

# Реформа учетной системы и задачи расчетного депозитария



**АЛЕКСАНДР БАРЩЕВСКИЙ**  
генеральный директор  
ЗАО "Расчетно-Депозитарная  
компания"

2005 г. был насыщен событиями, затрагивающими (прямо или косвенно) круг вопросов, связанных с преобразованием расчетно-депозитарной инфраструктуры рынка ценных бумаг. На протяжении всего года обсуждались вопросы: "как", "зачем", "кто главнее" и "кто достойнее", "сколько можно тянуть решение вопросов", "кому это надо" и т.д. Стало понятно, что делать все же надо; что создавать центральный депозитарий следует на базе существующих структур; что это нужно и регуляторам, и участникам рынка; что реформа учетной системы – необходимое условие дальнейшего развития и движения вперед и т.д. Заминка за малым: взять и сделать. Надо полагать (по крайней мере, все надеются, что так и будет), что созданием ЦД

профессиональное сообщество и займется в 2006 г. В противном случае, если и далее все будет оставаться на уровне разговоров и обсуждений, это уже будет даже не смешно.

И все-таки, несмотря на достаточно высокий уровень обсуждений и большой объем проделанной аналитической работы, необходимо заметить, что ряд вопросов выпал из круга затронутых тем. Возможно, что вопросы эти – второго или даже третьего порядка. Но, по нашему мнению, они заслуживают если не такого же бурного и глубокого обсуждения, то, по крайней мере, об их существовании надо помнить и желательнее иметь на них ответы, когда начнутся реальные шаги при осуществлении преобразований.

Хотелось бы привлечь внимание к двум темам:

- факторы, оказывающие влияние на процессы, связанные с предполагаемой реформой учетной системы;
- аспекты централизации расчетно-депозитарной инфраструктуры.

Схематично представить набор факторов, влияющих на процесс централизации расчетно-депозитарной инфраструктуры, можно следующим образом (рис. 1).

## Соотношение монополизации и централизации

В процессе определения функционала центрального де-

позитария становится ясно, что по многим функциям данная структура будет монополистом (естественным или искусственным – это отдельный вопрос). Хотелось бы заметить, что в данном направлении имеет смысл делать осторожные и взвешенные шаги. Да, централизация и, как следствие, монополизация функции проведения расчетов по итогам торгов на организованном рынке – суть преобразований. Однако все не так очевидно в областях, где сейчас имеются пересечения функций расчетных и кастодиальных депозитариев. При определении функционала центрального депозитария необходимо особо выделить области, где кастодиальные депозитарии могли бы конкурировать с центральным депозитарием, или вообще обозначить направления, где центральный депозитарий услуг не оказывает. Например, нам представляется неприемлемым путь, когда для центрального депозитария могут вводиться преференции в области открытия и ведения междепозитарных счетов для иностранных кастодианов и/или международных расчетно-депозитарных организаций. Это (уже обсуждавшееся) направление деятельности центрального депозитария не может и не должно быть искусственно монополизировано. Тем более такое положение не должно нормативно закрепляться.

## Проблема издержек

Вопросы, связанные с тем, что в процессе преобразований



обращения ценных бумаг является далеко нетривиальной. И эмитент, и расчетная инфраструктура, обслуживающая обращение ценных бумаг, самым серьезным образом заинтересованы в обеспечении своих интересов в процессе проведения преобразований инфраструктуры рынка, и особенно в период после завершения этих преобразований. На наш взгляд, эти вопросы могут и должны быть учтены в процессе и планирования, и проведения реформы учетной системы.

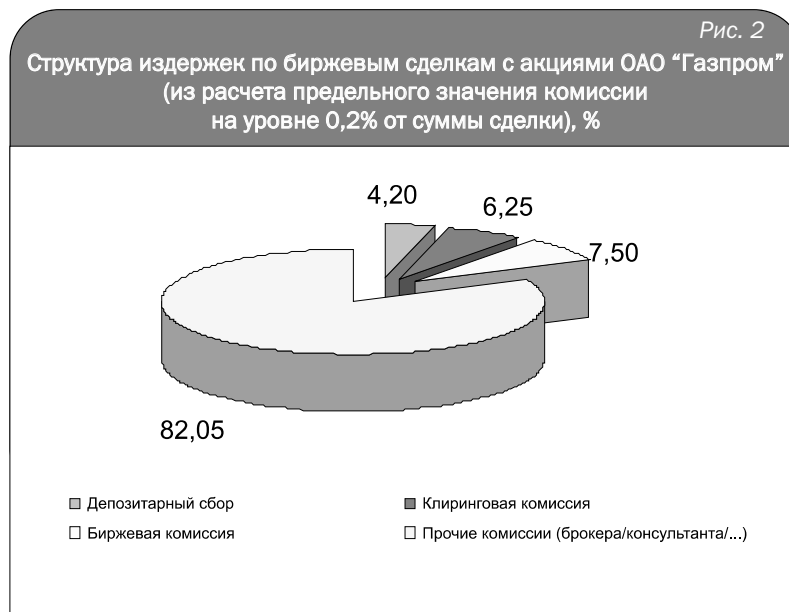
### Проблема надежности

В настоящее время активно обсуждается уровень капитализации центрального учетного института. И результаты обсуждения дают повод для множества вопросов и сомнений. В частности, не раз приходилось слышать, что достаточным уровнем капитализации центрального депозитария является объем 25–30 млн долларов. С учетом тех задач и функций, которые предполагается передать центральному депозитарию, такой уровень капитализации представляется нам явно недостаточным. Мы считаем, что начальный уровень капитализации центрального звена учетной системы должен быть, как минимум, сопо-

будет происходить с издержками инвесторов, эмитентов, посредников, занимают в ходе дискуссий далеко недостаточное место. На наш взгляд, этот круг вопросов заслуживает отдельного обсуждения. Хотелось бы предложить разобраться с тем, насколько обоснованы издержки инвесторов, посредников и эмитентов на сегодня. Для этого всем заинтересованным сторонам необходимо для начала раскрыть структуру, уровень и качественный состав своих издержек и показать, из каких элементов они складываются. Зачем? Чтобы дальше можно было предметно говорить об их снижении, оптимизации и т.д. Одной из целей создания центрального депозитария является снижение издержек на проведение операций. Чтобы понять, **что именно** будет снижаться и, главное, за счет каких источников, необходимо уяснить, насколько оправданы издержки существующей инфраструктуры. Оптимальны ли они? А вдруг они на пределе себестоимости? И снижать дальше нечего и некуда? Как известно, инициатива наказуема, поэтому мы хотели бы предложить результаты своих расчетов, показывающих состав инфраструктурных издержек по акциям ОАО "Газпром" (рис. 2).

### Проблема преемственности

Одной из серьезных задач, стоящих перед эмитентом и инфраструктурой, которая обслуживает обращение ценных бумаг эмитента, является хранение всей "истории обращения" ценных бумаг на рынке. Особенно важна эта задача для ценных бумаг, владельцами которых являются все известные категории инвесторов: физические и юридические лица, нерезиденты и т.д. Задача отслеживания и хранения информации об истории



**Задача проведения изменений расчетно-депозитарной инфраструктуры не может быть решена одномоментно. Это процесс. Ясно, что процесс не может и не должен быть бесконечным. Его временные границы должны быть определены, зафиксированы и понятны участникам рынка.**

ставим с уровнем капитализации аналогичных структур, работающих на развитых рынках. И только в этом случае можно рассуждать о создании надежной и конкурентоспособной инфраструктуры.

Уровень капитализации обязательно должен быть адекватен объемам хранимых в ЦД активов и выполняемым центральным депозитарием функциям.

### **Проблема баланса интересов**

Проблема баланса интересов, на наш взгляд, заключается в том, что заинтересованность в проведении инфраструктурных преобразований выражает сегодня инфраструктурное сообщество (в основном расчетные депозитарии и кастодианы), а также представители регуляторов финансовых рынков. Есть предположение, что пока к проблемам и вопросам, связанным с изменениями учетной инфраструктуры, не будут в должной степени привлечены остальные

участники рынка: посредники, эмитенты, инвесторы и т.д. – решения в области проводимых изменений не будут сбалансированными и взвешенными. Пока разговоры о централизации учетной системы не касаются их прямо и не затрагивают их интересов, тем более что разговоры эти ведутся достаточно давно и к ним все уже привыкли. Участники рынка (не инфраструктурные организации) имеют свои и вполне конкретные интересы и, надо полагать, будут их отстаивать, когда сочтут это для себя целесообразным. Похоже, что инвесторы и их посредники уже приспособились к существующей учетной системе и, вообще говоря, объективно не стремятся что-либо менять. Напротив, есть интерес сохранить существующее положение вещей. Иными словами, ни у инвесторов, ни у брокеров нет стимула к тому, чтобы что-либо кардинально менять в учетной инфраструктуре. Эмитенты, которые уже присутствуют на организованном рынке, тоже объективно не заинтересованы в изменениях, так как, несмотря на высокие издержки, не хотят нести дополнительные риски и расходы, связанные с преобразованиями. Они ведь уже "вошли" на фондовый рынок, они "заплатили за входной билет". И тут выясняется, что за улучшения надо заплатить еще раз! Поэтому перед началом преобразований необходимо определить, кто и на каких условиях берет на себя основной риск реформы учетной системы. На наш взгляд, принять на себя этот риск может только один субъект – государство. Никакой другой участник рынка не может гарантировать относительно безболезненного проведения реформы. Если процесс преобразований начнется без гарантий и/или контроля со стороны государства (в той или иной форме), то возникают опасения: может ли он закончиться успешно?

### **Проблема управления рисками**

Одна из задач создания центрального депозитария – снижение инфраструктурных (базовых) рисков инвесторов и эмитентов. В этой структуре сосредоточивается колоссальное количество информации и функций, которые жизненно важны для целых отраслей экономики. В таком случае можно ли создавать центральный депозитарий в форме негосударственной компании? Сразу возникают вопросы о том, **кто** и **как** будет управлять этими рисками, **кто** и **в каком** объеме будет нести ответственность за создание систем безопасности, в том числе информационных. Эти вопросы неизбежно будут беспокоить и клиентов центрального депозитария, и клиентов кастодиальных депозитариев – особенно с учетом последних неблагоприятных событий: когда в открытой продаже появляются все новые базы самых что ни на есть конфиденциальных данных, становится ясно, что даже самые серьезные ведомства не могут обеспечить нужный уровень информационной безопасности. Но если граждане, информация о которых стала общедоступной, могут только сокрушаться по этому поводу, то реакция инвесторов будет более конкретной – они просто покинут рынок, инфраструктура которого не в состоянии обеспечить их интересы.

Теперь о процессах, которые могут быть вызваны преобразованиями учетной системы (рис. 3).

### **Перераспределение рынка депозитарных услуг**

Самым очевидным следствием процесса централизации (или монополизации?) станет перераспределение рынка депозитарных услуг: как расчетных, так и кастодиальных. В чьих интере-

Рис. 3

Процессы, вызванные преобразованиями учетной системы



сах и под чьим контролем будет происходить данный процесс? Наверное, правильный ответ у каждого свой...

**Появление новых рынков услуг**

Процессы централизации расчетных функций на рынке, скорее всего, приведут к необходимости поиска решений, поиска новых, еще не освоенных, уголков рынка депозитарных услуг. С точки зрения клиентов депозитариев, это, безусловно, является одним из возможных позитивных результатов преобразований. В каком направлении будет двигаться прогрессивная депозитарная мысль, пока не вполне понятно. Но очевидно, что двигаться есть куда.

**Появление новых инструментов**

Можно предположить, что процесс перераспределения рынка депозитарных услуг подтолкнет процессы поиска реше-

ний, позволяющих компенсировать потерю части доходов. Одним из таких направлений может стать появление новых видов инструментов, выпуск которых в обращение невозможен без участия учетных институтов. Таким образом, решение задачи совершенствования инфраструктуры может способствовать решению еще одной группы проблем, связанных с недостатком финансовых инструментов.

Все приведенные рассуждения можно сжать до нескольких очевидных утверждений, но, давайте согласимся, что это не повод чтобы их игнорировать.

- Задача проведения преобразований достаточно сложна с точки зрения необходимости учета большого количества реалий. Проведение изменений – задача комплексная и потребует значительных усилий всех заинтересованных сторон.
- Задача проведения изменений расчетно-депозитарной инфраструктуры не может быть решена одномоментно.

Это процесс, следовательно, он потребует времени. Вместе с тем процесс не может быть длительным. Хотя у каждого свои представления о "правильной" скорости проведения изменений. Ясно, что процесс не может и не должен быть бесконечным. Его временные границы должны быть определены, зафиксированы и понятны для участников рынка.

- Задача по созданию центрального депозитария может быть решена только на основе полноценного диалога "на равных" всех заинтересованных сторон. Единственный путь – путь поиска компромиссного решения. Во всех остальных случаях есть некоторый риск получить не менее непривлекательную инфраструктуру, чем имеется сейчас.

Так, по нашему мнению, выглядит круг вопросов, которому не было отведено достаточного места в ходе обсуждения планов по реформе расчетно-депозитарной инфраструктуры. Мы считали бы свою цель достигнутой, если участники рынка согласились с нами хотя бы отчасти в том, что затронутые вопросы действительно существуют, и для того чтобы планируемые преобразования прошли успешно, необходимо учитывать данные аспекты.

И последнее. Мы полагаем, как это принято сейчас говорить, контрпродуктивным мнение о том, что расчетные депозитарии, не относящие себя к "лидерам отрасли", являются "маргинальными структурами". Иными словами, мы утверждаем, что решение задачи по созданию центрального депозитария возможно без сбалансированного и консолидированного решения, выработанного всеми участниками расчетной инфраструктуры, существующей сегодня на рынке. ■