ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ РЫНКА

Владислав ВЛАСЕНКО,
начальник депозитария, МДМ Банк

2012 ГОД ОСОБЕННО ЗАПОМНИТСЯ РОССИЙСКОМУ ФОНДОВОМУ РЫНКУ РЕВОЛЮЦИОННЫМИ ИЗМЕНЕНИЯМИ ЕГО ИНФРАСТРУКТУРЫ: ИМЕННО В ЭТОМ ГОДУ КОНСОЛИДИРУЕТСЯ ЛИНЕЙКА ПРОДУКТОВ ОБЪЕДИНЕННОЙ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ И ОЖИДАЕТСЯ ПОЯВЛЕНИЕ ПЕРВОГО В РОССИЙСКОЙ ИСТОРИИ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ (ЦД), ВОКРУГ КОТОРОГО ДО СИХ ПОР НЕ УТИХАЮТ СПОРЫ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ОТ ИНФРАСТРУКТУРЫ. НЕ ПРЕТЕНДУЯ НА ОРИГИНАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ, ПОПРОБУЕМ ВЗГЛЯНУТЬ НА ЗАДУМАННОЕ И ТО, КАК ОНО РЕАЛИЗУЕТСЯ, С ПОЗИЦИИ ОСНОВНЫХ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ УСЛУГ ЦД.

Citius! Altius… Fortius?

«ОСНОВНЫМИ ДРАЙВЕРАМИ ПОЯВЛЕНИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ СТАЛИ ОБЪЕДИНЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ ДВУХ ОСНОВНЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖ НА БАЗЕ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ И ПРОЕКТ СОЗДАНИЯ В РОССИИ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА»

ЭВОЛЮЦИЯ ИДЕИ

Идея о наличии в инфраструктуре национального рынка ценных бумаг центральной учетно-расчетной фигуры не нова. Еще в 1980-х годах в докладе Группы 30-ти декларировалась необходимость иерархической учетно-расчетной структуры во главе с центральным депозитарием для всех развитых национальных рынков. Декларация носила рекомендательный характер, но при структурировании национальных фондовых рынков правительственные и частные институты не могли ее не учитывать. Где-то, как в России, такая иерархия закреплена законом. А, например, в Соединенных Штатах, помимо собственной расчетной системы, идея ЦД присутствует и среди норм, регламентирующих внешние операции американских инвесторов (правило 17-f7).

Говоря об этих примерах, следует всегда учитывать одну особенность, которой российские комментаторы часто пренебрегают: на развитых рынках, имеющих многолетнюю историю, в то время преобладали ценные бумаги, выпущенные в документарной форме. При передаче сертификатов ценных бумаг на депозитарное обслуживание с последующим их обездвиживанием в центральном депозитарии инвесторы и брокеры получали существенное удешевление транзакций, снижение рисков подделки ценных бумаг и расчетных рисков. На молодом российском рынке ценных бумаг в 90-е годы также был удачный пример подобного эффективного сотрудничества: облигации валютного займа (так называемые вэбовки) 1–5-й серий были выпущены в виде документарных ценных бумаг на предъявителя, а государственный Внешэкономбанк смог обеспечить инфраструктуру для их обращения, взяв на себя функции центрального расчетного депозитария[1]. Пусть это был центральный депозитарий по очень узкому спектру ценных бумаг, но его вполне признавали таковым контрагенты из более развитых рынков, в том числе входящие и в упомянутую Группу 30.

Со временем для российских ценных бумаг бездокументарная форма обращения стала преобладающей: облигации выпускались в виде глобального сертификата, который помещался в головной депозитарий, и все дальнейшие действия осуществлялись записями на счетах, как и для акций — ценных бумаг, для которых форма именной ценной бумаги предопределена законом. В таких начальных условиях для реализации идеи центрального депозитария нужны были дополнительные аргументы: существующие расчетные депозитарии справлялись с расчетными рисками, а упомянутая «бездокументарность» российского рынка обеспечивала приемлемую защиту от риска приобретения фальшивых ценных бумаг[2].

[1] Строго говоря, «центральным депозитарием» был как раз Внешэкономбанк как основной агент Минфина.

[2] За исключением случаев корпоративных конфликтов, при которых возникали реестры-двойники и т. д.

В 90-х годах идею центрального депозитария чуть было не выхолостили, пытаясь приравнять ЦД к «фонду хранения и обработки информации фондового рынка»[1], но рациональная мысль поставить во главу расчетные и учетные функции взяла верх. Наличие большого количества технологически развитых регистраторов вполне позволяло создать в России работоспособную систему, при которой в центральном депозитарии сосредотачивались бы трансфер-агентские и клиринговые функции, наподобие системы CREST, обеспечивающей расчеты на Лондонской фондовой бирже. Однако российские законодатели в результате утвердили классическую иерархическую модель. А дополнительными «пряниками» стали исключительность счета номинального держателя ЦД и финализация расчетов в ЦД — преимущество записей ЦД над реестром при возникновении расхождений. Основными же драйверами появления ЦД, по моему мнению, стали объединение ликвидности двух основных фондовых бирж на базе Московской биржи и проект создания в России Международного финансового центра при активном участии в проекте международных финансовых институтов[2].

СУБЪЕКТИВНЫЙ ПОДХОД

До принятия Закона «О центральном депозитарии» круг претендентов на эту роль был довольно широк. От регистраторского сообщества, активно продвигавшего идею организовать «российский CREST», не отставали и депозитарии. О своих планах заявлял и упомянутый Внешэкономбанк, обладающий расчетными технологиями, клиентурой и опытом работы с документарными «вэбовками». В том же русле держались и Газпромбанк, обладающий самой масштабной депозитарной сетью в России, и Росбанк — яркий наследник депозитария ОНЭКСИМБАНКА, первого расчетного депозитария фондовой секции ММВБ. Наверняка не исключали для себя подобной возможности и «дочки» глобальных кастодианов: ИНГ БАНКа, Ситибанка и Дойче Банка. Однако главными «звездами» были Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) и Национальный депозитарный центр (впоследствии Национальный расчетный депозитарий, или НРД). Фактор создания объединенной биржи на базе группы ММВБ оказал решающее воздействие на появление ЦД: им практически признан НРД — опорный расчетный депозитарий ММВБ, завершающий процесс объединения с ДКК, ранее являвшейся расчетным депозитарием РТС.

> ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ, СОЗДАННЫЙ НА БАЗЕ ДКК И НРД, НЕ ИМЕЕТ НИКАКОГО МОРАЛЬНОГО ПРАВА ПРОВАЛИТЬ ХОТЬ В ЧЕМ-ЛИБО РАСЧЕТЫ ПО ВСЕМ ПРОДУКТАМ РТС И ММВБ

Нельзя обойти вниманием гипотетический вопрос: имеет ли для потребителя значение, какой финансовый институт стал бы базой для ЦД, или же закон задает единые рамки для любой организации, претендующей на эту роль? И пусть до появления полноценного ЦД еще предстоит пройти определенный путь, следует признать, что центральные депозитарии, созданные на базе ДКК и НРД, заметно отличались бы друг от друга. Главные отличия связаны с историей и опытом каждого из этих депозитариев. В активе НРД широкий спектр услуг, статус российского нумерующего агентства кодов ISIN, огромный опыт обслуживания долговых ценных бумаг и государственная поддержка. А основной особенностью ДКК, помимо исключительного опыта оказания расчетных и трансфер-агентских услуг, всегда являлся рыночный подход к потребностям своих клиентов. Благодаря такому подходу в ДКК была сформирована продуктовая линейка, в которую, помимо основных сервисов, входили нерыночные ценные бумаги, услуги по обработке корпоративных действий и тому подобное. Ряд крупных брокеров даже начали использовать ДКК в качестве единственного депозитария по акциям, паям и облигациям, полностью передав в компетенцию ДКК вопрос организации необходимых корреспондентских отношений. И ЦД еще только предстоит научиться предлагать своим клиентам подобный эксклюзив.

Можно предположить, что будет с учетной инфраструктурой в краткосрочной перспективе. На мой взгляд, НРД удастся пройти все этапы и заслуженно стать кавалером звания «центральный депозитарий». Возможно, до конца 2012 года ЦД уже начнет открывать в реестрах акционеров соответствующие счета номинального держателя, что повлечет за собой консолидацию клиентских активов прочих номинальных держателей в ЦД. Регистраторам, скорее всего, придется продолжить объединяться, чтобы выживать в условиях снижения доходов. До окончания консолидации не стоит ожидать каких-то резких изменений тарифов регистраторов: для демпинга нет ресурсов (низкомаржинальный бизнес), а увеличение тарифов сразу повлечет переток клиентов к тем, кто сумеет подольше продержаться.

На первых порах основные усилия команды ЦД будут направлены на поддержание необходимого уровня расчетно-депозитарных и клиринговых услуг: центральный депозитарий, созданный на базе ДКК и НРД, не имеет никакого морального права провалить хоть в чем-либо расчеты по всем продуктам РТС и ММВБ, перешедшим на объединенную Московскую биржу. Это будет главным критерием оценки первого этапа работы ЦД. Сначала тут также не будет заметных изменений тарифов, но по результатам первого полугодия 2013 года у пользователей услуг созреет запрос на их понижение — уменьшение стоимости обслуживания в ЦД заявлялось в качестве аргумента в пользу выбранной архитектуры учетной системы.

Поскольку облигации продолжат храниться в НРД, особых изменений для данного вида инструментов рынок не ожидает. В работе с паями и акциями у брокеров также не должно возникнуть дополнительных неудобств из-за появления ЦД: возможны лишь частные издержки, связанные с пере-

[1] См., например, постановление Правительства РФ от 10.07.1998 № 741 «О мерах по созданию национальной депозитарной системы».

[2] Роль международных консультантов трудно переоценить. Ведь именно благодаря их позиции появились такие инструменты по снижению рисков сохранности ценных бумаг, как исключительность номинального держания и финализация расчетов в центральном депозитарии.

настройкой своих систем крупными брокерами, ранее работавшими через ДКК. В остальном их эффективность должна повышаться в первую очередь за счет снижения тарифов и сокращения издержек, которые ранее возникали при переводе ликвидности между рынками РТС и ММВБ. Для небольших и средних депозитариев после перевода клиентских активов в ЦД ситуация также стабилизируется и будет постепенно улучшаться. Поскольку для данных организаций депозитарная деятельность не является источником дохода, основной выигрыш они получат за счет стандартизации учета и сокращения операционных издержек. Отчасти подобные преимущества ожидают и специализированные депозитарии ПИФ и НПФ: учетные схемы станут менее разнообразными, а расходы увеличиваться не будут. И профучастники и их клиенты постепенно освоятся в новых расчетных возможностях и начнут использовать их для увеличения собственной эффективности. Стоит отметить, что более редким явлением станет «матрешка» номинальных держателей[1] и связанные с этим схемы — это сделает рынок более прозрачным.

Существенное снижение выручки, наряду с регистраторским сообществом, ожидает крупные банки-кастодианы, у которых основная добавленная стоимость услуг формировалась за счет индивидуального подхода к потребностям клиента, индивидуальных тарифов и тому подобного. Но в отличие от регистраторов банки-кастодианы имеют серьезный ресурс по развитию своей продуктовой линейки, хотя масштабы некоторых собственных сервисов[2] у них заметно уменьшатся.

Рынок также ожидает открытия счетов депо иностранного номинального держателя депозитариям Euroclear и Clearstream, которые до сих пор работали лишь с ограниченным перечнем российских инструментов. Допуск ко всему спектру инструментов ЦД обязательно увеличит активность их клиентов, например на рынке российских облигаций (ОФЗ и корпоративные облигации первого эшелона). Однако скачкообразного увеличения портфелей и оборотов, скорее всего, не произойдет: иностранные депозитарии и их клиенты довольно консервативны (ведь главной причиной, побуждающей к инвестициям, является возможность извлечения прибыли, а этот фактор с ЦД напрямую не связан). Одно можно утверждать с уверенностью: существующая идея о возможной конкуренции со стороны Euroclear или Clearstream за право быть российским центральным депозитарием не имеет под собой оснований. По крайней мере, пока...

> СУЩЕСТВУЮЩАЯ ИДЕЯ О ВОЗМОЖНОЙ КОНКУРЕНЦИИ СО СТОРОНЫ EUROCLEAR ИЛИ CLEARSTREAM ЗА ПРАВО БЫТЬ РОССИЙСКИМ ЦЕНТРАЛЬНЫМ ДЕПОЗИТАРИЕМ НЕ ИМЕЕТ ПОД СОБОЙ ОСНОВАНИЙ

A TASTE OF HONEY

Главным системным вызовом для ЦД будет его монопольное положение. Сравнивать НРД и ДКК — все равно что сравнивать два корабля на дистанции. Один под парусом, а другой — на веслах, и каждый в свою погоду вперед вырывается. А пересади всех на общий парусно-весельный корабль — еще окажется, что весла парусам мешать будут. Вот и у объединенного ЦД может не хватить каких-либо ресурсов, чтобы уделить всем проблемам одинаковое внимание. А проблем хватает. Это и общие вопросы, связанные с безостановочным оказанием расчетно-клиринговых услуг по продуктам объединенной биржи, и вопросы, связанные с участием инвесторов в корпоративных действиях, и содействие в избежании двойного налогообложения и прочее. Будут и совсем новые проблемы, которые придется решать очень быстро, «с листа» (например, требование закона об обязательном раскрытии списка владельцев депозитарных расписок, без которого российский эмитент не имеет права выплачивать доходы по ценным бумагам).

Кстати, отдельный блок вопросов связан не столько с самим ЦД, сколько с новеллами, появившимися в связи с принятием Закона «О центральном депозитарии». Среди них самыми чувствительными являются организация ежедневной сверки ценных бумаг по счету номинального держателя в реестре и безусловная компенсация номинальным держателем убытков клиента, вызванных списанием ценных бумаг по счету номинального держателя в реестре. Детальный анализ этих рисков можно будет проводить лишь после принятия новых правил депозитарного обслуживания и ведения реестров владельцев, выход которых, как анонсировала ФСФР, ожидается в самом ближайшем будущем. Однако уже сейчас можно предположить, что небольшие депозитарии предпочтут избежать рисков прямого взаимодействия с регистраторами, таким образом, ЦД будет вынужден принять их на себя. Такая податливость не будет бесконечной: неоднократно озвучивался отказ в будущем принимать к обращению в ЦД ценные бумаги, реестры владельцев которых не переданы специализированным регистраторам[3], но в остальном такие риски будут сконцентрированы в ЦД.

Будет ли возможность у участников рынка повлиять на эти риски, покажет время. Законом предусмотрены существенные меры по вовлечению клиентов ЦД в процесс выработки и принятия решений, уже сформирован первый состав комитета пользователей. Есть и возможность влиять на ситуацию через акционеров НРД, входящих в наблюдательный совет депозитария, обязательно надо работать с саморегулируемыми организациями. Главное — не остаться пассивным наблюдателем, но быть участником происходящих перемен. Все-таки в интересное время мы живем!

---

[1] Речь идет о применении схемы многоуровневой вложенности или цепочки номинальных держателей, при которой владельца ценных бумаг отделяет от реестра несколько номинальных держателей, имеющих корреспондентские отношения.

[2] В первую очередь станут менее востребованными услуги по перерегистрации ценных бумаг в реестрах акционеров, так как основной оборот будет внутри ЦД.

[3] Проблемы обращения ценных бумаг, реестры которых ведутся эмитентом самостоятельно, это отдельный блок вопросов, выходящих за пределы настоящей статьи.

АГЕНТСТВО ПО ИПОТЕЧНОМУ ЖИЛИЩНОМУ КРЕДИТОВАНИЮ

Создано в 1997 году по решению Правительства РФ

Главная задача – реализация государственной политики по повышению доступности жилья для населения России.

Ключевые направления деятельности

- Обеспечение инновационного, конкурентного и устойчивого развития системы ипотечного жилищного финансирования.
- Расширение базы инвесторов и привлечение долгосрочного капитала в систему ипотечного жилищного финансирования.
- Снижение рисков и волатильности рынка ипотеки для повышения доступности кредитов.
- Формирование стандартов рынка ипотеки на основе лучших мировых практик.
- Реализация специальных ипотечных программ.

Развитие рынка ипотечных ценных бумаг

Секьюритизация - один из наиболее эффективных механизмов привлечения долгосрочного финансирования ипотеки.
Ипотечные ценные бумаги составляют новый класс активов на российском финансовом рынке. Они ориентированы на широкий круг институциональных инвесторов и характеризуются привлекательным соотношением высокого кредитного качества и доходности.
АИЖК является крупнейшим инициатором выпуска облигаций с ипотечным покрытием в России. Совокупный объем эмиссии облигаций ипотечных агентов АИЖК составляет 59 млрд рублей – это порядка 50% совокупного объема эмиссии российских ипотечных ценных бумаг.

Рейтинги

Инвестиционные рейтинги АИЖК – на уровне рейтингов Российской Федерации.
Всем размещенным выпускам корпоративных облигаций ОАО "АИЖК" присвоен долгосрочный рейтинг Baa1 по глобальной шкале международного рейтингового агентства Moody`s Investors Service.

ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»
117418 г. Москва, ул. Новочеремушкинская, дом 69-Б
Телефон для справок: (495) 775-4740
www.ahml.ru

15 лет АИЖК

реклама