

Преодоление фрагментации

После многолетних дискуссий о центральном депозитарии этот институт в России будет создан

О том, какая учетно-расчетная инфраструктура фондового рынка сложилась в России по факту, и в чем состоят ее основные проблемы, дискутируют участники круглого стола НАУФОР — Алексей Федотов (Ситибанк), Мария Иванова (Дойчебанк), Юрий Дубин (Сбербанк) и Алексей Тимофев (НАУФОР). Модератор Ирина Слюсарева.

— Как вы оцениваете процесс создания центрального депозитария?

Почему вообще тема центрального депозитария опять стала причиной для бурных дискуссий?

Мария Иванова (руководитель Депозитарного Управления Дойче Банка в России). Я начну с абсолютно банальных вещей, но без вступления не обойтись.

Давно готов законопроект, который прошел первое чтение в Думе, но никого из участников рынка не устроил. На тот момент я работала в международном депозитарии Clearstream, где отвечала за российский рынок, и прекрасно помню дискуссии о законопроекте, в ходе которых все стороны высказывали недовольство. На мой взгляд, наша инфраструктура еще десять лет назад требовала видоизменения. Российские участники знают, что работать на нашем рынке непросто. При этом исторически сложилось, что те, кто хотел или

был вынужден работать через реестры, через них и работали, ворча на сроки и расходы. Остальные работали через НДЦ и ДКК.

Затем, чтобы сократить издержки, понемногу были наведены «мосты» между расчетными депозитариями и депозитариями. Но даже для российских участников родная инфраструктура рынка является слишком сложной и дорогой, а для иностранных — вдобавок еще и непонятной.

Поскольку Россия пока не создала свой рынок долгих денег, без привлечения иностранных денег, думаю, нам не обойтись. Пожелание президента создать международный финансовый центр нам, как представителям депозитарного бизнеса, работающим с иностранными инвесторами, было в этом смысле, грубо говоря, на руку. Ведь появилась реальная возможность создать под этот клич инфраструктуру с рабочими характеристиками.

К концу августа в группе Волошина был подготовлен законопроект о центральном депозитарии, в тексте которого был достигнут значительный компромисс между сообществом кастодианов и регистраторов. Оставались развилки, требующие принципиального административного решения. Затем на сайте Минфина появился другой документ, на первый взгляд, с сохраненным текстом группы Волошина, но с решениями по ключевым моментам, которые не могли устроить ни кастодианов, ни представителей инфраструктуры и регуляторов. Поэтому на данный момент многие участники рынка написали и послали в Минфин ряд замечаний, и теперь мы будем думать, что делать дальше.

Алексей Тимофеев. Поясню, речь идет о содержании законопроекта о центральном депозитарии, а по существу о том, что значит быть центральным депозитарием. Достаточно ли для этого финализации расчетов (о чем участники дискуссии уже договорились), или необходима также централизация, и что именно это означает. Два этих вопроса — финализация и централизация — нередко смешиваются, а это неправильно. Я думаю, что и то и другое одинаково важно для того, чтобы считать организацию центральным депозитарием.

Что такое финализация? В самом общем смысле это способ избежать сомнений в том, что записи о правах собственности защищены от изменений. В случае с центральным депози-







тарием — обеспечение уверенности, что записи по его счету не могут быть изменены никем, в том числе регистратором, иначе как с его санкции. Что означает централизация? Это концентрация хранения всех ценных бумаг одного вида одного эмитента в одном месте, прямо или опосредованно, но в одной организации — в ЦД. Мы сильно продвинулись в описании финальности расчетов в законопроекте, подготовленном рабочей группой по созданию МФЦ. Предложенный группой подход был воспринят и в законопроекте, предложенном к обсуждению Минфином.

Второй же вопрос Волошин обозначил в качестве дискуссионной развилки, предложив продолжить его обсуждение. Дискуссия продолжилась, как только Минфин предложил законопроект, из которого следует, что финализации достаточно, а вот централизация не обязательна. Возможно, Минфин предполагает, что преимущества финализации будут стимулировать постепенную централизацию хранения, однако индустрии такое решение показалось половинчатым и никак не меняющим ситуацию.

С юридической точки зрения спор идет о том, вносить ли в закон запрет на открытие в реестрах счетов номинального держателя кому-либо, кроме ЦД. Понятно, что речь идет только о реестрах, которые ведут регистраторы, однако и после этого остается открытым вопрос о том, о каких именно ценных бумагах должна идти речь — только о торгуемых или обо всех.

Алексей Федотов (руководитель подразделения ценных бумаг Ситибанка). На мой взгляд, спор отражает реалии нашего рынка. Следует отметить, что рынок у нас был создан и развивался необычным, отличным от многих других стран способом. Необычность вызвана прежде всего характером массовой приватизации, породившей миллионы акционеров за очень короткие сроки. И, к сожалению, мы сегодня

в России оказались в ситуации, при которой запрет всем депозитариям, кроме ЦД, открывать счета номинального держателя в реестре — это единственный способ осуществить настоящую, а не формальную гармонизацию рынка через централизацию расчетов и хранения всех ценных бумаг для всех участников. Более слабые требования к счетам номинального держателя в реестрах позволяют ряду крупных коллективных иностранных инвесторов принять решение не использовать центральный депозитарий и продолжать хранить ценные бумаги в реестрах, что они «успешно» делали в течение многих лет. Это особенность российского рынка, которую мы вынуждены учитывать, если мы пытаемся соответствовать международным требованиям. Следует отметить, что требование эксклюзивности счета номинального держателя во всех реестрах для ЦД не запрещает собственникам иметь прямые счета в реестрах акционеров, но всех активных участников рынка (брокеров, кастодианов) оно побуждает использовать центральный депозитарий. При этом ЦД, обслуживающий как биржевой, так и внебиржевой рынок, должен являться прозрачной, эффективной, удобной и рыночно ориентированной структурой.

За последние несколько лет создание «мостов» (или «схем ускоренных расчетов») между расчетными депозитариями и кастодианами (клиентскими депозитариями) минимизировало применение регистраторов для расчетов по ценным бумагам. Таким образом, можно ожидать, что обязательная централизация расчетов и хранения всех ценных бумаг в ЦД (через требование единственности счета номинального держателя ЦД в реестрах) не должна привести к драматическому снижению доходов регистраторов.

— И все-таки при каких условиях организация может считаться центральным депозитарием?

А. Ф. К сожалению, многие дискуссии о том, каким должен быть центральный депозитарий, неизбежно наталкиваются на особенности инфраструктуры рынка, которая у нас де-факто существует. Я упоминал ранее, что российский рынок создавался не по тем же канонам, что многие рынки развитых стран. В начале 90-х правительство РФ провело быструю массовую приватизацию, создавшую миллионы акционеров. Для учета их акций понадобилась недорогая инфраструктура. Регистраторы оказались удобной опцией. Но при создании инфраструктуры была сделана, на мой взгляд, ошибка — регистраторов обязали фиксировать переход права собственности на ценные бумаги, сделав их подотчетными прежде всего эмитенту. То есть их фактически обязали проводить централизованные расчеты по определенным ценным бумагам, выступая в качестве мини-ЦД, подотчетных эмитенту, а не рынку.

Насколько мне известно, функции регистраторов на рынках, развившихся более естественным путем, чаще всего сфокусированы на услугах для эмитентов, а не на расчетах по ценным бумагам. Массовая приватизация в России, бездокументарная форма ценных бумаг и отсутствие в начале 90-х конкуренции в лице ЦД или похожего института наложили свой отпечаток на рынок. Тогда требования к регистраторским компаниям были минимальными, и появилось порядка 500 (или около того) регистраторов. Очень долго расчеты на рынке акций шли исключительно через регистраторов, и иностранные инвесторы и российские брокеры готовы были тратить огромные деньги на перерегистрацию. Фактически в начале 90-х регистраторы играли роль центральных депозитариев по отдельным ценным бумагам.

Таким образом, нынешние споры о том, какова должна быть модель ЦД,

суть порождение неидеальной модели рынка, заложенной приватизацией, в которой регистраторы в самом начале получили функцию расчетов и фактически стали центральными депозитариями в миниатюре. Стоит упомянуть, что существующие законы и нормативные акты делают использование регистраторов в каком-то смысле неизбежным.

Теперь по поводу того, что такое ЦД в моем представлении. На мой взгляд, ЦД — это неизбежный центральный элемент инфраструктуры рынка, чаще всего единственный. Он должен отвечать за post-trading, то есть предлагать расчеты по всем ценным бумагам. Он должен являться единым источником информации о корпоративных действиях — о выплатах дивидендов, собраниях акционеров и т.п. Правило Комиссии по ценным бумагам США 17-f-7 содержит определение приемлемого центрального депозитария: ЦД «является или оперирует/управляет системой централизованного учета ценных бумаг или эквивалентных им записей в учетной системе, в стране, в которой он зарегистрирован в качестве юридического лица». Таким образом, на мой взгляд, ЦД должен быть именно централизованным местом хранения и расчетов для всех бумаг, для всех участников рынка.

В чем я вижу противоречие этой модели с той структурой, что есть у нас? В 90-е годы в России появилось огромное количество регистраторов, затем их число уменьшилось до нынешних 42, но их монополия на расчеты во многом осталась, несмотря на явное усиление роли расчетных депозитариев (НРД и ДКК). Мы имеем исторический шанс изменить положение и создать полноценный, обязательный ЦД, подотчетный рынку и ориентированный на обслуживание всего рынка.

Интересно, что в то время, как мы «ломаем копыя», делать ли действи-





тельно центральный и обязательный депозитарий в России, наши ближайшие соседи по СНГ нас уже «обошли». В Казахстане регистраторы играют роль структур, обслуживающих в первую очередь эмитентов, и ЦД там обязателен для применения. На Украине очень схожая ситуация. В этих двух странах практически не было споров о том, кто «центральной» — ЦД или регистраторы.

В то же время в России участие регистраторов в расчетах остается существенным, а для некоторых категорий иностранных инвесторов является доминирующим. Проиллюстрирую классическую схему расчетов иностранного коллективного инвестора (например, пенсионного фонда из США) в России. Обычно пенсионные фонды из США (далее — фонды) хранят российские ценные бумаги через свой глобальный кастодиальный банк (к примеру, в Нью-Йорке или Бостоне). Глобальный кастодиальный банк назначает в качестве своего агента российский лицензированный клиентский депозитарий (кастодиан). Фонд заключает сделку с местным брокером на покупку акций и договаривается, что поставка ценных бумаг будет проводиться путем перевода бумаг free of payment (без одновременного расчета по денежным средствам) через реестр акционеров путем списания со счета номинального держателя брокера (например, ДКК или НРД) на счет номинального держателя кастодиана в реестре. Расходы инвестора на получение ценных бумаг включают не только фиксированную комиссию глобального кастодиана, местного кастодиана и комиссию местного брокера, но и весьма ощутимые расходы на перерегистрацию в реестре. При таких расчетах чаще всего потребуются поездка в офис регистратора. Цикл расчетов (время с момента заключения сделки) в этом случае не будет фиксированным (например, T+3) и

будет зависеть от места, где расположен офис регистратора.

Ввиду очевидных неудобств этой схемы в какой-то момент российские брокеры сказали «хватит» и перенесли все расчеты между членами российских бирж в НРД и ДКК. Это был первый сигнал, подтвердивший, что рынок требует централизации расчетов в одном месте. Брокеры, как участники рынка более других заинтересованные в снижении расходов, экономии времени, централизации и стандартизации расчетов, проголосовали «ногами» и перевели расчеты туда, где им было удобнее и дешевле.

Многие иностранные инвесторы «отстали» от брокеров в силу ограничений, наложенных на них законами, политиками и практиками. Эти инвесторы вынуждены использовать регистраторов в качестве места хранения и расчетов. «Пропасть» между брокерами и иностранными инвесторами и связанные с этим неэффективность расчетов становятся все более очевидными. Исходя из этого очевидна единственно возможная модель центрального депозитария — он должен быть единым и обязательным для всех бумаг и для участников рынка всех инвесторов.

— Допустим, организация будет названа центральным депозитарием и аккредитована в этом качестве. Будет ли это достаточно для того, чтобы считать ее ЦД? Или ее статус будет вызывать сомнения, которые могут быть разрешены в ту или иную сторону?

А. Т. Нет, этого недостаточно. Во всяком случае, уже сейчас, на этапе подготовки законопроекта, мы получили позицию Ассоциации глобальных кастодианов, которая по существу заключается в том, что как бы мы ни назвали депозитарий, но без обязательности хранения в нем ценных бумаг для посредников (а это по нашему законодательству — депозитарий) они не будут считать его центральным.

Иными словами, формально он будет называться центральным депозитарием, но по сути таковым не будет. А раз так, то ничего не изменится. Централизация — одно из условий признания депозитария «приемлемым», то есть таким, где американские взаимные фонды могут хранить свои активы. «Приемлемым» депозитарием может быть только центральный депозитарий. Если он, по мнению кастодиана, не является ЦД, то хранить там активы нельзя — все останется, как и было.

Здесь пару слов надо сказать о значении правила 17-f-7, о котором уже упомянул Алексей [Федотов], а вот теперь и я, вспомнив о «приемлемом» депозитарии. Американская комиссия по рынку ценных бумаг (SEC) приняла правило, согласно которому американские взаимные фонды могут хранить принадлежащие им иностранные ценные бумаги только в «приемлемых» депозитариях. Признаки таких приемлемых депозитариев довольно абстрактны и зависят от толкования, и среди них, как я уже сказал, есть и такой признак — «депозитарий должен быть центральным депозитарием или управлять централизованной системой хранения ценных бумаг». Авторитет этого правила чрезвычайно высок, на него ориентируются не только американские взаимные фонды, которым оно адресовано, но и пенсионные фонды. И не только американские, но также фонды других стран. Все они вместе образуют группу крупнейших в мире долгосрочных инвесторов. Толкуя правило, иностранцы будут смотреть на существо, а не на название, и здесь будут учитываться разные факторы.

— В этом и суть вопроса. Если все в руках у глобальных кастодианов, то почему бы им не согласиться, что в России есть ЦД и начать его продвигать? Вот, например, некоторые члены Ассоциации глобальных кастодианов уже признают НРД и ДКК приемлемыми депозитариями. Есть мнение,

что негативное восприятие иностранцами российской инфраструктуры — в значительной степени плод усилий самих глобальных кастодианов. Они сформировали такие представления и сейчас пытаются преодолеть их руками российского законодателя, после того как бизнес-модель, на которой они зарабатывали до этого, исчерпала свои возможности.

М. И. Я бы сказала, что это извечный русский вопрос «кто виноват?». Мы обязательно должны выявить и поймать того, кто навредил. Безусловно, присутствует расчет и на человеческий фактор. Скажем, Мария Иванова объяснит сотруднику какого-нибудь европейского банка устройство нашей инфраструктуры, это его впечатлит и задержит принятие решения по инвестированию в Россию на день-два, а возможно, и на месяц.

Но надо понимать, что и представители иностранных кастодианов в России (локальные кастодианы), и глобальные кастодианы, и их клиенты — это хорошо налаженные машины. То есть речь идет не о каком-то индивидууме, который недопонял. Решения в крупных банках и фондах всегда коллективные, их представляют, рассматривают, делается достаточно глубокий анализ. Поэтому слишком просто было бы сказать, что если мы все хорошо объясним иностранным инвесторам, то они придут. Я думаю, что надо все-таки исправлять систему, а не манеру объяснения.

А. Ф. Вопрос о роли «глобальных кастодианов» — сложный и в то же время простой, так как именно они во многом определяют мнение иностранных инвесторов и именно они де-факто являются представителями этих инвесторов. Как уже говорилось, иностранные инвесторы (пенсионные и паевые фонды) и их агенты (глобальные кастодианы), в частности в США, используют правило Комиссии по ЦБ США 17-f-7, в общих чертах



объясняющее, каким образом определять приемлемость иностранного ЦД как места хранения для активов таких инвесторов. При оценке ЦД каждой отдельно взятой страны инвесторы руководствуются принципами англосаксонского права, основанного во многом на прецедентах. В силу этого каждый инвестор или его глобальный кастодиан проводит такой анализ самостоятельно, и не обязательно выводы «соседа» будут приняты во внимание. Например, глобальный кастодиан «Сити-банк» Нью-Йорк определил для себя, что НРД и ДКК (с оговорками) допустимы как место хранения и расчетов. Большинство же иностранных глобальных кастодианов и фондов этого не сделали.

И это большая проблема.

Как сказано выше, определение ЦД как допустимого места хранения идет индивидуально. Оно не подразумевает стандартной процедуры признания иностранного ЦД в качестве допустимого, которую делает регулятор или которая идет иным централизованным образом (например, путем лицензирования, публичного признания и т.п.). Есть общее правило, толкование которого отдано на откуп риск-менеджерам, юристам каждого глобального кастодиана или управляющей компании фондами и т.п. И чаще всего глобальный кастодиан, будучи крайне консервативным (возможно излишне), не признает российские «де-факто депозитарии» допустимыми местами расчетов и хранения.

В течение многих лет мы (и многие другие российские кастодианы) убеждали иностранных инвесторов-клиентов перевести расчеты и хранение ценных бумаг в российские де-факто центральные депозитарии (НРД и ДКК). Почему же инвесторы этого не сделали, если преимущества НРД и ДКК перед регистраторами очевидны (низкая стоимость расчетов, фиксированный цикл расчетов, поддержка

SWIFT, расчеты против платежа)? Глобальные кастодианы, следуя правилу 17-f-7, в первую очередь анализируют, является ли иностранный ЦД центральным местом хранения и расчетов. По мнению многих глобальных кастодианов, ДКК и НРД являются обязательным и централизованным местом расчетов и хранения для расчетов сделок, совершенных на РТС и ММВБ соответственно.

На внебиржевом рынке все иначе: НРД и ДКК, по мнению многих глобальных кастодианов, централизованным местом хранения и расчетов, к сожалению, не являются.

Хотел бы отметить, что существует неверное представление о том, что иностранцы (глобальные кастодианы) плохо знают и не понимают наш рынок либо им плохо о нем рассказывают. Это неправда. У них налажен крайне серьезный процесс (причем постоянный) анализа нашего рынка. Именно поэтому они полагают, что декларативное определение ЦД в Законе не сделает такой депозитарий центральным, пока на рынке сохраняется фактическая децентрализация. Если (как и сегодня) в будущем закон зафиксирует, что регистраторы и ЦД будут сосуществовать практически в одинаковом качестве и что расчеты будут осуществляться как в ЦД, так и в реестре, то глобальные кастодианы прекрасно это увидят и сделают вывод, что система расчетов в России будет так же фрагментирована после принятия Закона о ЦД. Справедлив ли такой вывод? Пожалуй, да.

Вот иллюстрация вышесказанного. Расчеты по акциям в России могут осуществляться разными способами: можно рассчитывать в реестре акционеров (только свободно от платежа), можно в НРД (против платежа и свободно от платежа), в ДКК (против платежа и свободно от платежа), через мосты между кастодианами, через мосты с ДКК и НРД и т. д. и т. п. Очевидно, что

время (циклы) расчетов, способы расчетов и стоимость расчетов в каждом случае будут разные. Для иностранного инвестора, привыкшего проводить расчеты через один ЦД, используя единый цикл расчетов, практически всегда против платежа и платя низкую стандартную ставку за расчеты, многообразие российского рынка не выглядит как конкурентное преимущество, а, скорее, наоборот. Слишком сложно и дорого.

Справедливости ради стоит сказать, что все местные кастодианы неоднократно встречались с иностранными инвесторами и глобальными кастодианами за рубежом и в России и «агитировали» их использовать НРД и ДКК. Но так как НРД и ДКК пока играют роль фактического ЦД, то аргумент иностранцев оставался один — «ваш закон не обязывает нас перейти в НРД или ДКК, мы можем также идти в реестр акционеров, и мы там вынуждены остаться, потому что для нас это более безопасная модель расчетов на рынке».

В России не всегда точно понимается роль и значение глобального кастодиана в принятии решения инвестором, где проводить расчеты и где хранить бумаги. А эта роль весьма примечательна. В чем она? Прежде всего глобальный кастодиан должен обеспечить инвестору (фонду) доступ на 80–100 рынков (стран) из одной «точки входа» (например, Лондона или Нью-Йорка). 80–100 рынков — это совершенно другая ответственность, чем если бы дело касалось выбора одной страны, например России. Глобальный кастодиан может всегда сравнить, например, Бразилию и Россию. В первом случае один обязательный ЦД, в другом их несколько плюс регистраторы. Сравнение пока не в пользу России...

Подытоживая сказанное, можно сказать, что нужная нам модель ЦД уже есть на других рынках. Можно

до бесконечности спорить об особенностях национального фондового рынка, но пока мы не создадим обязательный, по-настоящему единый центральный депозитарий для всех участников и всех ценных бумаг, мы будем жить в неэффективном, дорогом и фрагментированном рынке с точки зрения расчетов. Если мы хотим развивать рынок, нам нужно перевести всех участников на единую платформу — в ЦД.

М. И. Я бы добавила: чтобы выиграть в лотерею, надо купить лотерейный билет. От нас просят создания простой инфраструктуры, которая будет полезна и нам (ведь мы обслуживаем и российских инвесторов тоже). Нам самим тоже было бы удобно иметь одно место хранения — дешевое, которое управлялось бы с помощью участников рынка, предоставляло бы сервисы на основе «поставка против платежа», сервисы по единому источнику информации, возможно, дополнительные сервисы по кредитованию ценными бумагами, управлению обеспечению. Думаю, если мы будем двигаться в этом направлении, то не только покажем иностранцам, что сделали наконец то, что они просили, но и сами будем пользоваться созданными удобствами.

— А чем удобен ЦД российским инвесторам и кастодианам?

Юрий Дубин. Не вижу больших отличий в интересах российских и иностранных инвесторов, потому что и те, и другие хотят иметь возможность вложить свои деньги, понимать, как они вложены, понимать, что расчеты осуществляются безопасно. И когда мы говорим о централизации, то первое, что снимется с ее появлением, это кредитные риски, связанные с расчетами.

В нынешней инфраструктуре, когда значительная часть расчетов идет на условиях предпоставки ценных бумаг с последующей оплатой и когда нет

единого места расчетов — каждый из 42 регистраторов является фактически центральным депозитарием по определенному виду актива, — риски очень велики. А коли есть риски, это сразу сказывается на стоимости капитала и на всем остальном.

Поэтому для российских инвесторов рационально организованная инфраструктура не менее важна, чем для иностранных, а может быть, даже и более. Потому что всегда минимум 70% своих сбережений люди вкладывают внутри страны и только после этого начинают думать о том, что можно что-то вложить еще и за границей. И на самом деле для нас это, возможно, большая головная боль, чем для зарубежных коллег, потому что мы заинтересованы в том, чтобы национальная инвесторская база росла. А до тех пор, пока обсуждаемые издержки и риски существуют на рынке, это, в том числе, сдерживает рост национальной инвесторской базы.

А. Ф. Я бы согласился, что бессмысленно делить участников на российских и иностранных. Иностранные банки оказывают услуги не только для иностранных клиентов. Существуют видимые усилия российских банков, которые тоже хотят присутствовать в этом сегменте. — Есть осязаемые недостатки фрагментации?

А. Т. Вот непосредственный пример фрагментации рынка как следствия фрагментации инфраструктуры — для того чтоб иностранный инвестор, чьи ценные бумаги хранит кастодиан, зарегистрированный в реестре, совершил сделку на фондовой бирже, он должен поручить эту операцию российскому брокеру. Брокер, скорее всего, совершит ее за свой счет, сделав одновременно еще одну сделку — с этим иностранным инвестором на внебиржевом рынке, для того чтобы компенсировать свою сделку на бирже. Рынок фрагментирован — в

результате одна сделка превращается в две.

А. Ф. Возможно, больше, чем две сделки. Пример. Клиент (иностранный фонд) держит акции у глобального кастодиана, который ведет расчеты, используя местного кастодиана через реестр, а клиент продает бумаги для зачисления брокеру в НРД. Сколько же времени проходит с того момента, когда инвестор продал бумаги брокеру и когда брокер их реально получит чтобы продать дальше?

Клиент тратит день-два на инструктирование глобального кастодиана (на получение ценных бумаг от брокера).

Глобальный кастодиан тратит один-два дня на инструктирование местного кастодиана (на получение ценных бумаг от брокера).

Перерегистрация со счета номинального местного кастодиана на счет номинального брокера (НРД или ДКК) занимает 3–5 дней.

Итого до 10–12 дней. Пока клиент пытается передать акции брокеру, тот в свою очередь пытается продать эти же бумаги на бирже. А на ММВБ расчеты идут по циклу T+0. Что же делает в этой ситуации брокер? Он не ждет инвестора и занимает бумаги через РЕПО на ММВБ или покупает их на внебиржевом рынке. Получаются три сделки. Стоимость всей сделки и временные затраты сторон значительны.

А. Т. И риски — ценовые и курсовые — в течение этого времени огромны. Я помню, как остро стояла эта проблема в 2008 году. Добавьте к этому издержки.

М. И. Мы должны понимать, что все это резко снижает привлекательность российского рынка. Когда все хорошо, то никто не будет сильно заботиться о высокой стоимости сделки и стоимости расчетов. На мой взгляд, в условиях волатильности из России бегут сразу, а возвращаются неохотно.

А. Т. Это связано с той структурой инвесторской базы, которая сложилась не в последнюю очередь из-за недостатков инфраструктуры.

М. И. Но это и не помогает привлекать долгие деньги.

— А в чем сложность ведения учета ценных бумаг в реестрах?

М. И. Можно начать с вопроса взаимодействия с регистраторами. Если бы была возможность электронного унифицированного взаимодействия с регистраторами по международным стандартам, это было бы прекрасно. Сейчас у НРД есть проект электронного взаимодействия с регистраторами, но он еще не полностью реализован и не предполагает использования «Свифта». Далее есть вопросы, как и кто подписал передаточное поручение. В дополнение, если инвесторы иностранные, то возникает проблема транслитерации — кто кого как указал, как был написан адрес и прочее. Далее идет проблема сроков исполнения поручения. Хотя стандартно указывается три дня, но мы все знаем, что это бывает и дольше. Я уже не говорю о непредсказуемости тарифов.

А. Ф. К вопросу взаимодействия с регистраторами. Вопрос расходов, связанный с расчетами по акциям, самый болезненный. У нас есть файл на английском языке объемом около двух мегабайт, включающий расценки за перерегистрацию всех регистраторов. Мы обновляем его раз в месяц и высылаем всем клиентам. У каждого регистратора тарифы на услуги разнятся, и, кроме того, даже внутри одного регистратора могут быть разные тарифы для разных бумаг. Разобраться в этих тарифах иностранным инвесторам тяжело. Иная картина при использовании расчетных депозитариев — тариф один, фиксированный и прозрачный.

Количество счетов. В НРД и ДКК (и потенциально в ЦД) для кастодиана

открыт один счет номинального держателя, на котором хранятся все бумаги. В реестрах же требуется открывать счет номинального держателя под каждую ценную бумагу, то есть счет идет на тысячи. Кастодианы сверяются с ДКК и НРД электронным образом по SWIFT (полная автоматизация сверки), но в реестрах мы не можем себе этого позволить. Приходится раз в месяц, делать заказ и получать бумажную выписку по каждому отдельно взятому счету.

Теперь возьмем сам процесс перерегистрации. Он радикально не изменился — и до сих пор курьеры кастодианов едут в офисы регистраторов с бумажным передаточным распоряжением.

Иной аспект. Если раз в три-четыре года у владельца счета в реестре поменялся единоличный исполнительный орган (например, в результате ротации в иностранном банке), то приходится менять документы во всех 42 регистраторах. На это «упражнение» уходит достаточно много времени. Замена документов в НРД и ДКК предполагает всего два комплекта документов (потенциально один в ЦД) и не влияет на операции, так как все коммуникации проводятся через SWIFT.

И последнее — получение подтверждения о перерегистрации. Это тоже «бумажка». Например, местный брокер перерегистрировал на местного кастодиана акции и прислал ему подтверждение о перерегистрации по факсу. Подпись на оригинале подтверждения проверить тяжело — регистраторов много. Сторонам приходится брать на себя риски. Подтверждение же о расчетах из НРД и ДКК приходит стандартным сообщением SWIFT.

Вышесказанное ни в коей мере не означает критику регистраторов. На мой взгляд, это просто подтверждает, что регистраторы не предназначены для проведения эффективных расчетов, по-



сколько их основная задача — обслуживание эмитентов.

Ю. Д. Продолжу список. Можно еще сказать о том, что эмитент периодически меняет регистратора, и номинальный держатель об этом никак не узнает, поскольку регистратор не уведомляет своих держателей о том, что реестр, в котором мы зарегистрированы в качестве номинального держателя, у данного реестродержателя не ведется. Это создает дополнительные сложности для периодической сверки наличия ценных бумаг между депозитариями и системой ведения реестра.

— Какая часть находящихся на хранении у глобальных кастодианов бумаг по-прежнему остается за пределами расчетных депозитариев?

А. Ф. «Ситибанк» проводит около 70-80% сделок в расчетных депозитариях, и 20-30% в реестрах. Активы на хранении делятся 50 на 50 между регистраторами и депозитариями. Собственно «переброски» акций между двумя системами, о которых мы сегодня говорили, и составляют основную часть проблемы для наших клиентов. Если все расчеты и активы перевести в обязательный ЦД, выигрыш для рынка будет очевиден.

В силу вышесказанного нам (рыночному сообществу, регуляторам, ассоциациям) нужно понять, хотим ли мы оставить фрагментированную расчетную инфраструктуру, просто зафиксировав факт ее существования в нынешней форме в Законе о ЦД, или мы создаем единую обязательную систему, в которой будут минимизированы риски расчетов, расходы, и стандартизован цикл расчетов? Хотим мы, чтобы был стандартизован весь рынок как для внутреннего, так и для внешнего инвестора? Или мы останемся в системе, в которой сохраняется возможность ненужного разнообразия в цикле расчетов, в их стоимости, разных и зачастую слабо контролируемых рисков в различных секторах рынка? Я бы сказал, что нынешний вариант сло-

жившейся инфраструктуры — это куда менее прозрачная структура, чем единый обязательный ЦД с точки зрения любого инвестора.

На мой взгляд, нужен не просто сильный закон о ЦД, поддерживающий его обязательное использование всеми участниками рынка для всех ценных бумаг, он должен появиться как можно быстрее, с тем, чтобы российская инфраструктура рынка быстро стала более конкурентоспособной, простой, прозрачной и, может быть, более дешевой, чем инфраструктура хотя бы стран БРИК. Мы должны работать на опережение.

Ю. Д. Совершенно верно, мы должны предложить инфраструктуру лучше и понятнее, для того чтобы возник какой-то поток к нам.

— А какова структура инвесторов в российские активы здесь и за рубежом? Фонды, которые спрашивают про соответствие российских депозитариев правилу 17-f-7, присутствуют на рынке депозитарных расписок?

А. Ф. Хороший вопрос. Есть иллюзия, что у нас на биржах есть большой процент иностранных инвесторов. Практически же их там крайне мало, за исключением высокорискованных фондов. Крупные консервативные иностранные инвесторы до сих пор не торгуют на наших биржах. Рубль не является для таких инвесторов валютой для расчетов. За рубли рассчитываются брокеры. И хотя за последние пять-шесть лет много иностранных брокеров через дочерние компании стали участниками российского рынка, крупные иностранные инвесторы остаются консервативными. Произошло усиление контраста между иностранными инвесторами, которые рассчитываются в реестрах, и брокерами, которые рассчитываются в депозитариях.

Наши подсчеты показывают, что только 40% российских акций тор-

гуются и рассчитываются в России, а 60% в форме АДР/ ГДР на зарубежных площадках. Но эта пропорция могла бы быть иной — допустим, 50 на 50!

Можно сколько угодно говорить о том, что мы в России особенные. Но инвестор, который принимает решение, знает, что операции с русскими акциями можно рассчитать, как я уже говорил, несколькими разными способами, один другого сложнее. С другой стороны, есть АДР «Лукойла», «Газпрома» и т.п. Для этих инструментов есть один ЦД, единый цикл расчетов, расчеты проводятся против платежа, можно проводить расчеты back-to-back, есть информация о корпоративных действиях из централизованного источника (ЦД). Сравнив все это, иностранный инвестор делает выбор в пользу LSE, NYSE, HKSE, Euroclear, Clearstream, DTCC и т.п. Так чего же мы ждем, почему мы не создаем единый ЦД?

— Доказательство необходимости решения проблемы центрального депозитария было бы убедительнее, если бы там присутствовали американские негосударственные пенсионные фонды, пусть и с небольшими лимитами. Но в России их вообще нет!

А. Ф. Они инвестируют в АДР/ГДР и имеют на такие инвестиции гораздо большие лимиты, чем на локальные акции. Они уже присутствуют на рынке в гораздо большем объеме, чем на рынке локальных акций.

А. Т. Добавлю, что сейчас, когда мы приняли решение о снятии ограничений по допуску российских бумаг к размещению за рубежом, решение о центральном депозитарии не должно быть половинчатым, сохраняющим сомнения, оно должно быть таким же сильным. Иначе мы увидим только негативные последствия решений о допуске ценных бумаг к размещению за рубежом.

М. И. Совершенно верно. Все спокойно уйдут в дверь, которую мы распахируем, а мы продолжим борьбу и дискуссии.

А. Т. И если пользоваться логикой Алексея, то мы увидим 90% бумаг там и 10% — здесь.

— Разве не национальный инвестор является для эмитента причиной организовать обращение своих бумаг на территории страны? И тогда эмитент воспользуется собственной инфраструктурой, а не попытается торговаться за рубежом.

А. Ф. Как представитель банка с участием иностранного капитала, но который является по сути российским, могу добавить, что было бы стратегически верным быстрыми темпами развивать национального коллективного инвестора. К сожалению, национальные коллективные инвесторы в России не играют столь же значительную роль, что и иностранные. При этом большое число иностранных инвесторов — это инвесторы спекулятивного типа, которые при малейшей опасности выходят из российского рынка. На мой взгляд, по причине небольшого размера национальных коллективных инвестиций российским эмитентам нелегко делать IPO в России и гораздо комфортнее делать это в Лондоне, Сингапуре, Гонконге, где наличествует серьезная инвесторская база.

Мы заинтересованы как в развитии локальных коллективных инвесторов, так и в создании привлекательных условий расчетов по локальным ценным бумагам для иностранных инвесторов.

Ю. Д. Не от хорошей жизни мы развиваем услуги иностранным инвесторам. Понятно, что у нас как российского банка есть все преимущества для работы с российскими инвесторами, тогда как для работы с иностранными у нас их, наоборот, немного. Конечно же, если бы мы могли существенно увеличить предоставление услуг россий-

ским инвесторам, мы, скорее, делали бы именно эту часть работы.

А. Т. А российский инвестор испытывает первоначальный спрос именно в локальных бумагах. А мы их лишаемся, потому что эмитент следует за деньгами за рубежом, деньги остаются там, в том числе благодаря удобствам инфраструктуры, а в результате туда же отправляются и национальные посредники, и национальный инвестор.

А. Ф. По моим сведениям, большая часть объемов торгуемых ADR на Лондонской фондовой бирже и других западных площадках поддерживается российскими же брокерскими компаниями.

Ю. Д. Еще один живой пример — российские расписки. Вроде бы это инструмент, исключительно ориентированный на местных инвесторов. Национальные расписки по определению делаются для того, чтобы в них вкладывался национальный инвестор. И кто же у нас сегодня обеспечивает инвестиционный спрос на наши внутренние инструменты? Если мы посмотрим, то увидим, что больше половины — это иностранные инвесторы.

А. Т. Когда «Русал» размещался в Гонконге, то значительную часть купили российские инвесторы.

Ю. Д. Они и в РДР создают значительную часть спроса, но парадокс в том, что даже в этом инструменте мы видим существенное присутствие иностранных инвесторов. Конечно, хорошо, что мы сделали продукт, который интересен и западному инвестору тоже. Им, возможно, здесь удобнее покупать, чем в Гонконге, из-за часовых поясов. Дай бог. Но в принципе это все равно говорит о структуре спроса у нас в стране. У нас действительно есть ритейл, есть ПИФы, есть российские юридические лица, что

вместе дает порядка 35–40%, а остальное — это офшоры и в чистом виде иностранные компании.

А. Ф. По моей приблизительной оценке, процент долгосрочных иностранных консервативных инвесторов (пенсионных фондов и паевых фондов) в локальных инструментах остается крайне невысоким. Зато очень много спекулятивных фондов, созданных на Кайманах, Кипре и т.п., нередко с привлечением российских же денег. И если уж мы хотим качественно изменить ситуацию к лучшему, то нужно привлечь в Россию именно иностранных консервативных инвесторов (пенсионные и паевые фонды из США, Великобритании, Азии). Для начала хотя бы через создание единого обязательного ЦД. И параллельно нужно семимильными шагами развивать локального коллективного инвестора. Нам нужны собственные Templeton и Fidelity. Досадно, что в соседнем Казахстане в пенсионные фонды инвестировано более десяти миллиардов долларов при 15 миллионах населения против 120 миллионного населения России инвестировавшего всего 50–60 миллиардов долларов США.

А. Т. Это по-прежнему менее 2% ВВП. Но есть мнение, что накопительная часть будет в ближайшее время очень значительной. Но тогда возникнет вопрос, куда эти средства деть. И мы должны будем или разрешить российским негосударственным пенсионным фондам инвестировать за рубежом, либо стимулировать или даже заставлять инвестировать на российском рынке. В Польше именно так и поступили. Но заставить и не дать при этом нормальной инфраструктуры — несправедливо.

А. Ф. Маленький комментарий. В Казахстане в самый первый момент было разрешено (учитывая, что там мало инструментов) инвестировать в

золото и платину. Довольно большой объем ушел туда, то есть в местные бумаги инвестируется не так много, как хотелось бы. В основном это долговые инструменты, за которые фонды дерутся.

Что есть у нас? Акции. А что еще у нас есть? Облигации. Для хорошего инвестора очень мало инструментов для инвестирования. Это говорит о многогранности проблемы.

С созданием единой, простой и понятной структуры узость линейки инструментов станет растущей проблемой рынка. Сейчас в Россию инвестируют в основном из-за недооцененности русских компаний. Но у инвесторов с каждым годом все меньше и меньше интереса сюда приходиться и иметь все риски нашей инфраструктуры. И это тоже нужно учитывать.

— Некоторых участников процесса беспокоит, что центральный депозитарий будет монополией. А если мы говорим о единственном центральном депозитарии, то он еще и задедет цены.

М. И. Когда мы говорим о центральном депозитарии в России, то знаем, кто это будет. Раньше было два претендента — НРД и ДКК. Но после слияния бирж речь идет о новой структуре на базе НРД. Ценовая политика НРД обсуждается на комитетах пользователей, затем утверждается наблюдательным советом. Наши коллеги из ДКК ввели более чем щадящий, я бы сказала символический тариф на свои услуги. Для участников рынка это прекрасно, но финансовая ситуация депозитария оказалась, на мой взгляд, плачевной. Все потому, что тарифная политика не утверждалась советом директоров. Для меня как участника рынка важно, чтобы цены были умеренно низкими и понятными. И в то же время я заинтересована в том, чтобы у моего расчетного депозитария дела шли хорошо. Поэтому если бы мне сказали, что с завтрашнего дня «все бесплатно», то я как член наблюдательного

совета проголосовала бы против, потому что бесплатно эта система существовать не может.

А. Ф. Да, есть аргумент в пользу того, что цены могут вырасти. Но я считаю, что как раз наоборот — при создании единого ЦД будет произведена гармонизация ценовых политик и станет легче их контролировать. И вопрос в том, как контролировать. Для этого есть давно известные механизмы — комитеты пользователей, совет директоров, законы, нормативные акты и т.п. В принципе с точки зрения контроля цен все равно, кто владеет системой ЦД, поскольку есть закон, есть корпоративное управление ЦД, есть четкие структуры, прописывающие участие пользователей. И кстати, это одно из требований 17-f-7 — что пользователи ЦД должны контролировать цены, находиться в равных условиях обслуживания и т.п.

М. И. Я думаю, что все будет достаточно гармонично. Не надо забывать, что после слияния с Расчетной палатой НРД получил также и денежные счета, на которых он приобретет определенный «жирок», за счет чего, возможно, скинет цены на расчеты и хранение. Такого рода ценовая политика, мне кажется, будет справедливой.

И в дополнение к опасениям о возникновении монополии. По сути, у коллег регистраторов каждый реестр — монополия. Если эмитент доволен регистратором, то участник расчетов ничего не может сказать против комиссии, которую ему выставит регистратор.

— Мы уже задали первый русский вопрос «кто виноват?». Может, зададим второй — что делать?

А. Ф. Нужно принять рациональное решение и не искать виноватого. Взвесить, чего мы хотим от этого рынка. Если мы хотим иметь понимаемый и прозрачный рынок, совместимый по стандартам с другими

странами, то нужно принять решение о централизации, упрощении, обязательности ЦД и так далее. Это жесткие меры, накладывающие ограничения на участников, но выгоды для всех очевидны.

В Польше в дополнение к обязательному единому ЦД есть дополнительное ограничение — ценные бумаги надо всегда обязательно продавать через биржу в режиме DVP. Вы даже free of payment их перевести не сможете другому кастоудиану, если поменяли банк. Такое ограничение, казалось бы, является ограничением прав инвестора. Но Польша является самым развитым рынком среди стран Восточной Европы, не только с успехом привлекает зарубежных инвесторов, но имеет весьма развитых локальных коллективных инвесторов.

В стратегии развития рынка в России, которую правительство принимало еще года два назад, написаны умные вещи. Там выстроен ряд приоритетов, в том числе центральный депозитарий. Кроме того, там же указано на необходимость расширения перечня торгуемых финансовых инструментов, повышения ликвидности рынка, развития коллективных инвестиций, гармонизации налогообложения и т.п. Если попытаться решить хотя бы проблему единого обязательного ЦД, то дальше мы сможем подумать о том, почему консервативные иностранные инвесторы не ведут расчеты в рублях, не могут напрямую выходить на биржу и т.п. Но если базовые вопросы не решить, то можно не говорить обо всем остальном. Этап «детского» оптимизма в отношении России уже прошел, времени крайне мало. Надо действовать.

М. И. В данной ситуации я вижу все-таки положительную динамику. В психологии описываются процессы, когда нечто отрицательное может служить фактором объединения. Вслед за

законопроектом, который опубликовал Минфин, последовал ряд писем. Это были официальные письма буквально ото всех — саморегулируемых организаций (в том числе от НАУФОР), Центрального банка, иностранных банков, от ФСФР. Мнения большинства участников рынка сходятся.

Сейчас мы пока еще в разных сегментах, но уже видим ту пользу, которую может принести нам простая и понятная инфраструктура.

А. Т. Я бы отдал должное участию кастодианов в этой дискуссии, и в частности Ассоциации глобальных кастодианов. Мы впервые встретились с таким интересом к развитию российской инфраструктуры со стороны глобальных кастодианов. Есть мнение, что это вмешательство не в свое дело, но я вижу в этом большой и позитивный вклад, демонстрирующий интерес иностранных инвесторов к российскому рынку. Кроме того, это ответственный шаг, который однозначно описывает, чего от нашего рынка ждут. Было бы в высшей степени легкомысленно проигнорировать это сейчас, когда у нас есть все возможности пойти навстречу.

М. И. Это еще раз доказывает, что экономика становится глобальной, это не просто интерес к российской экономике.

А. Ф. Глупо было бы этот интерес погасить и ничего не сделать. Совершенно очевидно, что во главу угла должен быть поставлен инвестор, который этот рынок формирует, который оплачивает все, что мы делаем. Мы всего лишь посредники в процессе инвестирования.

Ю. Д. Я бы хотел сказать, что очень большая работа была проделана группой Волошина. Результатом этой работы явилось очень элегантное решение по финализации расчетов. То, что нам

удалось решить эту часть проблемы, — колоссальный шаг, который внушает серьезный оптимизм. Он позволяет думать, что, решив вопрос по централизации, мы сможем выстроить нормальную инфраструктуру.

Мы обсуждаем тему центрального депозитария более десяти лет. Действительно, в течение долгого времени у нас существовало две биржи, и вопрос центрального депозитария был, в том числе, и вопросом преимуществ в конкурентной борьбе между двумя торговыми площадками, что еще больше усложняло весь процесс. Сейчас эта история уже в прошлом. И я считаю, что открылась прямая дорога к решению вопроса о центральном депозитарии. **□**

Дмитрий Медведев распорядился, чтобы процесс принятия Государственной думой законопроекта «О центральном депозитарии» в осеннюю сессию был обеспечен. Так говорится в перечне поручений по результатам заседания 10 октября совета при президенте по развитию финансового рынка, сообщает агентство Интерфакс-АФИ.

Поручение выдано правительству совместно с ЦБ РФ и рабочей группой по созданию международного финансового центра при президентском совете. Срок реализации — 10 декабря.

Что касается пунктов, вызывавших наиболее бурные споры, то итоговые формулировки таковы. В законе предполагается, во-первых, статус центрального депозитария как небанковской кредитной организации, во-вторых, исключительное право ЦД на открытие счетов номинального держания в реестрах владельцев ценных бумаг и единственность центрального депозитария.

Еще одно поручение президента по итогам совета — разработка процедур отмены ограничений на размещение и организацию обращения ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ. Для этого вначале должен вступить в силу закон о ЦД. Далее произойдет аккредитация ЦД, затем открытие иностранными депозитариями счетов номинального держателя в российской учетной системе, и затем — непосредственно отмена ограничения. Срок исполнения этого поручения — 1 июня 2012 года.

Кроме того, президент поручил обеспечить принятие законов, направленных на защиту прав владельцев облигаций и введение института собрания облигационеров, а также на упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг, рассмотрев при этом целесообразность отмены регистрации выпусков, не сопровождающихся регистрацией проспекта.

Также поручено рассмотреть целесообразность отмены ограничения выпуска облигаций, номинальная стоимость которых не должна превышать размер уставного капитала АО, и исключения необходимости дополнительного решения о внесении изменений в устав АО по результатам выпуска ценных бумаг.