

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ РЕГУЛЯТОРОВ В СФЕРЕ ПОСТРЕЙДИНГОВЫХ УСЛУГ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В ЕВРОПЕ

ACTIVITIES OF REGULATORS IN THE FIELD OF POST TRADE SERVICES IN THE SECURITIES MARKET IN EUROPE

V. Utkin

Annotation

Recent years have shown significant changes in the situation of the clearing and settlement of securities transactions in the European market. This article provides an analysis of the influence of MiFID, "Code of Conduct" on competition between trading platforms, clearing and settlement institutions. The problems of increasing levels of integration and market efficiency posttradingovyh services.

Keywords: infrastructure, the central counterparty, a central depository, the regulators.

Уткин Виктор Сергеевич

К.э.н., доцент кафедры "Денежно-кредитные отношения и монетарная политика"
Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации

Аннотация:

Последние годы отмечены значительными изменениями ситуации в области клиринга и урегулирования сделок с ценными бумагами на европейском рынке. В настоящей статье приведен анализ влияния MiFID, "Кодекса поведения" на конкуренцию между торговыми платформами, клиринговыми и расчётными институтами. Рассмотрены проблемы повышения уровня интеграции и эффективности рынка посттрейдинговых услуг.

Ключевые слова:

инфраструктура, центральный контрагент, центральный депозитарий, регуляторы.

Европейские денежные власти неуклонно стремятся, как отмечают эксперты, к созданию на территории ЕС эффективного, единого и безопасного рынка клиринга и урегулирования сделок с ценными бумагами. Для более обстоятельного анализа тенденций развития европейского финансового рынка целесообразно дать оценку влияния MiFID и "Кодекса поведения" на рыночную ситуацию, а также развитию рынка посттрейдингового обслуживания ценных бумаг важнейшей частью которого является клиринг с центральным контрагентом:

Влияние MiFID и "Кодекса поведения" на рыночную ситуацию

- ◆ Эффективность рынка повысилась. Конкуренция стала движущей силой снижения стоимости клирингового обслуживания международных сделок. MiFID сделала акцент на конкуренции и поддерживала её.
- ◆ Конкуренция оказалась мощным стимулом к развитию. Интегрированный финансовый рынок не обязательно совпадает с единой европейской торговой, клиринговой и/или расчётной платформой.
- ◆ Прибыльность рынка профессионального торгового обслуживания (крупные институты, ведущие продавцы) в наибольшей степени обеспечивалась благодаря низкому уровню затрат.
- ◆ "Кодекс поведения" способствовал повышению

прозрачности ценообразования. "Кодекс поведения" предоставляет основу для роста конкуренции между клиринговыми и расчётными платформами через взаимодействие. Тем не менее, данная перспектива ещё не реализована.

- ◆ Меньшие успехи были достигнуты в области активизации и снижения стоимости урегулирования международных сделок.
- ◆ Рынок производных инструментов не был затронут какими-либо изменениями, коснувшимися рынка наличного товара. Определённые успехи были достигнуты только в области клирингового обслуживания CDS.
- ◆ На интеграцию рынка описанные выше процессы оказали неоднозначное влияние. С одной стороны, европейский финансовый рынок стал более целостным благодаря созданию MTF, способствовавших упрощению международной торговли. С другой стороны, произошло увеличение числа торговых платформ и ЦК, что привело к большей раздробленности рынка по сравнению с периодом, предшествовавшим внедрению MiFID и "Кодекса поведения". Осуществление взаимодействия на более высоком уровне приведёт к усложнению рынка и, соответственно, повышению рисков, являющихся его неотъемлемой частью.
- ◆ Что касается безопасности, меньшие успехи были достигнуты в области управления и регулирования си-

стемных рисков, возникающих в связи с осуществлением клиринга и урегулирования международных сделок.

- ◆ Критерии получения доступа к биржам, центральным банкам и CSD не способствуют справедливой конкурентной борьбе и безопасности ЦК.

- ◆ Текущая ситуация свидетельствует об отсутствии на рынке клирингового обслуживания и урегулирования сделок равных условий для ведения бизнеса. Поставщики клиринговых и расчётных услуг сталкиваются с различиями в европейском законодательстве и регулировании, что не может быть устранено посредством эффективного применения действующего законодательства или саморегулирования.

Развитие рынка послепродажного обслуживания ценных бумаг

- ◆ Структура современного рынка может рассматриваться как промежуточная ситуация. Конкурентная борьба, происходящая на данном этапе, может привести к объединению торговых платформ. Отсутствие необходимых объёмов сделок может привести к исчезновению современных MTF ввиду выкупа MTF, успешно ведущих свою деятельность, и интеграции их в состав действующих регулируемых бирж. То же самое может произойти и с (вновь созданными) ЦК. Указанное ожидаемое объединение может способствовать уменьшению степени раздробленности рынка.

- ◆ Европейский рынок клиринга и урегулирования сделок отреагировал на требования "Кодекса поведения". Как правило, в качестве потребителей услуг по клирингу и урегулированию сделок выступают крупные компании, способные с уверенностью отстаивать свои интересы в переговорах с поставщиками вышеуказанных услуг, что способствует росту конкуренции. Тем не менее, данной реакции недостаточно для создания эффективного, целостного и безопасного рынка.

- ◆ Осуществляются попытки устранения недостатков текущей ситуации, например, законодательно, как предложено в изданном Еврокомиссией Сообщении COM (2009) 563.

- ◆ Позитивно отреагировал рынок и на предложение Еврокомиссии о законодательном предоставлении ЦК полномочий, необходимых для осуществления деятельности на территории всех государств-участников. Права, возникающие благодаря наличию паспорта поставщика клиринговых и расчётных услуг, должны предоставляться исходя из страны происхождения, определяя соответствующую регулятивную базу на основе общеевропейской. Данная мера будет способствовать уравниванию условий для ведения бизнеса и повышению степени безопасности рынка послепродажного обслуживания.

- ◆ Недавно принятые Рекомендации ESCB-CESR

для ЦК и SSS могут послужить основой законодательного документа, разработанного ЕС. Тем не менее, необходимо предъявление дополнительных требований к организации управления рисками, например, контрагентским кредитным риском и агентским расчётным риском, которым подвержены ЦК.

- ◆ Денежные власти европейских стран поддерживают предложение Еврокомиссии о законодательном оформлении требований, предъявляемых к ЦК и включающих:

- Ведение коммерческой деятельности, управление, предоставление доступа и непрерывность деятельности (что в целом соответствует Рекомендациям ESCB-CESR для ЦК № 2, 8, 12, 13 и 14),

- Минимальные стандартные требования к организации управления рисками (что в целом соответствует Рекомендациям ESCB-CESR для ЦК № 3,4 и 5),

- Разделение обеспечения и счёта (что в целом соответствует Рекомендациям ESCB-CESR для ЦК № 6 и 7).

Вышеуказанные меры обеспечивают наличие системы контроля и, следовательно, способствуют уравниванию условий для ведения бизнеса и повышению степени безопасности рынка послепродажного обслуживания.

- ◆ Предложение Еврокомиссии должно также распространяться на механизмы урегулирования денежных и вещественных сделок. В частности, должны быть законодательно утверждены и усилены права доступа ЦК к торговым платформам, CSD и, возможно, системам центральных банков. Помимо этого, законодательство должно включать руководство по организации доступа к европейским CSD с привлечением коммерческих агентов по урегулированию, содержащее общее описание соответствующих рисков. Это соответствует содержанию Рекомендаций ESCB-CESR № 9 и 10.

- ◆ Придавая особое значение необходимости организации взаимодействия, предлагаемые законодательные меры должны быть направлены на существующий в настоящее время протест регулятивных органов против совместного механизма управления рисками ЦК, что соответствует содержанию Рекомендаций ESCB-CESR № 11.



◆ Минимальные требования к управлению финансовыми рисками в рамках предлагаемых законодательных мер должны предъявляться с учётом сложности моделирования контрагентского кредитного риска. Необходимо задать параметры, не навязывая фиксированной модели, предусмотреть достаточную степень гибкости и стимулирования совершенствования центральными контрагентами (и CSD) механизмов управления рисками и применения их как фактора получения конкурентного преимущества.

◆ Вышеуказанные минимальные требования и параметры должны исходить от ведущего субъекта на территории Европы. Квалификация экспертов данного субъекта должна быть достаточной для проведения аналитического исследования моделей риска, их оценки и сопоставления с минимальными стандартами и параметрами. Отчёт, составленный группой вышеупомянутых независимых экспертов, кладётся в основу оценки лица, ответственного за проведение текущего контроля. В данном случае вопрос репрезентативности государств-участников не имеет значения: во главу угла должна быть поставлена объективность, и субъективные интересы не учитываются, чтобы исключить их влияние на квалификацию субъекта, ответственного за оценку модели.

◆ Требования к "оптимизации деятельности"

должны быть усовершенствованы и иметь исковую силу, что вынудит брокеров/дилеров и финансовые институты (ориентированные как на юридических, так и на физических лиц) предоставлять оптимальные условия сделки и вступать в конкурентную борьбу.

◆ Осуществление и клиринг сделок с производными инструментами, внесёнными в биржевой бюллетень, на новом этапе должно быть направлено на повышение целостности европейского финансового рынка, ввиду увеличения объёмов и наличия тесной взаимосвязи между сделками с обыкновенными акциями и производными инструментами (например, посредством хеджирования позиций). Особое внимание необходимо уделить взаимодействию и праву собственности на сумму открытых позиций.

◆ Необходимо оказывать дальнейшее содействие росту конкуренции между CSD, в настоящее время фактически занимающими монопольные позиции. Платформа T2S способна повысить эффективность и снизить затраты на урегулирование сделок. Тем не менее, область размещения и хранения ценных бумаг на текущем этапе ещё не достаточно затронута конкуренцией.

В Таблице 1 приведён общий обзор аналитических данных и позиций, рассмотренных в настоящей статье.

Таблица 1 **Общий обзор аналитических данных, позиций и выявленных пробелов**

Основные задачи европейского рынка	Аналитическое исследование изменения ситуации на европейском рынке послепродажного обслуживания с 2007 года	Оценка влияния
Эффективность	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Рост конкуренции между торговыми платформами и ЦК ◆ Активизация привлечения ЦК ◆ Снижение цен ◆ Резкое увеличение взаимодействия 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Конкуренция проявила себя как эффективная движущая сила преобразований ◆ Взаимодействие выявляет недочёты раздробленности, однако не должно представлять опасности. Пробел: в законодательные документы необходимо включить положения о взаимодействии
Целостность	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Расширение возможностей для международной торговли ◆ Увеличение числа MTF и ЦК 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Текущая рыночная ситуация носит промежуточный характер. Объединение может снизить степень раздробленности.
Безопасность	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Неравнозначность условий ведения бизнеса ◆ Отсутствие общих критериев предоставления доступа к инфраструктуре ◆ Усложнение ◆ Отсутствие системы контроля ◆ Отсутствие общих требований к организации управления рисками 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Ожидается, что предложенные законодательные меры будут способствовать уравниванию условий ведения бизнеса ◆ Пробел: в законодательные документы необходимо включить положения об общих критериях предоставления доступа к инфраструктуре ◆ Ожидается, что законодательные меры и объединение рынка будут способствовать его упрощению ◆ Ожидается, что предложенные законодательные меры выступят механизмом создания системы контроля ◆ Предложенные законодательные меры охватывают стандарты управления рисками. Пробел: необходимо учреждение единого квалифицированного субъекта, ответственного за оценку управления рисками.

ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ:

AFM	Управление финансовых рынков; регулятивный орган коммерческой деятельности в Нидерландах
CESR	Комитет Общеввропейских регулятивных органов операций с ценными бумагами
ЦК	Центральный контрагент; юридическое лицо, выступающее в качестве посредника между контрагентами в договорах по сделкам, заключаемым на одном или более финансовых рынков, являясь покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя
CDS	Своп на отказ от кредитных обязательств
"Кодекс поведения"	"Европейский кодекс корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций", подписан биржами, ЦК и CSDв ноябре 2006 года.
Комиссия	Европейская комиссия
DNB	Банк Нидерландов; центральный государственный банк Нидерландов
DTCC	Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация
ESCB	Общеввропейская система центральных банков, включает Европейский центральный банк и центральные банки (NCB) всех государств-участников ЕС, вне зависимости от их перехода либо отказа от перехода на евро.
ESMA	Общеввропейский регулятивный орган бирж и ценных бумаг
FISCO	Экспертная группа ЕС, обеспечивающая соблюдение финансового законодательства при осуществлении клиринговых и расчетных операций; создана в марте 2005 года с целью консультирования по вопросам устранения финансовых препятствий, выявленных Группой Джiovаннини
FSAP	План оказания финансовых услуг, 1999 год
"Руководство"	"Руководство по обеспечению доступа и взаимодействия"; определяет принципы и условия обеспечения доступа и взаимодействия согласно требованиям "Кодекса поведения" по данным на конец июня 2007 года
ISD	Директива по оказанию услуг в сфере инвестирования
MiFID	Директива по ведению деятельности на рынках финансовых инструментов
MoU	Меморандум о взаимопонимании
MTF	Многосторонняя торговая система
RTGS	Система валовых расчетов в реальном времени
SSS	Система урегулирования сделок с ценными бумагами
T2	TARGET2, система RTGS для расчетов в евро, предложенная Eurosystem. Обеспечивает обработку в режиме реального времени, расчёт в валюте центрального банка и безотлагательное завершение.
T2S	Target2Securities, обслуживание на основе единой технической платформы, предоставленной ЕЦБ и поддерживающей расчёт по общеввропейским сделкам с ценными бумагами в валюте центрального банка. Ввод в эксплуатацию запланирован на 2013 год