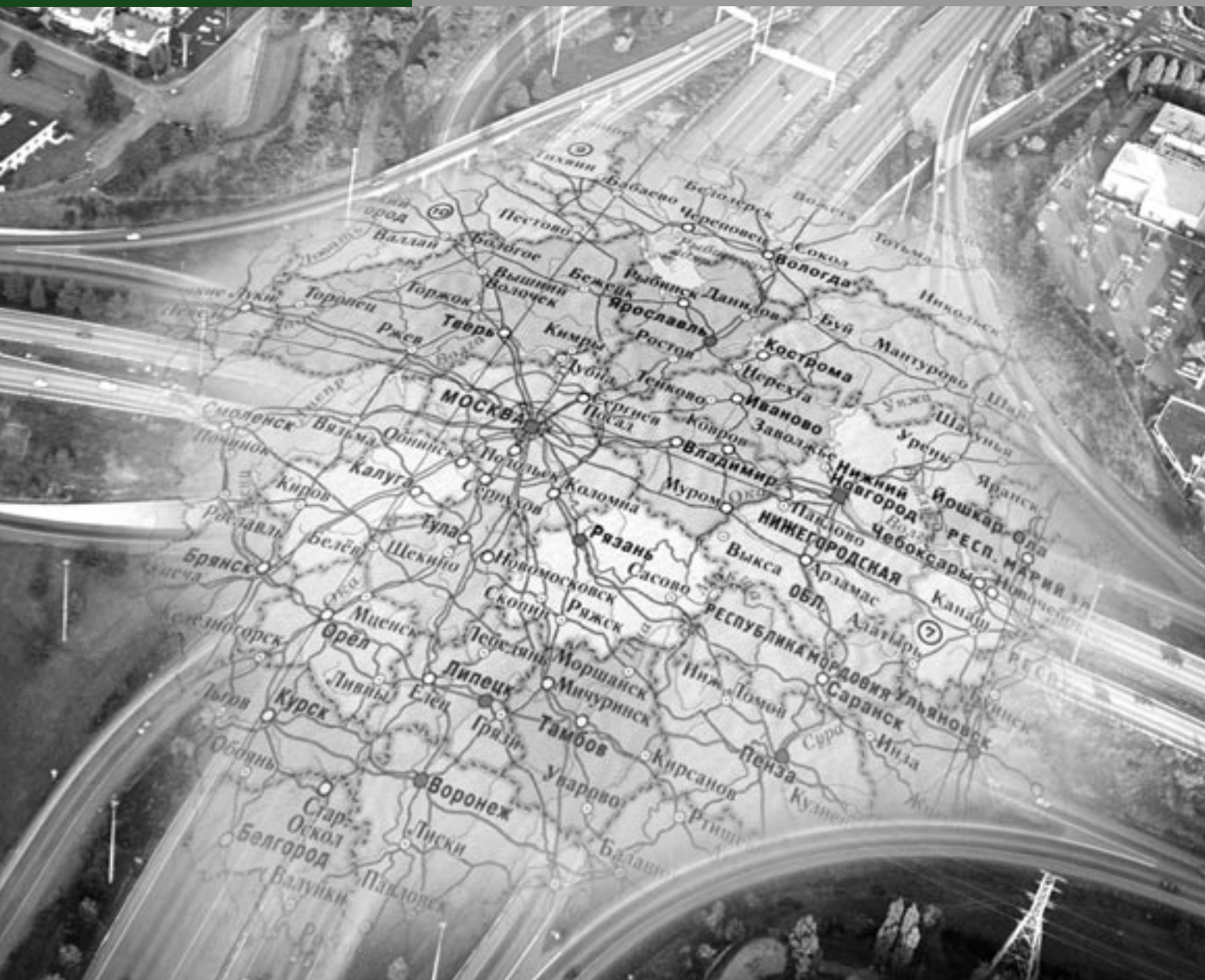


(25) 2005

№ 3

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



ПРОЕКТ КОНЦЕПЦИИ — НЕПЛОХО ДЛЯ НАЧАЛА стр 3

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ И ЭМИТЕНТЫ ЦЕННЫХ БУМАГ:
ДОГОВОРНЫЕ ОТНОШЕНИЯ, НОМИНАЛЬНОЕ ДЕРЖАНИЕ
И КОЛИЧЕСТВО УРОВНЕЙ НОМИНАЛЬНОГО ДЕРЖАНИЯ стр 10

МАТЕРИАЛ ГРУППЫ 30-ТИ стр 15



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center



СОДЕРЖАНИЕ

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ		
3	Проект концепции — неплохо для начала	Борис Черкасский ОАО «Банк Внешней Торговли»
10	Центральный депозитарий и эмитенты ценных бумаг: договорные отношения, номинальное держание и количество уровней номинального держания	Владимир Лагунов НДЦ, начальник Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами и регистраторами, канд. экон. наук
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ		
15	Материал Группы 30-ти <i>Международный теоретический опыт создания эффективной модели расчетов и клиринга на рынке ценных бумаг</i>	Александр Грищенко НДЦ

Депозитариум № 3 (25) 2005

Редакционный совет:

Козлов А. А. — председатель
Потемкин А. И.
Егоров Н. В.
Рыбников А. Э.
Медведева М. Б.
Коланьков А. В.

Редакционная коллегия:

Русанова И. А. — ответственный редактор
Соловьев Д. В.
Петров В. С.
Краснова М. О.
Кучукова Т. В.
Грищенко А. С.
Ким П. В.
Плахотная А. Н.

Некоммерческое партнерство

«Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 4
Телефон: 956-2-659
Факс: 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru

«Депозитариум» подготовлен
к печати редакцией журнала
«Рынок ценных бумаг»

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (095) 785-8100
Цена договорная
Отпечатано в ГП «Московская
типография № 13» Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда
совпадает с точкой зрения авторов
публикуемых статей. Ответственность
за достоверность информации в
рекламных объявлениях несут рек-
ламодатели. Все права защищены.
Перепечатка — только по согласованию
с Некоммерческим партнерством
«Национальный депозитарный центр»
и Издательским домом «РЦБ».
Индекс 73346. ISSN 0869-6608
Журнал «Рынок ценных бумаг»
6 (285) март 2005



БОРИС ЧЕРКАССКИЙ
ОАО «Банк Внешней Торговли»

ПРОЕКТ КОНЦЕПЦИИ — НЕПЛОХО ДЛЯ НАЧАЛА

Потеплело,
Весна на пороге,
Мы снова говорим о Центральном депозитарии
Из японской поэзии

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЕТСЯ КОНЦЕПЦИЯ ЗАКОНА «О ЦЕНТРАЛЬНОМ ДЕПОЗИТАРИИ», АНАЛИЗИРУЮТСЯ ЕЕ СИЛЬНЫЕ И СЛАБЫЕ СТОРОНЫ. АВТОР ПРИХОДИТ К ВЫВОДУ, ЧТО ПОДГОТОВЛЕННЫЙ ДОКУМЕНТ НАПИСАН ХОТЯ И НЕ БЕЗ НЕДОСТАТКОВ, НО ДОСТАТОЧНО КАЧЕСТВЕННО И ПОСЛЕ ДОРАБОТКИ МОЖЕТ СТАТЬ НЕПЛОХОЙ ОСНОВОЙ ДЛЯ БУДУЩЕГО ЗАКОНОПРОЕКТА.

Что может быть увлекательнее разговоров о Центральном депозитарии. Вот уже минимум 10 лет с разной интенсивностью обсуждается эта животрепещущая тема. Все хорошо, дискуссии умные, интересные, только Центрального депозитария все нет и нет. Вроде бы даже никто уже и не сомневается в том, что он нужен. «Очень нужен, — говорят — без него плохо!» Консультанты западные опять же. Теперь все они дружно говорят: «Ну, давайте, наконец! Ждем!» Только вот почему-то никак не получается. И при этом в каждый момент есть конкретное и разум-

ное объяснение, почему опять не вышло. Вот только весь 10-летний процесс объяснению и поддается. Что только не говорили про Центральный депозитарий, чего только не писали. Кто-то писал, что имеем то, что заслуживаем¹. Кто-то про то, что если разобраться, то всем и без Центрального депозитария хорошо². Кто-то даже написал, что, если не получается сделать нормальный Центральный депозитарий, то можно хотя бы «мультидепозитарий» на двоих попробовать соорудить³. В общем, не соскучишься. А уж концепций написано — не меряно. Только

автор три штуки написал страниц по 40—50 каждая. И что? А ничего.

Наши соседи по СНГ за это время успели относительно неплохо обустроиться — у всех Центральные депозитарии есть. Где лучше, где хуже. Проблем, конечно, хватает. Ошибок немало многие понаделали — исправляют постепенно. Рынки у некоторых слабоваты — что поделаешь, период такой. Кто-то нас уже далеко опередил в инфраструктурных делах. Кто-то еще не очень. Обороты пока в России самые большие. Но тенденции печальные. Если еще так года 3—5 погово-

¹ Черкацкий Б. Мы имеем такую учетную систему, которую заслуживаем // Депозитарии. 1999. № 3.

² Томлянович С. Какой Центральный депозитарий нужен России? // РЦБ. 2002. № 20.

³ Черкацкий Б. Центральный мультидепозитарий // РЦБ. 2004. № 22.



речь, то с мечтами о самостоятельном российском фондовом рынке можно будет проститься.

В октябре—ноябре 2004 г. стал известен проект концепции закона «О центральном депозитарии», подготовленный ФСФР. Появление этого документа следует рассматривать как конкретный шаг в направлении создания Центрального депозитария. Ни один из появившихся проектов (сначала первая редакция, а затем вторая) не был представлен официально, и в настоящее время точно не известно, какой именно текст находится на согласовании в ведомствах. Тем не менее никто не отрицает, что такой проект находится на стадии подготовки и согласования, а появившийся в открытом доступе текст близок к «официальному».

Проект заинтересовал участников рынка и вызвал обсуждения, временами бурные. Различных мнений было много, но в целом, несмотря на жесткую критику отдельных положений проекта, большинство признавало, что по сравнению с теми документами о Центральном депозитарии (далее — ЦД), которые появлялись раньше, сделан большой шаг вперед. Давайте и мы, ориентируясь на доступные тексты, обсудим достоинства и недостатки концепции⁴.

А НЕ НАЗВАТЬ ЛИ КОШКУ КОШКОЙ?

Краткая история вопроса, по имеющимся у автора сведениям, такова. Сначала в руки «общественности» попала первая версия концепции закона «О Центральном депозитарии». Местами она вызвала острое неприятие некоторых участников процесса. Прошла серия обсуждений, в частности организованный ПАРТАД 3 ноября 2004 г. «Круглый стол», собравший немало рыночных активистов⁵. В ходе этих обсуждений был сформулирован целый ряд замечаний, отчасти справедливых, а отчасти, на мой взгляд, не очень⁶. Затем появилась новая редакция концепции, в какой-то мере отразившая реакцию авторов на критику⁷. Из новой редакции были устранены многие «острые углы», в результате чего проект стал гораздо более «проходимым», но отчасти, как мне кажется, утратил внутреннюю стройность. Именно в такой сгла-

женной редакции концепция, по-видимому, была представлена на согласование ведомств⁸.

Мы будем рассматривать не только последнюю редакцию концепции. Интерес представляет еще и динамика. Полезно посмотреть, что было вначале, что оказалось в итоге и какой была критика, инициировавшая эти изменения.

Но сначала о названии закона. В концепции он назван законом «О Центральном депозитарии». Это название производит впечатление неточного. Центральный депозитарий — один из важнейших, но далеко не единственный элемент Учетной системы. Нельзя описывать только ЦД, не определив при этом базовые принципы существования Учетной системы, а также связи и отношения между ее институтами. Да и сами авторы концепции частично затрагивают эти вопросы, когда, например, в п. 1 регламентируют максимальное число уровней номинальных держателей. Впечатление, что, назвав будущий документ законом «О Центральном депозитарии», инициаторы связали себе руки. Есть некоторые очень существенные вопросы Учетной системы, выходящие за рамки ЦД и чрезвычайно важные для судебной практики. В частности, пора окончательно поставить точку в разговорах о легальности безналичных ценных бумаг, более точно определить момент перехода права собственности и многое другое. Не внося в эти вопросы полную ясность, мы создадим себе массу проблем. Можно, конечно, сказать, что не в названии дело, но мне кажется, что имеет смысл расширить область регулирования законопроекта — это дало бы разработчикам закона гораздо более широкие возможности. Этот тезис был единодушно одобрен участниками «Круглого стола», и в протоколе указано, что необходимо «расширить содержание концепции до проекта закона «Об учетной системе рынка ценных бумаг»». Будем надеяться, что авторы концепции прислушаются к этому вполне разумному предложению.

ВЕРНОЙ ДОРОГОЙ ИДЕТЕ, ТОВАРИЩИ!

Теперь перейдем к обсуждению конкретных сюжетов. Мы не будем останав-

ливаться на разд. 2—4 концепции. Они содержат правильные слова, но не это нас сейчас волнует. Сосредоточимся на рассмотрении разд. 1, содержащего перечисление основных функций и характеристик будущего ЦД. Сначала хочется отметить акценты, правильно выставленные авторами в своей концепции. В отличие от документов, которые раньше готовились ФКЦБ, в концепции четко просматривается основная функция ЦД.

В пп. 4—6 новой редакции концепции⁹ сделан абсолютно верный акцент на расчетные функции ЦД. Этот акцент, особенно по сравнению с прошлыми документами, где депозитарий делал что угодно, но только не осуществлял расчеты, не может не радовать. Эффективное осуществление расчетов по сделкам на фондовом рынке — одна из самых главных (если не главная) функций ЦД.

Хотелось бы только большей определенности в части ведения ЦД денежных счетов в качестве кредитной организации и выполнения им функций Центральной клиринговой организации (далее — ЦКГО). В п. 6 концепции равноправно присутствуют два варианта: осуществление денежных расчетов ЦД и осуществление денежных расчетов иной кредитной организацией по поручению ЦД. В принципе возможно и то, и другое. В прошлом, как правило, депозитарий осуществлял денежные расчеты через уполномоченную кредитную организацию. Однако со временем все больше центральных депозитариев приходят к модели «депозитарий — сам кредитная организация». Примеры, которые у всех на слуху, — *Euroclear* и *Clearstream*, ставшие с некоторого момента полноценными банками. Более близкий нам пример — ЦД Казахстана, осуществляющий денежные расчеты начиная с 2005 г. При грамотном выстраивании в ЦД схемы совмещения депозитарной и банковской деятельности расчетные риски не только не увеличиваются, но суммарно снижаются, а гибкость и эффективность оказания услуг значительно возрастает. При этом необходимо продумать вопрос о сопряжении расчетной системы ЦД с расчетной системой Банка России, поскольку эффективность расчетов на фондовом рынке в конечном счете, влияет на конкурентоспособность государства.

⁴ Автор не претендует на общий анализ состояния российского рынка ценных бумаг. Мы будем рассматривать только инфраструктурные проблемы.

⁵ Протокол «Круглого стола» находится по адресу: www.partad.ru/news/news20041104.htm.

⁶ Ряд критических замечаний был высказан в письме НФА в адрес Руководителя ФСФР. См.: www.nfa.ru/nfa2/calendar/20050225_new3 — лента новостей НФА от 25 февраля 2005 г., а также в письме Руководителю ФСФР, подписанном руководителями нескольких крупных брокерских компаний.

⁷ Обе редакции концепции выложены, например, по адресу: www.comitet.ru/law/index.php.

⁸ По имеющимся сведениям концепцию уже согласовали: Банк России, Минфин, Минэкономразвития, а к моменту выхода этого материала, возможно, будут пройдены и другие этапы.

⁹ Автор приносит извинения тем читателям, которые не знакомы с обеими редакциями концепции, за возможные трудности при чтении этого и последующих разделов. Не имея возможности привести здесь эти тексты полностью или даже частично, могу только предложить распечатать тексты из указанного источника. То же относится и к другим цитируемым документам.



Вопрос непростой. Есть интересы разных групп влияния, поэтому авторы концепции, приведя оба варианта, видимо, сочли за благо отложить выбор модели на будущее. Что касается участников «Круглого стола», то они отнесли тезис о возможности выполнения ЦД функций кредитной организации к числу «неоднозначных и заслуживающих дальнейшего серьезного обсуждения». Можно с этим согласиться. Вопрос действительно серьезный, и обсуждать его надо. Но все же настало время определиться, а то наше отставание от Казахстана и дальше будет расти.

Примерно те же слова следует произнести и о клиринговой деятельности ЦД. Авторы концепции немало пишут о том, что организация депозитарием централизованного клиринга, в том числе по внебиржевым сделкам, приведет к значительному снижению издержек и повышению ликвидности российского фондового рынка. Утверждение само по себе не бесспорное и нуждается в тщательном анализе и расчетах. Вообще, рекомендации международных экспертов относительно ЦКО¹⁰ уклончивы. Примерно их можно описать так: «Вообще-то вещь полезная, но однозначных рекомендаций не даем — каждая страна решает этот вопрос самостоятельно с учетом реальности и сложившихся традиций».

Достаточно часто (например, в Южной Корее) вопрос о том, кто должен осуществлять многосторонний клиринг — ЦД или биржа, является предметом нешуточных конфликтов. Поэтому, видимо, нам следует подойти к этому вопросу осторожно и постараться максимально учесть «за» и «против» всех возможных моделей централизации клиринга. Вот только хорошо бы избежать появления «независимой» клиринговой организации. Призывы о «разделении рисков» и создании рядом с мощным капитализированным ЦД независимой мощной капитализированной ЦКО наводят на нехорошие мысли. Нам бы одну организацию как следует капитализировать. А уж две «мощные капитализированные» организации рынку не прокормить. К тому же никому еще не удалось убедительно объяснить, почему от наличия двух организаций риски снижаются.

Позволю себе высказаться по поводу мотивации принятия некоторых решений

необходимостью «разделения рисков». Честно говоря, в большинстве случаев гуманитарные разговоры о рисках, не сопровождающиеся никакими числовыми оценками, кажутся легковесными и спекулятивными. Хотя сама по себе проблема рисков чрезвычайно важна и серьезна.

Но, как бы то ни было, хорошо бы вопрос о ЦКО рано или поздно прояснить. Хотя в качестве варианта можно отложить решение этого вопроса на будущее: нет уверенности, что проблема выстраивания оптимальной схемы централизованного клиринга относится к числу наиболее актуальных сегодня. Наверное, можно и подождать. Участники «Круглого стола» отнесли тему совмещения депозитарной деятельности с клирингом к разряду дискуссионных. Трудно с этим не согласиться. Давайте дискутировать.

Добавим еще, что в статье А. Козлова¹¹ про ведение денежных счетов сказано, что ЦД должен это делать, а про осуществление централизованного клиринга, что может. Пожалуй, такой подход сейчас представляется наиболее взвешенным.

Пункты 7 и 8 концепции особых споров не вызвали и не подвергались сомнениям участниками «Круглого стола». Довольно естественно и соответствует сложившимся в России традициям хранение глобальных сертификатов в ЦД. Присвоение международных кодов *ISIN* выпускам ценных бумаг также ничуть не противоречит идеологии ЦД. Правда, недавно необходимость хранения глобальных сертификатов в ЦД была подвергнута сомнениям в письме НФА, направленном в ФСФР¹². Прямо скажем, вопрос, где хранить глобальные сертификаты, не является определяющим для инфраструктуры рынка ценных бумаг. Однако сложившиеся в России традиции, основанные на международных рекомендациях, требующих от ЦД осуществления иммобилизации и дематериализации ценных бумаг¹³, позволяют критически отнестись к этому замечанию. Решение о хранении глобальных сертификатов в банках привело бы, на мой взгляд, ничего не меняя по существу, к неоправданному усложнению структуры депозитарных связей.

Необходимость осуществления ЦД расчетов по сделкам, заключенным на организованных рынках, никем не подвергается сомнению. В то же время в некоторых дискуссиях возникали опасения, что рас-

четы внебиржевых сделок также необходимо будет проводить через ЦД. Эта озабоченность нашла отражение в вышеупомянутом письме НФА. На мой взгляд, эти страхи полностью лишены оснований. Любой депозитарий может проводить депозитарные переводы по открытым у него счетам депо (это право депозитариев, к счастью, нигде и никем не оспаривается), а расчет внебиржевых сделок происходит именно так. Таким образом, опасения силового перевода расчетов внебиржевых сделок в ЦД представляются надуманными. Ни одно из положений концепции не дает оснований считать, что эта угроза реально существует.

В целом пп. 4–8 не подвергались излишне суровой критике и не претерпели существенных изменений в новой редакции концепции. Были удалены некоторые подробности, что сделало текст не столь определенным, но зато менее уязвимым.

В целом, мне кажется, что эту часть концепции следует оценить положительно. Что надо улучшить — всегда найдется, но нельзя не отметить, что написанное — важный шаг в правильном направлении.

3. А ВОТ ТУТ-ТО МЫ С ВАМИ, БАТЕНЬКА, И ПОСПОРИМ...

Пункты 1–3 концепции закона вызвали гораздо больше разногласий. Начнем с п. 1. Во второй редакции он состоит из трех самостоятельных абзацев.

Пункт 1, абзац 1

Рассмотрим сначала первый абзац. Нет сомнений, что ЦД должен осуществлять депозитарную деятельность: вести междепозитарные счета и быть номинальным держателем в реестрах¹⁴. Без этого депозитарная деятельность невозможна. Поэтому абз. 1 ни у кого возражений не вызывает. Дальше интересней. В первой редакции концепции было дополнительно указано, что «законом должно быть предусмотрено, что все иные депозитарии не вправе открывать лицевые счета номинальных держателей в реестрах владельцев ценных бумаг». Видимо, под давлением критики некоторых участников рынка¹⁵ эта норма из второй редакции концепции исчезла. А жаль. Понятно, что вопрос непростой и затрагивает интересы многих: регистраторов, трансфер-агентов, российских кастодиа-

¹⁰ Например, в последнем докладе Группы 30 «*Global Clearing and Settlement. A Plan of Action*». Washington DC. 2003.

¹¹ Козлов А. Создание Центрального депозитария в России — это возможно? // Депозитарий. 2005. № 1.

¹² Лента новостей НФА — 25 февраля 2005 г., www.nfa.ru/nfa2/calendar/20050225_new3.

¹³ См., например, классический доклад Группы 30 «*Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*», гл. 3. 1989.

¹⁴ Кажется, что по-другому и быть не может, но в старых документах про «Центральный депозитарий — Центральный фонд хранения информации», увы, это было не так. Комментарии излишни.

¹⁵ Участники «Круглого стола» не отвергли эту норму, но сочли ее «дискуссионной».



нов, брокеров¹⁶, «дочек» глобальных кастодианов. Понятно, что действовать надо аккуратно и следует учесть интересы всех заинтересованных сторон. Но проводить такую норму в жизнь в том или ином варианте, мне кажется, необходимо. Без нее слова о том, что наш депозитарий «центральный» во многом станут фикцией: как хранили бумаги своих клиентов у регистраторов (особенно иностранцы), так и будут хранить. Причины понятны, и грамотному человеку объяснять их не нужно. Это, на мой взгляд, тот самый случай, когда необходимы элементы «государственного насилия» с соблюдением всех мер предосторожности и с поиском баланса интересов сторон.

Аргументы, которые обычно приводятся против единственности ЦД, как номинального держателя в реестрах, критики, на мой взгляд, не выдерживает. Любому непредвзятому человеку ясно, что риски при такой схеме не увеличиваются, а уменьшаются. Любому кастодиану проще и надежнее иметь дело с одним ЦД, чем с десятком регистраторов. А ЦД выстроить отношения с регистраторами, безусловно, удастся лучше и надежнее, чем каждому из депозитариев по отдельности.

Что касается скорости и эффективности выполнения операций тут вообще говорить не о чем. Конечно, через ЦД быстрее. А тезис о том, что издержки участников увеличатся, критики не выдерживает. Начнем с того, что стоимость проведения операций у регистраторов весьма велика. А что касается платы за хранение ЦД, то никто не мешает участникам рынка настаивать на том, чтобы плата за хранение в ЦД не «спекулятивных», а «инвестиционных» пакетов не взималась или была бы чрезвычайно малой. Так что все эти проблемы кажутся надуманными. Другое дело, что такое серьезное изменение Учетной системы приведет к общему снижению расходов инвесторов и эмитентов (а разве мы не к этому стремимся?!) и перераспределению доходов между участниками рынка. Надо обязательно постараться учесть все интересы, но совсем никого не тронуть не удастся. Если не трогать вообще никого, то и сделать ничего нельзя. Так что будем надеяться, что эта норма исчезла временно и в каком-то виде вернется в законопроект.

Пункт 1, абзац 2

Абзац 2 п. 1 вызывает большие споры. В нем число уровней российских номинальных держателей ограничивается

тремя. Во второй редакции концепции об этом сказано кратко. В первой же редакции довольно подробно разъясняется, что *первый уровень* — это сам Центральный депозитарий, *второй уровень* — «крупные» депозитарии, имеющие между депозитарные счета в ЦД, и, наконец, *третий уровень* — депозитарии, которые «не дотягивают» до открытия между депозитарных счетов в ЦД и открывают их в депозитариях второго уровня. Депозитарии третьего уровня не имеют права открывать между депозитарные счета никому. Все остальные корреспондентские отношения, кроме вертикальных, запрещены.

Нет сомнений, что с печально знаменитой «депозитарной матрешкой» надо кончать и соответственно уровень вложенности номинальных держателей должен быть ограничен. Ясно, что больше трех уровней иметь незачем. А вот что лучше: три или два — это вопрос. Трехуровневая система внутренне непротиворечива, осмысленна и имеет право на существование. Тем не менее, не очевидно, что все должно быть устроено именно так, а не иначе. Начнем с того, что в мировой практике классической Учетной системой является именно двухуровневая: первый уровень — ЦД, второй уровень — все остальные депозитарии, которые открывают у него корреспондентские счета. Почему бы России не ограничиться двумя уровнями, а не идти в очередной раз «своим путем»? Сразу возникает мысль, что Россия слишком большая, коммуникации в ней плохие, а ЦД не захочет и не сможет работать с множеством мелких клиентов. Для них же открытие и поддержание счета в ЦД будет накладно и неудобно. Отсюда и возникают три уровня. Еще один аргумент состоит в том, что трехуровневая структура поможет сохранить клиентов «региональным депозитариям».

Есть у трехуровневой системы существенный недостаток. Непонятно, по какому критерию разделять депозитарии на «чистых» и «нечистых», т. е. кого относить ко второму уровню, а кого к третьему. Конечно, можно пытаться придумывать разные варианты, но в каждом из них будет элемент волюнтаризма. В процессе обсуждения еще ходил слух, что всех планируют «загнать» на третий уровень, на втором будут нынешние расчетные депозитарии, а ЦД займет первый уровень, обслуживая счета нескольких расчетных депозитариев и получая паразитический доход. Ничто в обоих вариантах концеп-

ций, слава Богу, не соответствует этому ужасу, но слухи были довольно упорными, хотя, видимо, и беспочвенными.

Давайте посмотрим, может быть, аргументы против двухуровневой системы не столь уж и серьезны? Конечно, Россия страна большая, в ней 11 часовых поясов и с дорогами проблемы. Однако Интернет и возможность электронного обмена легитимными документами, которой пользуются почти 100% клиентов расчетных депозитариев, делают проблему доступа в ЦД для всех организаций, ведущих депозитарную деятельность, не столь острой. Да и цена доступа теперь уже не такая большая. Сможет ли ЦД обслужить всех клиентов — тоже не вопрос. Теперешние расчетные депозитарии имеют сотни клиентов каждый. Всего организаций, имеющих депозитарную лицензию, меньше тысячи, и их число не будет существенно увеличиваться. Так что всех их ЦД обслужить сможет. Что же касается тарифов, то, думаю в наших силах сделать так, чтобы тарифы ЦД давали бы возможность небольшим депозитариям выжить.

А вот региональные депозитарии (их в России не очень много, но они есть) в случае принятия двухуровневой системы действительно ожидают определенные проблемы. Частично их клиенты должны будут перейти на обслуживание в ЦД. Надо будет думать, каким образом решать эти проблемы и как должны позиционировать себя региональные депозитарии в будущем.

Таким образом, возражения против использования в России стандартной двухуровневой депозитарной системы при ближайшем рассмотрении оказываются несостоятельными. Похоже, что и здесь нам не нужно идти своим путем¹⁷. Адаптация в России классической двухуровневой модели сделает нашу Учетную систему простой и понятной для инвесторов. Исчезнет масса проблем. Другое дело, что переходить к ней от текущего состояния нужно аккуратно, учитывая особенности между депозитарных связей по некоторым видам бумаг¹⁸. А российским кастодианам нужно будет свыкнуться с мыслью, что другие депозитарии — не их клиенты. Их клиенты — конечные инвесторы. Мысль непростая, но, кажется, справедливая.

Признаться, до недавнего времени автор был сторонником трехуровневой системы. Однако, кажется, что те аргументы, которые можно было высказать в ее пользу, устарели. А значит, пришла по-

¹⁶ В письме крупнейших брокеров этот тезис был поддержан.

¹⁷ В решениях «круглого стола» справедливо указано, что вызывает вопросы «необходимость и возможность деления депозитариев по уровням».

¹⁸ Например, по ОВГВЗ и ОГВЗ 1999 г.



ра менять модель. Похоже, что игра стоит свеч.

Пункт 1, абзац 3

Здесь в концепции рассматривается большой для нашей Учетной системы вопрос о корреспондентских (междепозитарных) счетах иностранных депозитариев. Проблема эта старая, «затертая», но до сих пор мешает нормально развиваться нашей Учетной системе. До сих пор нельзя (по мнению регуляторов) открывать корреспондентские счета иностранным депозитариям, потому что они не имеют российской депозитарной лицензии. Даже ЦД стран СНГ не могут открыть междепозитарный счет в России, что осложняет инвесторам из ближнего зарубежья покупку российских ценных бумаг¹⁹. Есть в этом какое-то странное упорство, но воз уже много лет не сдвигается с места, несмотря на многочисленные обращения к регуляторам и даже официальные письма из соседних стран. Конечно, по существу, дело не в российской лицензии. Ее в принципе не может и не должно быть ни у иностранных ЦД, ни у глобальных кастодианов, ни у кого, кто работает за пределами Российской Федерации. Вопрос в том, как отличить депозитарий (кастодиана) от кого-либо еще, и отчасти связанные с этим проблемы сбора списка владельцев именных ценных бумаг. Проблему эту нужно и можно решать, но, даже не приступая к ее решению, легко обозначить случаи, когда претендующие субъекты сомнений не вызывают. Ими могут являться:

- центральные депозитарии иностранных государств (все ясно);
- международные депозитарно-клиринговые системы (чуть сложнее, но их так мало, что перечислить всех труда не составит);
- глобальные кастодианы (немного трудней, но сформировать легитимный список, который устроил бы всех, можно за месяц).

Остальные депозитарии могли бы некоторое время подождать до создания непротиворечивого критерия ведения депозитарной (кастодиальной) деятельности иностранными учетными институтами.

Можно только порадоваться, что в концепции сделан первый, пусть и осторожный шаг в нужном направлении. Правда, шаг слишком осторожный. В концепции указано, что для «зарубежных центральных депозитариев должно быть предусмотрено, что они могут открывать

счета *дело только в центральном депозитарии*». Конечно, хорошо, но мало. Непонятно, распространяется ли эта норма на *Euroclear, Clearstream* и на глобальных кастодианов. Можно ли им открывать корреспондентские счета в России, а если можно, то только ли в Центральном депозитарии? Эти вопросы должны быть прояснены в концепции закона. В первой редакции концепции проблема было описана более определенно. Предполагалось, что не только иностранные ЦД, но также международные депозитарно-клиринговые системы и глобальные кастодианы получают право на открытие корреспондентских счетов в России, правда, только в российском ЦД. По поводу глобальных кастодианов, не отвергая полностью эту идею, участники «Круглого стола» высказали определенные сомнения и пожелание глубже проработать этот вопрос, но предоставление такого права международным депозитариям единодушно сочли бесспорным. Однако и глобальные кастодианы, и международные депозитарии из второй редакции концепции исчезли. А жаль! В открытии корреспондентских счетов иностранным депозитариям нет ничего ужасного. Более того, эти вопросы надо решать немедленно, не дожидаясь завершения длительного законодательного процесса. Во всех соседних странах с относительно развитыми фондовыми рынками эта проблема в том или ином виде уже решена положительно. Только мы все еще чего-то боимся или не считаем вопрос важным, хотя на самом деле он не терпит дальнейшего отлагательства.

Надо еще подумать о том, следует ли ограничивать разрешение иностранным депозитариям открывать счета только в Центральном депозитарии. По крайней мере, для глобальных кастодианов — это не лучший вариант. Те из них, кто имеет в России своих «дочек», безусловно, предпочли бы открывать корреспондентские счета у них.

Еще один болезненный вопрос не получил отражения в концепции: ничего не сказано про проблему учета акций, депонированных под выпуск депозитарных расписок. А это один из вопросов, вызывающих серьезные споры и разногласия. Понятно, что решить его не очень просто, но начинать когда-нибудь надо.

Приходится сказать, что в решении проблемы счетов иностранных депозитариев авторы концепции проявили излишнюю осторожность. Хотелось бы пожелать

при дальнейшей работе над законопроектом участникам этого процесса большей последовательности и смелости в решении «проблемы иностранных депозитариев», а ФСФР — осознания важности этой задачи и большей оперативности в решении простых вопросов, откровенно тормозящих развитие российской Учетной системы.

Пункт 1, отсутствующий абзац 4

В первой редакции концепции в п. 1 был еще один интересный абзац, в котором указано, что «*центральный депозитарий будет осуществлять учет прав и хранение ценных бумаг, находящихся в государственной и муниципальной собственности*»²⁰. Из второй редакции концепции эта мысль исчезла. Конечно, такая проблема есть. Известно, что учет ценных бумаг, находящихся в государственной или муниципальной собственности, деликатно выражаясь, нуждается в некотором улучшении. Но должен ли это делать ЦД — вопрос дискуссионный. Конечно, хорошо было бы ЦД получить «государственный заказ», закрепленный в законе. Но пока никто не доказал, что это оптимальный способ решения проблемы. Может ли это сделать ЦД? Конечно, может. Но возможны и другие, вполне разумные варианты. В общем решать это государству, и совсем не обязательно закреплять его решение в законе. Так что отсутствие этого абзаца во второй редакции концепции можно только приветствовать.

Пункт 2

Предоставление права ЦД на ведение реестров владельцев именных ценных бумаг нуждается в более аккуратной проработке. Действительно, во многих странах (из наших соседей, например, в Швеции, Казахстане и др.) ЦД ведут реестры акционеров. Нет никаких технологических причин, которые не позволяли бы ЦД осуществлять эту деятельность. Но прямо перенести «шведскую модель» в Россию не получится. Если ЦД выступает как коммерческий конкурент регистраторов, то это опасно, особенно учитывая те преимущества, которые есть у ЦД. Если он может вести реестры в строго ограниченном перечне случаев, тогда надо прояснить, что это за случаи. Если решено всех регистраторов закрыть, а их функции передать ЦД, то это неправильно, так как уже сейчас ясно, что ос-

¹⁹ В необходимых инвесторам случаях эта проблема решается методом «помещения головы в песок». Вместо корреспондентского счета, который открывать нельзя, иностранному депозитарию открывают счет владельца. Регулятор не возражает, а значит, пока всем хорошо.

²⁰ Видимо, эту мысль можно было трактовать, как наследство более ранних документов, написанных про Центральный депозитарий — Центральный фонд хранения информации.



новой бизнес регистратора — это не ведение счетов, а оказание услуг эмитентам. А эмитентов в России столько, что один ЦД с этим не справится. В общем здесь обязательно надо «семь раз отмерить». Реакция участников рынка (особенно регистраторов) на это предложение, естественно, весьма настроенная, что, в частности, нашло отражение и в материалах «Круглого стола». Интересно, что в первой редакции концепции столь явно право ЦД вести реестры обозначено не было. Пожалуй, было бы опрометчиво резко отказываться от этой идеи. Но необходимы ее всестороннее обсуждение и, если она не будет отвергнута, гораздо более точные формулировки.

Во второй редакции концепции п. 2 стал намного короче. Из него полностью исчезло все, связанное с «резервным хранением информации из реестров», которое было чуть ли не единственной функцией Центрального депозитария — Центра хранения информации в старых документах, посвященных ЦД. Также удалены все упоминания «проблемы двойных реестров». Наверное, это правильно. Функция хранения резервных копий лицевых счетов регистраторов²¹ странная и нормальному ЦД не свойственна, хотя, конечно, при желании, подкрепленном материально, можно сделать почти все заказанное. Только не очень понятно, зачем. Споры нет, резервное копирование информации надо делать, но при чем тут ЦД?! Наверное, наиболее рациональный способ — это принять официальные требования к процедурам резервного копирования и контролировать их исполнение. Примерно такая мысль весьма определена была высказана участниками «Круглого стола». Во всяком случае можно радоваться, что «тяжелое наследие прошлого» в виде резервного копирования не отягощает последнюю редакцию концепции.

Что касается проблемы двойных реестров, то она, безусловно, является важной и требующей внимания. Но вряд ли ЦД может здесь сильно помочь. Конечно, если ЦД будет вести реестры акционеров и ему передадут реестры крупнейших акционерных обществ, то для этих обществ проблема двойных реестров будет в известной мере решена. Но к остальным реестрам ЦД все равно не будет иметь прямого отношения. К тому же проблема двойных реестров — это далеко не проблема Учетной системы. Борьба в этих случаях идет за финансо-

вые потоки, на порядок превосходящие стоимость всех российских регистраторов и депозитариев, вместе взятых. ЦД может не более чем смягчить эту проблему. Простого решения у нее нет, и искать его надо совсем в другой области. Так что исчезновение из концепции упоминания о двойных реестрах можно расценить как добрый знак — усилия участников рынка не пропали даром.

Пункт 3

В этом пункте концепции говорится о том, что «на центральный депозитарий должно быть возложено временное ведение реестров владельцев именных ценных бумаг в случае прекращения деятельности регистраторов». Этот пункт полностью сохранился в новой редакции концепции. Мысль сама по себе интересная, хотя и не бесспорная. В принципе возможно даже ее расширение вплоть до исполнения ЦД функций так называемого «резервного депозитария», который берет на себя, кроме обозначенной обязанности, еще и временное ведение на основании закона счетов депо клиентов депозитариев, прекративших свою деятельность²².

Но это все не так просто и нуждается в аккуратном осмыслении и оформлении. А пока создается впечатление, что эта функция ЦД повисает в воздухе. И в самом деле. Понятие резервного хранения информации регистраторов из концепции исключено. В этом же пункте ссылка на хранение «резервных копий реестров» осталась. Конечно, можно отнести это к техническим дефектам текста (не успели почистить), но, по существу, здесь проявляется скрытое противоречие: временное выполнение ЦД функций регистратора было основано именно на резервном хранении реестров, которое отовсюду исключено. Этот пункт, безусловно, нуждается в уточнении и обдумывании «по существу».

ДОБАВИТЬ БЫ НАДО, ХОЗЯИН

Нельзя сильно ругать авторов документов за то, что они что-то упустили. Важные вещи все равно вспомнятся и напишутся — лишь бы основа была правильной. Но кое-чего в концепции явно не хватает и следует это упомянуть. Мы не будем обсуждать, что нужно было бы включить в концепцию, чтобы она стала основой закона «Об Учетной системе рынка ценных бумаг». Ограничимся толь-

ко несколькими пожеланиями к концепции закона «О центральном депозитарии».

Не хватает в концепции слов о том, что ЦД должен обслуживать максимально возможное число видов и выпусков российских ценных бумаг. Сам по себе этот тезис кажется очевидным и приведен во всех рекомендациях международных экспертов. Но хорошо бы, чтобы эта фраза в том или ином виде попала в итоговый документ. Ее отсутствие может порождать неуместные сомнения.

Думаю, что беспокойство кастодианов было бы до некоторой степени сглажено словами о том, что клиентами ЦД являются, как правило, другие депозитарии, а не конечные инвесторы. Сама по себе такая фраза юридического значения не имеет, но, тем не менее, ее наличие могло бы сыграть положительную роль.

Участники «Круглого стола» предлагают «возложить на Центральный (расчетный) депозитарий обязанность распространения информации о корпоративных действиях и событиях, полученной от эмитентов ценных бумаг и уполномоченных ими лиц». То есть, иными словами, речь идет о ведении официальной базы данных рынка ценных бумаг. Трудно не согласиться с этим предложением. Представляется, что такую функцию ЦД было бы целесообразно включить в концепцию.

Также представляется резонным предложение участников «Круглого стола» «отразить в концепции необходимость построения системы электронного документооборота между участниками рынка, включая обеспечение электронного доступа в реестры, при условии использования электронно-цифровой подписи». Видимо, эта формулировка нуждается в уточнении. На мой взгляд, следовало бы более четко указать место ЦД в системе организации электронного документооборота. Но существа дела это не меняет: необходимость организации на рынке ценных бумаг электронного документооборота и роль ЦД в этом процессе обязательно должна быть отражена в концепции.

Также участники «Круглого стола» считают «необходимым указать в Концепции, что Центральный (расчетный) депозитарий следует создавать на базе существующих рыночных структур». Сама по себе эта мысль абсолютно справедлива. Следует только решить, надо ли ее включать в концепцию закона или это характеристика реального процесса.

²¹ А почему тогда не депозитариев?

²² Особенно актуальной такая функция была после дефолта в 1998 г.



Вопрос о том, должны ли в концепции быть обозначены «механизмы обеспечения участия пользователей услуг Центрального (расчетного) депозитария в управлении им» воспринимается участниками «Круглого стола» неоднозначно и, по их мнению, подлежит дальнейшему обсуждению.

Мы попытались вкратце перечислить бросающиеся в глаза пробелы концепции закона «О центральном депозитарии». Наверное, этот перечень не исчерпывающий. Но хотелось бы верить, что обсуждение пока еще не закрыто.

А КАК ВООБЩЕ ДЕЛА?

В формате журнальной статьи, пусть даже длинной, трудно досконально рассмотреть все нюансы обсуждаемых вопросов. Поневоле приходится обходиться скорее упоминанием проблем, чем их тщательным и всесторонним обсуждением. Такова специфика жанра.

Кроме того, за рамками настоящей статьи остался реальный мир с его группами влияния и корпоративными интересами. Ведь даже если идеальнейший закон «Об Учетной системе рынка ценных бумаг» по взмаху волшебной палочки появится перед нами завтра, то переходный период все равно будет далеко не простым.

Кроме того, вот уже много лет в нешироком сообществе рынка ценных бумаг наблюдается острое неприятие каких бы то ни было изменений независимо от степени их продуманности и полезности. Банальностью стала цитата из Макиавелли: *«Нет ничего труднее, опаснее и неопределеннее, чем руководить введением нового порядка вещей, потому что у каждого нововведения есть ярые враги, которым хорошо жилось по-старому, и вялые сторонники, которые не уверены, смогут ли они жить по-новому»*. И это давно не только красивая фраза. Она стала нормой нашей жизни. Понять участников рынка можно. Каждый из них, лучше ли, хуже ли, но обустроил свой огородик и рассчитывает, по крайней мере несколько лет, прожить на нем без особых хлопот. Любые же изменения, пусть даже самые разумные²³, так или иначе, эту идиллию разрушают. Большинство, конечно, понимает, что в таком виде оставлять Учетную систему нельзя, что через какое-то время «придет лесник и выгонит всех из леса». Но ведь все это будет «когда-нибудь потом».

А сегодня, завтра и через месяц моей благоустроенной жизни ничего не угрожает! И вообще, почему я?! Делайте что-нибудь, только чтобы меня это не заделало! Самый яркий образ нарисовал один из уважаемых членов рыночного сообщества²⁴: «Каждый на своих шести сотках вырыл окопы в полный рост, вооружился до зубов. И при обнаружении в пределах видимости малейшего движения расценивает его как посягательство на свое благополучие и немедленно открывает по инициаторам огонь на поражение изо всех видов оружия». Картина апокалиптическая, но, увы, полностью соответствующая действительности. Свидетельств тому за последние годы было немало. Остается только подать заявление на прием в партию государственных из статьи С. Томляновича²⁵, в которой проводится мысль, что наши участники рынка настолько недоговороспособны, что остается надеяться только на государство, каким бы оно ни было.

Одним из проявлений эффекта отторжения любых перемен стал обычай ругать все документы, подготовленные регулирующими органами. Нельзя не признать, что для этого есть все основания. Невозможно без ужаса вспоминать 20-е Постановление ФКЦБ про депозитарную деятельность, принятое в 1996 г. и отмененное в 1997-м. Только в ночном кошмаре могут явиться документы 1997–1998 гг., относящиеся к ЦД. Да мало ли. Однако каждый обычай иногда дает сбои. Ругать начинают все и сразу. А обсуждаемая концепция, на мой взгляд, не заслуживает этого. Осмелюсь утверждать, что она в основном разумна и после доработки может послужить хорошей основой для будущего закона. При этом, как мы видели, далеко не все в концепции хорошо, что-то неверно, что-то спорно, что-то нуждается в более тщательной проработке, что-то требует гораздо более аккуратного осмысления механизмов реализации. Но в целом нельзя не признать, что сделан большой шаг вперед по сравнению с тем, что было написано регуляторами раньше. Несколько мероприятий, прошедших осенью прошлого года, укрепили автора в этой оценке. По итогам серьезного обсуждения большинство приходило к тому, что в целом документ не так уж плох.

Так что стоило бы, несмотря на все перечисленные недостатки и пробелы, в порядке исключения оставить в живых авторов концепции. Основное направление выбрано ими правильно, и в до-

кументе есть, что серьезно обсуждать. Давайте будем объективными: сделан серьезный шаг вперед.

Остается только пометить о том, что и дальше процесс пойдет не «как всегда». После согласования с ведомствами из слона не получится Чебурашка, и после широких обсуждений, консультаций и доработки будет подготовлен документ, являющийся добротным основанием для будущего закона. Закон же, в свою очередь, появится быстро и станет грамотной реализацией глубоко продуманной концепции. А потом, вопреки устоявшемуся отторжению любых перемен, мы все общими усилиями быстро и разумно построим Центральный депозитарий!

Поверить в это трудно, но запретить надеяться никто не может. ■

²³ А часто ли мы такие видели?

²⁴ Надеюсь, он простит автору несанкционированное цитирование.

²⁵ Томлянович С. О национальной финансовой инфраструктуре, или Центральный депозитарий возвращается // РЦБ. 2004. № 21.



Владимир Лагунов

НДЦ,

начальник Управления корпоративных
действий и взаимодействия с эмитентами
и регистраторами, канд. экон. наук

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ И ЭМИТЕНТЫ ЦЕННЫХ БУМАГ: ДОГОВОРНЫЕ ОТНОШЕНИЯ, НОМИНАЛЬНОЕ ДЕРЖАНИЕ И КОЛИЧЕСТВО УРОВНЕЙ НОМИНАЛЬНОГО ДЕРЖАНИЯ

Проблемы и перспективы развития фондового рынка всегда сопряжены с проблемами и направлениями совершенствования учетной системы. Сегодня на законодательном уровне решается вопрос о создании в России Центрального депозитария. На сайте общественной организации «Комитет участников рынка ценных бумаг» в сети Интернет (по адресу <http://www.comitet.ru/law/index.php>) 19 ноября 2004 г. была размещена Концепция Федерального закона «О центральном депозитарии» (далее — Концепция). Согласно данной Концепции основной идеей законопроекта должно стать обеспечение снижения рисков и издержек по операциям на российском рынке ценных бумаг за счет унификации, ускорения и упрощения расчетов на базе центрального учетного института — Центрального депозитария (ЦД).

В частности, по мнению авторов Концепции законопроекта, в законе должен

быть закреплен ряд функций Центрального депозитария:

- ЦД будет иметь право осуществлять депозитарную деятельность, т. е. открывать и вести междепозитарные счета депо для учета прав на ценные бумаги. Для этого ЦД будет фиксироваться в реестрах в качестве номинального держателя по тем ценным бумагам, права на которые он будет учитывать; одновременно законом должно быть ограничено число уровней номинальных держателей — до 3, включая ЦД;

- ЦД будет единственным депозитарием, в котором будут открывать счета депо такие иностранные институты, как зарубежные центральные депозитарии;

- ЦД будет наделен правом вести реестры владельцев именных ценных бумаг наравне с иными регистраторами по общим правилам, установленным для ведения реестров;

- на ЦД должно быть возложено временное ведение реестров владельцев

именных ценных бумаг в случае прекращения деятельности регистраторов до момента заключения эмитентом договора с другим регистратором;

- ЦД будет вправе осуществлять денежные расчеты, в том числе и по исполнению обязательств по ценным бумагам (погашение облигаций, выплата дивидендов и т. п.). Предусматривается, что денежные расчеты по сделкам с ценными бумагами могут также осуществляться иной кредитной организацией по поручению Центрального депозитария. Согласно Концепции законопроекта концентрация расчетов денежными средствами в ЦД или по его поручению в одной из кредитных организаций в сочетании с функцией ЦД по осуществлению расчетов ценными бумагами позволит обеспечить режим «поставки против платежа»;

- предполагается закрепить в законе обязательность передачи в ЦД глобаль-



ных сертификатов ценных бумаг с обязательным централизованным хранением.

Результатом принятия закона «О центральном депозитарии» должно стать создание и функционирование Центрального депозитария, что позволит снизить риски на российском рынке ценных бумаг (в том числе риск утраты собственности на ценные бумаги, риск неисполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами); ускорить сроки расчетов по операциям с ценными бумагами; облегчить раскрытие информации о составе владельцев ценных бумаг и возможности проведения корпоративных действий. В свою очередь это приведет к обеспечению защиты прав собственности на ценные бумаги, повышению ликвидности российского фондового рынка и активизации первичного размещения ценных бумаг российскими эмитентами.

При рассмотрении текста Концепции складывается впечатление, что ее авторы сконцентрировали свое внимание только на одном виде ценных бумаг — акциях, а также бегло — на облигациях с обязательным централизованным хранением, заложенным в Концепцию норму о том, что «*предполагается закрепить обязательность передачи глобальных сертификатов ценных бумаг с обязательным централизованным хранением в центральный депозитарий*». Поэтому Концепция закона воспринимается прежде всего как Концепция закона «О центральном депозитарии» на рынке акций и, может быть, частично на рынке облигаций. Так, норма об ограничении числа уровней номинальных держателей до 3 (включая Центральный депозитарий) может быть актуальна для рынка акций и частично для рынка некоторых выпусков облигаций. Необходимо отметить, что для некоторых ценных бумаг законодательно установлены ограничения по уровню номинальных держателей, в частности для ряда федеральных государственных облигаций, инвестиционных паев и ипотечных сертификатов участия. Таким образом, при разработке закона «О Центральном депозитарии» необходимо внимательно проанализировать по разным видам ценных бумаг требования к учетной системе и установленные по ним ограничения на количество уровней номинального держания.

УСЛОВИЯ ОБРАЩЕНИЯ И УЧЕТА РАЗНЫХ ВИДОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Условия обращения выпускаемых в России ценных бумаг по-разному определяют требования к учетной системе, порядок взаимодействия между эмитентами

и участниками учетной системы, в том числе и депозитариями.

Кратко остановимся на механизме учета разных видов ценных бумаг. Рассмотрим, в каких случаях и какие договоры заключают с эмитентами депозитарии (и, вероятно, должен будет заключать ЦД), по каким ценным бумагам есть ограничения по количеству уровней номинального держания и каковы эти ограничения. Возможно, это позволит унифицировать требования и ограничения в процессе подготовки закона «О Центральном депозитарии». Необходимо понимать, в каких случаях существующие нормы российского законодательства по ценным бумагам требуют усложнения схем проведения первичного размещения ценных бумаг на биржах, для того чтобы в законе «О Центральном депозитарии» попытаться эти сложности снять.

1. Эмиссионные именные ценные бумаги корпоративных эмитентов, к которым относятся акции и именные облигации корпоративных эмитентов, выпуск которых регистрируется ФСФР, а также кредитных организаций, регистрация выпуска ценных бумаг которых осуществляется Банком России.

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон № 39-ФЗ) и принятые в соответствии с ним Постановления ФКЦБ России от 2 октября 1997 г. № 27 «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» (далее — Постановление ФКЦБ № 27) и от 16 октября 1997 г. № 36 «Об утверждении Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации» (далее — Постановление ФКЦБ № 36) определяют порядок учета прав и иерархию учетной системы по этим ценным бумагам:

- специализированный регистратор осуществляет **по договору с эмитентом** ведение реестра владельцев именных ценных бумаг эмитента (держателем реестра может быть и сам эмитент в случае, если число владельцев его именных ценных бумаг не превышает 50), но при этом **эмитент обязан поручить ведение реестра по всем своим именованным ценным бумагам одному регистратору. Эмитент, заключивший договор с регистратором, не освобождается от ответственности за ведение реестра;**

- в реестре владельцев именных ценных бумаг депозитарию, осуществляющему в пользу своих клиентов по договорам с ними учет прав на именные эмиссионные ценные бумаги эмитента, открывается счет номинального держателя, и при этом открытие лицевого счета номинального держателя в реестре не требует обя-

зательного заключения договора между депозитарием и регистратором или эмитентом.

Действующим в настоящий момент законодательством по ценным бумагам на рынке акций и именных облигаций корпоративных эмитентов не устанавливается ограничений на количество уровней номинального держания.

Взаимодействие депозитария, которому в реестре открыт счет номинального держателя, с эмитентом, как правило, осуществляется через регистратора. Однако в отдельных случаях возможно и непосредственное взаимодействие между эмитентом и депозитарием, например когда эмитент не передает регистратору функции платежного агента и самостоятельно на основании переданного ему регистратором списка владельцев именных ценных бумаг, составленного на определенную дату, взаимодействует с депозитарием по перечислению на его счет дивидендов, начисленных акционерам — клиентам депозитария. И в этом случае взаимодействие между эмитентом и депозитарием не требует заключения договора, а осуществляется в рамках норм, установленных законодательством Российской Федерации.

Введение норм, согласно которым Центральный депозитарий наделяется функцией по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг, в том числе в случае прекращения деятельности регистраторов до момента заключения эмитентом договора с другим регистратором, а также функцией по хранению резервных копий реестров, потребует заключения Центральным депозитарием соответствующих договоров с эмитентами, поскольку возмещение расходов по выполнению указанных функций должно осуществляться за счет эмитента:

- на ведение реестров владельцев именных ценных бумаг;

- на исполнение функций «по хранению резервных копий реестров». Пока нет ясности, с какими эмитентами придется заключать такие договоры: со всеми эмитентами в Российской Федерации или будут введены какие-то ограничения, например договоры будут заключаться только с теми эмитентами, чьи именные ценные бумаги обращаются на биржах (но сюда попадут не только эмитенты акций и именных облигаций, но, возможно, и организации, имеющие право на выдачу ипотечных сертификатов участия и лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также



управляющие компании паевых инвестиционных фондов, инвестиционные паи которых обращаются на биржах).

Кроме того, возмещение затрат на исполнение функции «по хранению резервных копий реестров» возможно по требованию заключения договоров эмитентами с ЦД, которые будут включать возможность временного ведения им реестра до заключения эмитентом договора с новым специализированным регистратором.

Также необходимо отметить, что при биржевом размещении именных ценных бумаг корпоративных эмитентов для обеспечения выполнения требования ст. 2 Закона № 39-ФЗ, в соответствии с которой «размещением эмиссионных ценных бумаг является отчуждение эмиссионных ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок», приходится использовать усложненную схему. Рассмотрим названную схему на примере взаимодействия между Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» (далее — НДЦ) и ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (далее — ММВБ) в 1998 — 2004 гг. и между НДЦ и ЗАО «Фондовая Биржа ММВБ» (далее — ФБ ММВБ), к которой с 11 января 2005 г. перешли указанные ниже функции ММВБ:

1. ФБ ММВБ передает НДЦ полученные от эмитента/андеррайтера копии решения о выпуске и проспекта эмиссии.

2. НДЦ открывает (при необходимости) у регистратора эмитента лицевой счет номинального держателя, принимает на обслуживание размещаемый выпуск акций.

3. НДЦ открывает на технологическом счете депо «Ценные бумаги до выяснения» необходимый торговый раздел и в соответствии с существующим порядком передает его реквизиты на ФБ ММВБ для открытия соответствующей торговой позиции депо.

4. Для проведения специальной сессии по размещению ценных бумаг ФБ ММВБ в своей торговой системе устанавливает значение торговой позиции депо андеррайтера, равное количеству ценных бумаг, размещаемых через ФБ ММВБ, определенное либо специальным документом (возможно, совместным ФБ ММВБ и эмитента), либо решением о выпуске/проспекте эмиссии.

5. Андеррайтер осуществляет размещение ценных бумаг (подписку) в ходе специальной торговой сессии ФБ ММВБ в соответствии с установленным ФБ ММВБ порядком, описанным в решении о выпуске/проспекте эмиссии.

6. ФБ ММВБ предоставляет эмитенту или его андеррайтеру итоговый протокол

специальной торговой сессии, содержащий информацию как о суммарном количестве размещенных акций, так и по каждой сделке, совершенной в ходе размещения.

7. ФБ ММВБ передает в НДЦ отдельный файл сводного поручения депо, содержащий результаты размещения, где дебетуемое количество акций торговой позиции депо андеррайтера соответствует размещенному в ходе данной торговой сессии.

8. Эмитент или его андеррайтер предоставляет регистратору передаточное распоряжение на перевод размещенных ценных бумаг с эмиссионного счета эмитента в реестре владельцев именных ценных бумаг на лицевой счет НДЦ как номинального держателя с указанием общего количества размещенных акций. Данное распоряжение имеет в качестве основания для проведения операции в реестре официальный протокол специальной торговой сессии ФБ ММВБ.

9. Регистратор в сроки, оговоренные распоряжением эмитента или договором на ведение реестра (если последние отличаются от установленных Постановлением ФКЦБ № 27), исполняет операции по внесению записей о размещении акций.

НДЦ, получив от регистратора документ, свидетельствующий о зачислении размещенных акций нового выпуска на его счет номинального держателя, производит зачисление указанного в документе количества ценных бумаг на счета депо приобретателей и/или их депозитариев.

НДЦ предоставляет своим депонентам выписки, свидетельствующие о зачислении на их счета депо размещаемых ценных бумаг, т. е. о выполнении эмитентом своих обязательств по поставке.

10. Депоненты НДЦ — как депозитарии, так и приобретатели — отражают в своем учете зачисление размещенных акций на соответствующие счета депо.

2. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя корпоративных эмитентов, к которым относятся облигации корпоративных эмитентов, выпуск которых регистрируется ФСФР России, а также кредитных организаций, регистрация выпусков ценных бумаг которых осуществляется Банком России.

Для облегчения процесса биржевого размещения и обращения практически все выпущенные в последние 5 лет эмиссионные ценные бумаги на предъявителя корпоративных эмитентов, в том числе и кредитных организаций, — это документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением

в уполномоченном депозитарии сертификата, оформленного на весь объем выпуска (глобальный сертификат). Законом № 39-ФЗ и Постановлением ФКЦБ № 36 определен порядок учета прав по этим ценным бумагам:

- по **договору эмиссионного счета депо**, заключаемому между эмитентом и уполномоченным депозитарием, указываемом в Решении о выпуске, в уполномоченном депозитарии осуществляется обязательное централизованное хранение глобального сертификата и учет прав на ценные бумаги выпуска на счетах депо депонентов уполномоченного депозитария в соответствии с заключенными договорами счета депо;

- на счетах депо клиентов депозитариев, являющихся депонентами уполномоченного депозитария, на **основании договоров счета депо** осуществляется учет прав на ценные бумаги выпуска (в случае, если клиенты являются владельцами ценных бумаг) либо учет ценных бумаг выпуска (в случае, если клиентами депозитариев являются другие депозитарии, учитывающие эти ценные бумаги для своих клиентов).

Необходимо отметить, что в этом случае количество уровней номинального держания законодательством Российской Федерации не ограничивается. Также законодательством не закреплено наличие у эмитента только одного уполномоченного депозитария: для одного выпуска ценных бумаг может быть назначен один уполномоченный депозитарий, а для другого выпуска эмитент может указать в Решении о выпуске иной депозитарий.

Выбор эмитентом уполномоченного депозитария по облигациям с обязательным централизованным хранением обусловлен, как правило, тем, на какой бирже эмитент планирует провести размещение облигаций: расчетный депозитарий выбранной эмитентом биржи и становится уполномоченным депозитарием по выпуску облигаций с обязательным централизованным хранением.

Процесс размещения корпоративных облигаций в ходе торгов на ФБ ММВБ (до 31 декабря 2004 г. в Фондовой секции ММВБ) предусматривает участие и взаимодействие следующих участников:

- эмитента облигаций;
- агента по размещению (андеррайтера);
- ФБ ММВБ как биржи, на которой проводится размещение;
- ММВБ как организации, обеспечивающей клиринговое обслуживание ФБ ММВБ;
- НДЦ как расчетного депозитария ФБ ММВБ;



- Расчетной палаты ММВБ как кредитной организации, обеспечивающей проведение расчетов по торгам на ФБ ММВБ.

Принятие на обслуживание в НДЦ нового выпуска корпоративных облигаций с обязательным централизованным хранением в НДЦ осуществляется в следующем порядке.

При подготовке проекта решения о выпуске облигаций и проспекта эмиссии до утверждения их эмитентом и направления на регистрацию в ФСФР России (или в Банк России для облигаций кредитных организаций) между эмитентом, его консультантами и НДЦ проводится:

- согласование проектов указанных документов в части отражения в них вопросов депозитарного обслуживания при размещении, обращении (в том числе при выплате доходов, выкупе, досрочном погашении) и погашении, а также вопросов, которые могут возникнуть в случае неисполнения эмитентом обязательств по облигациям. Если глобальный сертификат облигаций хранится не в НДЦ, размещение указанных облигаций через ФБ ММВБ и их вторичное обращение на ФБ ММВБ не осуществляется;

- подготовка к подписанию между НДЦ и эмитентом договора эмиссионного счета депо, заключаемого после регистрации выпуска облигаций перед началом их размещения (не позже чем за 10 дней до начала размещения).

Помимо функций уполномоченного и расчетного депозитария облигаций с обязательным централизованным хранением, НДЦ выполняет и функции платежного агента. **В случае назначения НДЦ платежным агентом с эмитентом заключается соответствующий договор.**

3. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, генеральные условия и условия обращения которых регистрируются Минфином России в соответствии с Федеральным законом от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (далее — Закон № 136-ФЗ).

Подавляющее большинство этих облигаций также выпускается в документальной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением. Порядок учета этих ценных бумаг аналогичен описанному выше механизму учета облигаций с обязательным централизованным хранением, выпущенных корпоративными эмитентами.

Как и по корпоративным облигациям с обязательным централизованным хранением, количество уровней номинального

держания законодательством Российской Федерации не ограничивается. Также не закреплено законодательством наличие у эмитента единственного уполномоченного депозитария: для одного выпуска ценных бумаг может быть один уполномоченный депозитарий, а для другого выпуска в решении о выпуске эмитент вправе указать иной депозитарий.

Как и в случае с размещением корпоративных облигаций (п. 2), выбор уполномоченного депозитария определяется эмитентом в зависимости от того, на какой торговой площадке будет размещаться выпуск облигаций. Расчетный депозитарий выбранной торговой площадки и будет уполномоченным депозитарием.

Облигации субъектов Российской Федерации (в частности, Санкт-Петербурга), размещающиеся и обращающиеся на Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ), в соответствии с условиями их обращения имеют ряд ограничений, в том числе и по количеству уровней номинального держания, что характерно и для ряда федеральных государственных ценных бумаг.

4. Федеральные государственные ценные бумаги, по которым генеральным агентом является Банк России. Генеральные условия и условия обращения облигаций определяются Постановлениями Правительства Российской Федерации в соответствии с Законом № 136-ФЗ.

К указанным ценным бумагам относятся Государственные краткосрочные облигации (далее — ГКО) и Облигации федерального займа (далее — ОФЗ). В соответствии с действующим законодательством это именные ценные бумаги, выпускаемые в документальной форме с обязательным централизованным хранением глобального сертификата в уполномоченном депозитарии. Уполномоченный депозитарий по ГКО и ОФЗ заключает договор эмиссионного счета депо с Минфином России как эмитентом и с Банком России как агентом, обслуживающим данные облигации. Уполномоченный депозитарий (НДЦ) является одновременно и расчетным депозитарием биржи (ММВБ), на которой размещаются и обращаются ГКО и ОФЗ.

Количество уровней номинального держания по ГКО и ОФЗ ограничено: учет ведется только на счетах депо депонентов НДЦ и в депозитариях — депонентах НДЦ.

5. Федеральные государственные ценные бумаги, по которым генеральным агентом не является Банк России. Генеральные условия и условия обращения облигаций определяются Постановлениями Правительства Российской

Федерации в соответствии с Законом № 136-ФЗ.

К указанным ценным бумагам относятся Государственные сберегательные облигации (далее — ГСО), вопросы эмиссии и обращения которых определены Постановлением Правительства Российской Федерации от 6 ноября 2001 г. № 71 (далее — Постановление № 71). ГСО являются именными государственными облигациями, выпускаемыми в документальной форме, и подлежат обязательному централизованному хранению. Уполномоченный депозитарий (далее — Депозитарий) по этим облигациям заключает договор эмиссионного счета депо с Минфином России как эмитентом. В соответствии с п. 5 Генеральных условий эмиссии и обращения ГСО, утвержденных Постановлением № 71, «учет прав отдельных облигаций каждого выпуска осуществляется» Депозитарием «в виде записей по счетам депо. Запись по счету депо удостоверяет право собственности на облигации и является основанием для осуществления прав...».

6. Федеральные государственные ценные бумаги, номинированные не в российской валюте. Уполномоченным депозитарием является российский депозитарий.

К указанным ценным бумагам относятся облигации внешнего валютного займа. Для обеспечения в России биржевого обращения этих облигаций расчетный депозитарий биржи должен стать депонентом уполномоченного депозитария или его депонента.

В настоящее время количество уровней номинального держания по данным ценным бумагам не имеет ограничений.

7. Федеральные государственные ценные бумаги, номинированные не в российской валюте. Уполномоченным депозитарием не является российский депозитарий.

К указанным ценным бумагам относятся еврооблигации Российской Федерации. Для обеспечения в России их биржевого обращения расчетный депозитарий российской биржи должен стать депонентом уполномоченного депозитария или его депонента.

Количество уровней номинального держания по данным ценным бумагам не имеет в настоящее время ограничений.

8. Инвестиционные паи инвестиционных фондов.

В соответствии с п. 4.1 Положения «О порядке ведения реестра владельцев инвестиционных паев инвестиционных фондов», утвержденного Постановлением ФКЦБ России от 7 июня 2002 г. № 20/пс, в реестре владельцев инвестиционных паев



инвестиционных фондов открывается лицевой счет номинального держателя депозитарию *«для учета инвестиционных паев, которыми он владеет в интересах других лиц, если учет прав на инвестиционные паи на счетах депо депозитариями предусмотрен правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом»*.

Количество уровней номинального держания по данным ценным бумагам ограничено в соответствии со ст. 14 Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» следующим условием:

«Инвестиционный пай является имен- ной ценной бумагой, Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой. Права, удостоверенные инвести- ционным паем, фиксируются в бездоку- ментарной форме.

Учет прав на инвестиционные паи осу- ществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда (далее — реестр владельцев инвестиционных паев) и, если это предусмотрено правилами доверитель- ного управления паевым инвестиционным фондом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владель- цев инвестиционных паев открываются ли- цевые счета номинальных держателей.

При этом депозитарии, за исключением депозитариев, осуществляющих учет прав на инвестиционные паи, обращающиеся через организатора торговли, не вправе открывать счета депо другим депозитариям, выполняющим функции номинальных держателей ценных бумаг своих клиентов (депонентов)».

Таким образом, законодательно уста- новлено ограничение по количеству уров- ней номинального держания по данным ценным бумагам. При этом важно знать, будет ли ЦД одновременно расчетным депозитарием: если «да», то у него могут быть депоненты — номинальные держатели инвестиционных паев, если «нет», то у расчет- ного депозитария не должно быть депонен- тов — номинальных держателей инвестици- онных паев (если не внести изменений в закон «Об инвестиционных фондах»).

9. Ипотечные ценные бумаги.

К указанным ценным бумагам отно- сятся облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.

9. 1. При этом в соответствии со ст. 9 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон № 152-ФЗ) ипотечные облигации с ипотечным покрытием (облига- ции, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом ипотечного по- крытия) могут быть выпущены в виде одной из форм, предусмотренных Законом № 39-ФЗ, т. е. в документарной или бездокумен- тарной форме: соответственно, на предья- вителя с обязательным централизованным хранением или как именные ценные бума- ги. Учетные системы для каждой из этих форм уже были рассмотрены выше.

9. 2. Ипотечный сертификат участия в соответствии со ст. 20 Закона № 152-ФЗ не является эмиссионной ценной бума- гой. Права, удостоверенные ипотечным сертификатом участия, фиксируются в бездокументарной форме. В соответствии со ст. 20 Закона № 152-ФЗ ипотечные сертификаты участия «свободно обраца- ются, в том числе через организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Учет прав на ипотечные сертификаты участия осуществляется на лицевых счетах в реест- ре владельцев ипотечных сертификатов участия и, если это предусмотрено прави- лами доверительного управления ипотеч- ным покрытием, на счетах депо депозита- риями, которым для этих целей в реестре владельцев ипотечных сертификатов уча- стия открываются лицевые счета номиналь- ных держателей. При этом депозитарии, за исключением депозитариев, осуще- ствляют учет прав на ипотечные сер- тификаты участия, обращение которых осуществляется через организатора тор- говли на рынке ценных бумаг, не вправе открывать счета депо другим депозита- риям, выполняющим функции номи- нальных держателей ценных бумаг сво- их клиентов (депонентов)».

Таким образом, законодательством ус- тановлены ограничения на количество уровней номинального держания по этим ценным бумагам. В этом случае также важно знать, будет ли Центральный депозитарий одновременно расчетным депози- тарием. Если «да», то у ЦД могут быть де- поненты — номинальные держатели ипо- течных сертификатов участия, если «нет», то у расчетного депозитария не должно быть депонентов номинальных держателей

ипотечных сертификатов участия (если не внести изменений в Закон № 152-ФЗ).

Как мы видим, краткий обзор условий выпуска и обращения разных видов цен- ных бумаг в Российской Федерации пока- зывает, что существующее многообразие ценных бумаг в России имеет разные сложившиеся системы учета: систему с нали- чием такого учетного института, как специ- ализированный регистратор (далее — «ре- естровые» ценные бумаги), и систему, в которой учет ценных бумаг ведется только в депозитариях (далее — «депозитарные» ценные бумаги), нашедшие отражение в Законах, Постановлениях Правительства Российской Федерации, ФСФР и/или Банка России, Приказах Минфина России.

Учет как «реестровых» ценных бумаг (с лицевыми счетами номинального дер- жания, открываемыми для депозитариев), так и «депозитарных» ценных бумаг (с учетом ценных бумаг на счетах депо) может осуществляться:

- без ограничения количества уров- ней номинального держания;
- с ограничением количества уровней номинального держания.

В свою очередь наличие «реестро- вых» и «депозитарных» ценных бумаг обуславливает наличие разных схем вза- имодействия эмитентов с депозитарием:

- по «реестровым» ценным бумагам через регистратора (без договора на ос- новании норм законодательства);
- по «депозитарным» ценным бумагам путем заключения договоров.

Соответственно, существуют «про- стая» схема обеспечения депозитарием биржевого размещения по «депозитар- ным» ценным бумагам и усложненная схема обеспечения биржевого размеще- ния для «реестровых» ценных бумаг (ана- логичная ситуация возможна в случае, если уполномоченный депозитарий не является расчетным депозитарием бир- жи, на которой проводится первичное размещение «депозитарных» облигаций).

Разработка проекта закона «О цент- ральном депозитарии» требует тщатель- ного изучения каждой из этих схем и оп- ределения, какие изменения необходи- мо внести в законы, определяющие ус- ловия выпуска, обращения и учета указанных выше разных видов ценных бумаг, с отражением схем взаимодей- ствия ЦД с эмитентами разных видов цен- ных бумаг (договорные или на основа- нии норм закона), а также определения необходимости установления по разным ценным бумагам ограничений уровней номинального держания, если ЦД будет таковым не только для акций и отдель- ных выпусков облигаций, но и для дру- гих ценных бумаг. ■

СПРАВКА

На сайте ФСФР России в сети Интернет по адресу: http://www/fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=12195 размещен Проект Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации. В нем говорится об особом положении Центрального депозитария на рынке ценных бумаг, а также о необходимости приня- тия федерального закона «О Центральном депозитарии» и внесении изменений и дополнений в иные за- конодательные акты Российской Федерации в связи с принятием данного закона.



Александр Грищенко
НДЦ

МАТЕРИАЛ ГРУППЫ 30-ТИ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ОПЫТ СОЗДАНИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ МОДЕЛИ РАСЧЕТОВ И КЛИРИНГА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ¹

Мы продолжаем обзор доклада 1989 г. «Группы 30» «CLEARANCE AND SETTLEMENT SYSTEMS IN THE WORLD'S SECURITIES MARKETS» — основополагающего документа в области международной инфраструктуры фондового рынка.

ГЛАВА III

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ЗАРУБЕЖНЫМИ СИСТЕМАМИ/ОТКРЫТИЕ ВЗАИМНЫХ СЧЕТОВ

Целью взаимодействия с зарубежными системами является эффективное и быстрое обслуживание трансграничных сделок. Термин «взаимодействие с зарубежными системами» используется для описания широкого спектра методов, используемых для установления связей

между расчетными и клиринговыми организациями разных стран. Крупнейшие игроки на рынке согласны с тем мнением, что создание Мирового расчетного центра в настоящий момент и даже в ближайшем будущем — проект нежизнеспособный. Стремясь к улучшению предоставляемых услуг, центральные депозитарии разных стран должны наладить взаимоотношения, для того чтобы их участники могли пользоваться услугами других центральных депозитариев.

Установить такие связи можно в разных формах, предлагая различный на-

бор расчетных и кастодиальных услуг. Вариант эффективной связи, когда участник одного центрального депозитария может пользоваться всем спектром услуг, предоставляемых другим центральным депозитарием, может быть как односторонним, так и двусторонним, в зависимости от потребностей, которые диктует тот или иной рынок. Примером связи между международными центральными депозитариями двух стран является «мост» *Clearstream—Euroclear*. Налаженные взаимоотношения между центральными депозитариями позволяют их

¹Продолжение. Начало см.: Депозитарии. 2005. № 1. С. 13–16.



участникам возлагать на центральный депозитарий страны проведение расчетов, юридические и финансовые обязательства, а также нормативные риски и вопросы взимания налогов/выплаты доходов, не нарушая при этом целостности заключенной сделки.

В настоящее время Международная федерация бирж (FIBV) проводит самостоятельное исследование возможности взаимодействия зарубежных систем. Кроме того, Комиссия европейского сообщества недавно закончила исследование двустороннего взаимодействия европейских клиринговых организаций и депозитариев. Комиссия планирует распространить результаты исследования, рассматривающего подключение участников к различным услугам, различные модели услуг, способы организации взаимодействия, предполагаемый рост объемов, стандартный набор юридических документов и т. п. Данное исследование однозначно определит специфические характеристики каждого из типов взаимодействия. Но уже сегодня можно назвать минимальные требования к ним:

- Взаимодействие может устанавливаться только между организованными рынками, т. е. теми, где существуют расчетные центральные депозитарии и развитая инфраструктура оказания услуг.

- Поводом для такого взаимодействия должны быть серьезные потребности бизнеса, чтобы уровень использования этих систем оставался достаточно высоким и окупал затраты.

- При взаимодействии стороны должны использовать принятые международные стандарты форматов сообщений и стандартные коммуникационные решения.

В перспективе центральные депозитарии разных стран должны обеспечивать своим участникам перекрестный доступ к основным услугам по хранению, переводу и расчетам по ценным бумагам.

КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Следует четко понимать, что роль центрального депозитария в данном процессе заключается в упрощении кредитования участниками друг друга с целью увеличения ликвидности рынка путем повышения уровня доступности ценных бумаг.

Центральный депозитарий может снизить риск и увеличить надежность кредитования, используя услуги клиринга и расчетов, залоги и переоценку портфеля. Для того чтобы избежать рисков и сохранить операционную целостность, цент-

ральный депозитарий не должен кредитовать ценные бумаги от своего имени.

ГЛАВА V. ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА И УПРАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ

Доклад предлагает набор концепций, методологий и систем, способных улучшить и упростить обслуживание локальных и трансграничных сделок. Данные системы включают описание систем сверки, клиринга и депозитарного учета. Независимо от того, какую систему выберет конкретный рынок, будет ли ее обслуживание осуществляться группой юридических лиц или одним лицом, существует стандартный набор требований к структуре собственности, управлению и автоматизации, которые способствуют эффективной деятельности, высокому уровню доверия и сохранению целостности организации, а также сокращению рисков участников.

ТИП СОБСТВЕННОСТИ И НАДЗОРНЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Существуют различные способы построения клиринговой организации/депозитария. Один из них — центральный депозитарий, где хранятся ценные бумаги, по которым осуществляются клиринг и расчеты. Владельцами такого депозитария могут быть либо биржа (или группа бирж), либо широкий круг участников депозитария. Если один центральный депозитарий осуществляет и клиринг, и расчеты, то во избежание рисков эти функции должны быть разделены внутри депозитария. Другой вариант — несколько депозитариев или клиринговых организаций. В таком случае должно быть четко организованное взаимодействие и налаженная операционная связь между этими организациями.

Тип собственности центрального депозитария зависит от его правовой формы или от того, является он государственной/публичной структурой, частной компанией, филиалом или подразделением другого юридического лица. Вопрос о типе собственности возникает только в том случае, если депозитарий — публичная компания. В идеале центральный депозитарий должен принадлежать всем сегментам рынка (банкам и брокерам/дилерам). Учитывая роль, которую центральный депозитарий играет на рынке, можно рассматривать вопрос об избрании в его совет директоров представителей ком-

паний-эмитентов, центрального банка, общественности (это может быть представительный чиновник или член ассоциации инвесторов). Независимо от типа собственности организации, в руководстве должны быть профессионалы фондового рынка, заинтересованные в целостности и эффективности систем клиринга и депозитарного учета.

В некоторых странах биржа является единственным или самым крупным собственником центрального депозитария. Это допускается, если участники имеют достаточно влияния и уверены, что их требования будут учтены при разработке и функционировании центрального депозитария.

Центральный депозитарий не должен стремиться к извлечению максимальной прибыли, но доходы должны быть достаточными для покрытия его операционных расходов, амортизации оборудования и создания резервного фонда инвестиций в оборудование с тем, чтобы обеспечить обслуживание на должном уровне. Исходя из этого, должны быть рассчитаны и тарифы за услуги центрального депозитария.

В зависимости от структуры и типа собственности клиринговой организации у нее могут быть различные регуляторы. Исходя из банковской и фидуциарной природы центрального депозитария, его может регулировать государственное агентство, отвечающее за банковскую деятельность в стране. Если клиринговая организация выделена в отдельное юридическое лицо, логично, чтобы ее регулирование осуществлялось агентством, отвечающим за фондовый рынок и брокеров, учитывая, что клиринговая организация занимается в основном обработкой сделок. Вопрос снимается, если в стране и банки, и брокеры регулируются одной структурой.

Для защиты интересов инвесторов в центральном депозитарии, помимо обычных внешних проверок, должны быть установлены внутренние процедуры контроля. Аудиторские компании и/или правительственное агентство должны регулярно контролировать необходимый уровень профессиональной активности, соответствующий уровень обслуживания сделок с ценными бумагами и должный уровень безопасности при предоставлении услуг.

Надзор за центральным депозитарием должен быть как минимум таким же, как и надзор за банками и брокерскими компаниями. Помимо этого, руководство центрального депозитария должно быть подотчетно совету директоров. Необходимо расписать график регулярных, достаточно частых внутренних проверок, пред-

метом которых станет операционная активность (например, хранение ценных бумаг), записи по счетам, обслуживание сделок, обработка данных и финансовая прозрачность.

ЧЛЕНСТВО

Клиринговая организация

Следует поощрять как прямое, так и косвенное участие в клиринговой организации при условии тщательного предварительного анализа потенциальных участников с акцентом на их финансовое положение и кредитную историю. В некоторых странах не существует препятствий для выхода на рынок финансовых услуг либо они минимальны. В таких странах анализ потенциальных членов должен проводиться с особой тщательностью.

В идеале все прямые участники рынка должны быть членами клиринговой организации, хотя требования к финансовым показателям могут привести к тому, что некоторым из них будет отказано в членстве. В таком случае необходимо предусмотреть систему спонсорства для тех, кто не удовлетворяет критериям прямого членства. Требования и преимущества каждого из вариантов должны быть ясно и недвусмысленно изложены.

Центральный депозитарий

Для достижения максимальной эффективности и сокращения рисков при больших объемах операций следует действовать напрямую или непрямо членству в центральном депозитарии всех институциональных инвесторов. Учитывая, что центральный депозитарий призван обслуживать все секторы фондового рынка, он должен иметь возможность действовать независимо от любого отдельного института или сегмента фондового рынка. Такая независимость послужит залогом непредвзятости центрального депозитария и его равноценного отношения ко всем своим участникам и владельцам.

Можно предусмотреть три различных типа членства в центральном депозитарии: полное, не прямое и ограниченное. *Полное членство* будет доступно для банков, брокеров/дилеров и инвестиционных домов, которые торгуют ценными бумагами за свой счет и за счет своих клиентов. *Не прямое, или «комбинированное»*, членство может быть предусмотрено для больших институциональных клиентов, торгующих и заключающих сделки через прямых участников, но которым будет разрешено открывать субсчета для сверки и расчетов по своим сделкам. Участник с полным членством будет нести полную ответственность за участника с непрямым

членством. *Ограниченное членство* будет предоставлено только эмитентам, которым не нужен полный спектр услуг центрального депозитария, но которые при этом заинтересованы в успешном функционировании центрального депозитария (например, в своевременной рассылке информации владельцам ценных бумаг).

Для эффективного функционирования центрального депозитария или клиринговой организации должны быть установлены минимальные требования для всех типов членства. Следует ясно изложить и опубликовать требования к капиталу и марже (для депозитов в клиринговой организации), а также четко сформулировать правила о том, кто имеет право на ценные бумаги в случае дефолта.

НАДЗОР ЗА ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ

Эффективный надзор за финансовым состоянием участников со стороны клиринговой организации имеет особое значение. Такой надзор поможет своевременно выявить проблемы и по возможности предотвратить неприятные ситуации на рынке.

Опыт показывает, что, если участники не обязывать к применению разработанных мер, с большой долей вероятности они будут их игнорировать. Очевидно, некоторые рынки это поняли и предприняли жесткие адекватные действия. Когда в Лондоне в 1987 г. накопилось огромное количество необработанных сделок, Международная Фондовая Биржа (МФБ) установила жесткие правила контроля за своими участниками. МФБ разработала формулу, по которой брокеру назначается штраф в зависимости от процента необработанных сделок, накопившихся за определенный период времени.

Онлайновый или ежедневный мониторинг может определять будущие обязательства по сделкам. Если обязательства, которые компания взяла на себя, стали слишком большими, надзор за такой компанией необходимо усилить, возможно, следует потребовать от нее увеличения клирингового депозита. Как вариант, можно потребовать дополнительных взносов в фонд страхования рисков изменения цены, а также более частого представления отчетов о торговых и заемных операциях.

Организация должна быстро реагировать на задержки платежей и поставок ценных бумаг. В крайних случаях, если организация решит, что в целом компания угрожает ее деятельности, должна быть предусмотрена возможность приостановления членства компании и реализации ее позиций. Не следует относиться снис-

ходительно и к менее серьезным случаям нарушений. Возможно, японская модель поведения в таких случаях послужит образцом для подражания. В Японии любую фирму, задерживающую поставку, штрафуют, и размер штрафа возрастает каждый день, до тех пор, пока поставка не будет осуществлена.

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ

Прочное финансовое положение особенно важно потому, что оно поможет центральному депозитарию эффективно функционировать в неблагоприятные периоды. Для этого необходим соответствующего размера капитал (состоящий из уставного капитала и резервов). Если центральный депозитарий практикует выплату дивидендов и купонов до того, как получает деньги от эмитентов, то он несет дополнительные риски (например, риск дефолта эмитента по дивидендной выплате).

В современных расчетных системах существует два метода работы с денежными потоками. Один из них — требовать от участников предварительного депонирования средств в депозитарии до проведения расчетов по покупке. Вместе с тем работа систем, которые используют в США различные депозитарии и клиринговые организации, основана на ежедневных вычислениях нетто-позиции на конец дня. В данных системах участники с «короткой» денежной позицией должны перечислять суммы в конце дня. При таком методе возникает следующая проблема: участник может оказаться не в состоянии заплатить деньги, а бумаги при этом на него уже переведены. Поэтому центральные депозитарии/клиринговые организации, работающие в таких системах, должны вырабатывать дополнительные контрольные процедуры для того, чтобы снизить риски подобных дефолтов.

Если и расчеты, и клиринг происходят в одном центральном депозитарии, функции и ответственность должны быть четко разделены так, чтобы клиринговые риски (например, риск неисполнения обязательств по гарантиям) отслеживались и покрывались из отдельного источника. Например, США решили эту проблему, организовав совместные фонды для клиринговой организации (*National Securities Clearing Corporation*) и депозитариев (таких как *DTC*). Фонды состоят из обязательных взносов всех участников пропорционально портфелю бумаг и активности на рынке. Такой фонд — необходимое условие для нормального управления рисками клиринговой организации или центрального депозитария.





АВТОМАТИЗАЦИЯ

Клиринговые организации/центральные депозитарии

Клиринговая организация/центральный депозитарий нуждаются в надежной, безопасной системе сбора и передачи данных, которая способна отражать сложные операции и обеспечивать связь с участниками через удаленные терминалы. Кроме того, важно обеспечить доступ к базе данных по ценным бумагам с информацией о ценах, выплатах дохода и корпоративных действиях (даты выплат по дивидендам и т. п.).

Операционная система обработки данных клиринговой организации/центрального депозитария должна включать:

- онлайн-интерфейс с сопряженными системами (платежной, биржевой системой сверки), как минимум в пакетном режиме, но предпочтительнее в режиме реального времени;
- онлайн-интерфейс с системами участников, если возможно — с институциональными клиентами участников, для того чтобы к 1992 г. можно было обеспечить надежную обработку сделок в течение 3 дней;

- онлайн-доступ участников к системе в режиме реального времени, позволяющий участникам проверять свои денежные и бумажные позиции и эффективно ими управлять.

Для максимально эффективного функционирования системы следует использовать стандарты ISO. Это не только упорядочит информационный обмен между участниками по локальным сделкам, но и облегчит торговлю, клиринг и расчеты по трансграничным сделкам.

ПЛАН ДЕЙСТВИЙ В АВАРИЙНЫХ СИТУАЦИЯХ

Создатели всех систем, включенных в процессы сверки, клиринга и расчетов, в особенности тех, в которых предусмотрен высокий уровень автоматизации, при их разработке должны учитывать всевозможные внештатные ситуации. Хотя не существует систем, которые полностью защищены от потерь, можно предусмотреть несколько уровней защиты, благодаря которым целостность системы и рынка будет защищена от большинства непредвиденных ситуаций.

Система обработки данных клиринговой организации/центрального депози-

тария и ее эксплуатация должны быть разработаны и организованы таким образом, чтобы риск сбоя был сведен к минимуму. Необходимо предусмотреть аварийный источник питания, возможность экстренно заменить другие ключевые компоненты, например аппаратное оборудование основного устройства, внешних устройств, линии передачи данных, приборы и т. д. Помимо этого, следует принять дополнительные меры предосторожности для сохранения целостности данных, их безопасности, восстановления и защиты от несанкционированного доступа либо к самой системе, либо к данным, являющимся ее частью. Кроме того, на случай форс-мажорных обстоятельств необходимо предусмотреть резервный центр. План действий при аварийном восстановлении должен регулярно тестироваться.

Некоторые рынки уже разработали эффективные планы аварийного восстановления и дублирования ключевых элементов системы: оборудования, данных и коммуникаций. Для того чтобы участники были уверены в целостности системы, восстановительные процедуры следует разрабатывать с особой тщательностью. ■

ПРЕЗЕНТАЦИИ НДЦ

15 марта 2005 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) и ОАО «Регистратор НИКойл» провели презентацию «Новые возможности взаимодействия регистраторов и депонентов НДЦ при проведении операций в реестрах владельцев ценных бумаг с использованием системы электронного документооборота (СЭД) НДЦ».

Реализация данного проекта является первым шагом на пути технологической консолидации учетной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг.

На презентации был представлен **принципиально новый для фондового рынка комплекс технологических услуг НДЦ**, обеспечивающий депонентам НДЦ (участникам ЭДО) удобное и надежное взаимодействие с учетными институтами — регистраторами на основе единого технологического пространства и унифицированных форматов электронных сообщений, **исключающее необходимость бумажного документооборота**.

В процессе информационного обмена стороны используют только электронные документы. Форматы электронных сообщений соответствуют стандартам, утвержденным Советом Директоров ПАРТАД 4 июня 2004 г.

Разработанная НДЦ технология предоставляет возможность **осуществлять обмен электронными документами через СЭД НДЦ (за счет использования процедур транзита электронных документов) между**

регистратором и лицами, зарегистрированными в реестре владельцев ценных бумаг — депонентами НДЦ.

Новая технология обеспечивает:

- **депонентам НДЦ**, являющимся одновременно зарегистрированными в реестре лицами и участниками СЭД НДЦ: снижение рисков, финансовых и временных затрат при проведении операций с ценными бумагами;
- **регистраторам**: снижение сроков, трудоемкости обработки документов и финансовых затрат на обеспечение обслуживания корпоративных действий эмитентов, возможность автоматизированной обработки документов распорядительного и информационного характера, что в целом ведет к повышению оперативности и надежности проведения операций в реестрах владельцев ценных бумаг.

При пересылке электронных сообщений может использоваться технология, позволяющая гарантировать **полную конфиденциальность электронных документов**, используемых участниками в процессе ЭДО.

На презентации присутствовали 78 представителей 64 крупных компаний: 17 регистраторов, 2 регистраторов паевых инвестиционных фондов, 36 клиентов НДЦ, 9 иных организаций, в том числе Государственной Думы Российской Федерации, ФСФР России, саморегулируемых организаций — НАУФОР, НФА, ПАРТАД.

Более подробный обзор презентации будет представлен в журнале «Рынок ценных бумаг» № 7.

СЕМИНАРЫ НДЦ

15–16 марта 2005 г. в Москве состоялся очередной ежегодный учебный семинар для сотрудников филиалов и региональных представителей НДЦ, в котором приняли участие сотрудники Санкт-Петербургского и Сибирского филиалов НДЦ, а также представители валютных и валютно-фондовых бирж из Владивостока (АТМВБ), Екатеринбурга (УРВБ), Нижнего Новгорода (НВФБ), Ростова-на-Дону (РВФБ) и Самары (СВМБ).

На семинаре, в частности, были освещены новые проекты НДЦ и Группы ММВБ, направленные на консолидацию важнейших звеньев инфраструктуры российского фондового рынка, повышение качества и оперативности обслуживания депонентов НДЦ.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР

The National Depository Center

НЕКОММЕРЧЕСКОЕ ПАРТНЕРСТВО
«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР»
(НДЦ) –

■ расчетный депозитарий крупнейших российских бирж: ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ), ЗАО «Фондовая Биржа ММВБ» (ФБ ММВБ), ЗАО «Санкт-Петербургская валютная биржа» (СПВБ), ЗАО «Сибирская межбанковская валютная биржа» (СМВБ);

■ головной депозитарий, обеспечивающий хранение глобальных сертификатов и депозитарный учет 100% выпусков ГКО и ОФЗ, более 99% выпусков корпоративных облигаций, более 90% выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций;

■ представитель и член Международной Ассоциации Национальных Нумерующих Агентств (ANNA) по присвоению ценным бумагам международных кодов ISIN (International Securities Identification Number).

НДЦ является центральным звеном в расчетной инфраструктуре российского фондового рынка. В качестве расчетного депозитария НДЦ обслуживает все виды эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов. Суммарная стоимость ценных бумаг, учитываемых на счетах депо депонентов, превышает 1,3 триллиона рублей.

Регулярное раскрытие информации о финансовых результатах деятельности, взаимодействие с агентством Thomas Murray,

Association of Global Custodians и другими организациями обеспечивают высокий уровень информационной открытости НДЦ.

Сотрудничество с ММВБ и Банком России, применение высокотехнологичного программного обеспечения, проведение расчетов на условиях «поставки против платежа» по итогам как биржевых, так и внебиржевых сделок, страхование рисков депозитарной и клиринговой деятельности делают НДЦ самым надежным расчетным депозитарием России.

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум