клиринга на разных площадках при помощи любого клирингового агента». В данном контексте аналитики JP Morgan и другие эксперты весьма положительно оценивают работу, проводимую в рамках директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов», вступившей в силу с 1 ноября 2007 года. В ней, в частности, говорится, что «для способствования трансграничных сделок необходимо обеспечить инвестиционным фирмам доступ к системам клиринга и урегулирования во всех странах ЕС независимо от того, заключены ли сделки на регулируемых рынках, в соответствующей стране—члене ЕС». В рамках этой директивы в начале прошлого года была завершена работа по полной совместимости и взаимозаменяемости четырех крупных клиринговых центров и центральных контрагентов — голландской EMCF, швейцарской SIS x-clear, британской EuroCCP и базирующегося в Лондоне панъевропейского клирингового дома LCH.Clearnet. Особенно важным является то, что этими клиринговыми системами активно пользуются участники рынка, заключающие сделки на альтернативных фондовых биржах, которые в последнее время быстро отбирают долю рынка у традиционных бирж. Теперь инвесторы могут выбрать любую из этих четырех клиринговых организаций при торгах на биржах BATS Chi-X Europe, Turquoise, а также NASDAQ OMX.

Необходимость дальнейшего повышения уровня совместимости и взаимодействия центральных депозитариев и клиринговых организаций Европы объясняется еще и тем, что в каждой стране возможно свое сочетание центрального депозитария и клиринговой компании. Так, например, во Франции центральным депозитарием является французское подразделение Euroclear, а клиринговые услуги оказывает местное подразделение LCH Clearnet. Эксперты отмечают, что в такой ситуации сдерживается рост конкуренции, ведь в каждой стране есть только одна клиринговая компания (пусть даже и являющаяся подразделением более крупного европейского холдинга наподобие LCH Clearnet) и один национальный депозитарий. Однако, по словам господина Алексиса из Audencia, местные компании могут привлекать эмитентов, если правительство данной страны обеспечило привлекательный налоговый климат. Одними из таких примеров являются Люксембург или Ирландия.

Профессор Алексис отмечает, что «основными драйверами тенденции консолидации европейской индустрии центральных депозитариев, наметившейся еще в начале 1990-х годов, сразу стали биржи Euronext и Deutsche Börse. Тенденция заметно усилилась перед финансовым кризисом — слияние американских и европейских бирж (NYSE-Euronext), а также сближение европейских и азиатских бирж (партнерское соглашение между Deutsche Börse и Сингапурской биржей, а также между Гонконгской биржей и Clearstream)». Эксперт отмечает, что эти соглашения состоялись на фоне расширения операций глобальных игроков, создавших подразделения по трем главным направлениям — клиринг, центральные депозитарии и регистрация сделок (сеттлмент). Впрочем, уже в 2011 году попытка слияния между Deutsche Börse и NYSE-Euronext была заблокирована Еврокомиссией, поскольку, по ее мнению, эта сделка привела бы к появлению доминирующего игрока на глобальном рынке.

В свою очередь, госпожа Белгази выделяет две основные тенденции ближайшего будущего. Первая — это осуществление европейского проекта TARGET2-Securities, в рамках которого к 2015 году будет создана единая IT-платформа для проведения сделок по ценным бумагам. В этом проекте принимают участие 24 национальных центральных депозитария, и платформа будет в основном обрабатывать сделки по ценным бумагам, номинированным в евро. В рамках этого проекта депозитарии фактически выведут на аутсорсинг свои собственные IT-платформы, что позволит им высвободить ресурсы для более активной трансграничной конкуренции.

Вторая — это готовящийся в Еврокомиссии законопроект о регулировании деятельности центральных депозитариев, голосование по которому назначено на 2014 год. Он также призван стимулировать конкуренцию путем создания единой лицензии для всех центральных депозитариев, работающих в ЕС, а также создания правовой базы для упрощенного открытия подразделений депозитариев в других странах. Таким образом, депозитарии из одной страны смогут открывать свои отделения в другой стране и конкурировать за операции эмитентов из другой страны—члена ЕС. Как предполагает госпожа Белгази, «в долгосрочном периоде это приведет к росту конкуренции и, как следствие, последующей консолидации и интеграции этой отрасли в Европе».

Евгений Хвостик

Борьба за центр

— институт развития —

с17

Конкурировали не только депозитарии, но и сами биржи. ММВБ делала ставку на развитие электронной торговли «поставка-против-платежа», что, особенно после кризиса 1998 года, значительно укрепило ее позиции в конкуренции с РТС, лидировавшей на «классическом» брокерском рынке. Однако вскоре у РТС также появилось конкурентное преимущество: в конце 1999 года она запустила в партнерстве с Санкт-Петербургской фондовой биржей торги акциями «Газпрома».

Все эти процессы сопровождались спорами между ФКЦБ и ЦБ, доходившими порой до точки кипения. В сообщениях СМИ фигурировали и появления в фондовом регуляторе представителей силовых ведомств, и обличительные речи на заседаниях правительства, и многое другое в том же роде.

С определенного момента споры в большей степени начали вестись относительно расчетной инфраструктуры. В те времена возник некоторый регулятивный дуализм, выразившийся в разнице регулирования для банков и небанковских организаций. Возникли, например, два нормативных акта, регулирующих депозитарную деятельность: один был разработан ФКЦБ и касался всех участников фондового рынка, другой был написан ЦБ для депозитариев, являющихся кредитными организациями. Существовали также два нормативных акта, регулирующих эмиссию ценных бумаг: один был разработан ФКЦБ для всех, в другом речь шла об эмитентах—кредитных организациях (и написан он был, естественно, в Центральном банке). Функции центрального депозитария по факту распределялись, как и прежде, между НДЦ и ДКК. Каждая из компаний обладала своими преимуществами, так что временный перевес одной из них никогда не переходил в доминирование.

Все это, конечно, способствовало конкуренции. Но зато лишало Россию шансов на инвестиции от крупнейших пенсионных и инвестиционных фондов мира. Потому что, согласно знаменитому правилу 17f-7 американской Комиссии по фондовому рынку, участники рынка не могли считать учетно-расчетную систему, не имеющую центрального депозитария, надежной, «надлежащей». Соответственно, заходить на российский рынок напрямую они не имели права. Несоответствие нашей инфраструктуры международным стандартам оставляло российский рынок без средств крупных институциональных инвесторов.

Словом, центральный депозитарий был очень нужен, но было неясно, каким путем к нему идти.

В марте 2004 года Федеральную службу по финансовым рынкам возглавил известный финансист Олег Вьюгин. До этого он несколько лет работал первым зампредом ЦБ, а еще раньше — исполнительным вице-президентом «Тройки Диалог» и заместителем министра финансов. При нем и началась подготовка закона о центральном депозитарии (ЦД).

Главный вопрос заключался в том, как можно решить задачу при наличии двух параллельных структур — ММВБ и РТС, имеющих собственные расчетные депозитарии. В законопроекте предлагалось создавать один ЦД, который должен был принадлежать рынку. Это решение позволяло сохранить две торговые площадки и их способность на равных конкурировать друг с другом, но в то же время централизовать расчетную инфраструктуру. В мае 2007 года законопроект был принят в первом чтении. Но его дальнейшее продвижение приостановилось, поскольку Олег Вьюгин покинул ФСФР и процесс продвижения в сторону ЦД лишился влиятельного и энергичного лоббиста.

Кризис как двигатель прогресса

Прошло несколько лет, в течение которых инфраструктура продолжала оставаться в прежнем дуалистическом состоянии. Теоретически было понятно, что ЦД нужен, но никто из игроков не был готов поступиться сиюминутными интересами в надежде когда-нибудь получить возможные, но не гарантированные преференции. А потом грянул кризис. Он особенно ярко выявил институциональные слабости российского финансового рынка. И дал толчок дискуссии о создании в России международного финансового центра (МФЦ). Первое заявление об этом еще в мае 2008 года сделал Владимир Путин, только что утвержденный в должности премьер-министра. Подобное заявление чуть позже сделал и президент Дмитрий Медведев. Тема создания в России МФЦ не только позволяла сфокусироваться на развитии фондового рынка, но и создавала самостоятельный механизм обсуждения этой темы. Этим механизмом стал созданный в 2008 году совет по развитию финансового рынка при президенте РФ. В том же году была утверждена стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года, в июле 2009 года появился план мероприятий по созданию международного финансового центра в РФ. Для координации этой работы в 2010 году была создана рабочая группа по созданию МФЦ, которую возглавил Александр Волошин.



ВАЛЕРИЙ МЕЛЬНИКОВ

Первый руководитель ФСФР Олег Вьюгин (слева) довел законопроект о центральном депозитарии до первого чтения

Вряд ли случайно, что в этот период расстановка сил на рынке стала меняться радикально: началось объединение бирж ММВБ и РТС. В ноябре 2010 года группа акционеров ММВБ предложила крупным акционерам РТС продать свои пакеты. В 2011 году «сделка века» была завершена, а 19 декабря прошли первые торги на объединенной бирже.

Одной из целей объединения была как раз возможность интеграции инфраструктуры. Интеграционные процессы начались тогда же, в 2011 году. Объединение трех компаний новой биржи — НРД, ДКК и РП РТС — стало одним из важнейших событий для российской финансовой инфраструктуры, создав основные практические условия для появления в России центрального депозитария. НРД к моменту запуска проекта уже совмещал функции расчетного депозитария и банка Группы ММВБ, а в Группе РТС их выполняли два лица — ДКК и РП РТС. «Идея объединения двух расчетных депозитариев многим казалась естественной, ведь таким образом можно было решить несколько проблем. Во-первых, в России мог появиться центральный депозитарий де-факто (пока проблема не была решена на законодательном уровне). Во-вторых, объединенный депозитарий скорее был бы признан приемлемым с точки зрения требований правила 17f-7, регулирующего хранение активов американских инвестиционных компаний. Наконец, самое главное — российские участники рынка ценных бумаг получили бы возможность хранить свои активы в одном месте, экономя на издержках и повышая эффективность расчетов. Поэтому, как только в начале 2011 года стали появляться первые известия о предполагаемом объединении ММВБ и РТС, последующая интеграция двух расчетных депозитариев воспринималась как нечто само собой разумеющееся и давно ожидаемое»,— говорит зампред правления НКО НРД Мария Краснова.



ДМИТРИЙ ДУХАНИН

Только объединение двух крупнейших российских бирж, РТС и ММВБ, позволило решить организационные проблемы создания центрального депозитария

При объединении следовало добиться нескольких целей: исключить дублирующие функции компаний в рамках объединенной биржевой группы, а также обеспечить участникам рынка единую точку доступа к эффективной системе расчетов. В итоге было решено создать единую организацию, обеспечивающую расчеты как по ценным бумагам, так и по денежным средствам. Было решено, что интеграция состоится на базе НРД — путем переноса в НРД всех биржевых и востребованных внебиржевых расчетных сервисов ДКК и РП РТС. Далее предстояло определить, как технологически, юридически и административно будет проходить процесс перевода бизнеса из ДКК и РП РТС в НРД. В этом деле к тому же имелось отягощающее обстоятельство. Рынок невозможно остановить, каким бы важным ни был интеграционный проект. Так что операцию следовало проводить на полном ходу.

В то время когда этап планирования проекта был уже завершен, а концепция интеграции утверждена, появился новый проект закона «О центральном депозитарии», ставший впоследствии законом. Поэтому интеграционная концепция была уточнена с учетом положений нового законодательства.

И все получилось! Расчетные бизнесы были успешно объединены на платформе НРД, клиенты и активы — переведены на обслуживание в объединенный депозитарий. При этом были соблюдены базовые принципы проекта — непрерывность бизнеса и операционная надежность.

Сергей Иванов