



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



ОКТАБРЬ 2018

**ДОКЛАД
ДЛЯ ОБЩЕСТВЕННЫХ
КОНСУЛЬТАЦИЙ**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ
РЕГУЛИРОВАНИЯ УЧЕТНОЙ
ИНФРАСТРУКТУРЫ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

МОСКВА

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1. ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ И СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ОПЕРАЦИОННОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РЕГИСТРАТОРОВ И ДЕПОЗИТАРИЕВ	4
2. ЛИЦЕНЗИРОВАНИЕ СУБЪЕКТОВ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ	7
3. СУЩЕСТВУЮЩЕЕ ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ОТНОШЕНИЙ ПО УЧЕТУ И ПЕРЕХОДУ ПРАВ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ	11
4. КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ С УЧАСТИЕМ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ	16
5. ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ПОДХОДЫ К ЗАЩИТЕ ИМУЩЕСТВЕННЫХ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ	19

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 30 ноября 2018 г. включительно по электронному адресу zaporozhtsevdm@cbr.ru.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

БКБН – Базельский комитет по банковскому надзору

КПК – кредитный потребительский кооператив

МКК – микрокредитная компания

МСП – малое и среднее предпринимательство

МФК – микрофинансовая компания

МФО – микрофинансовая организация

СКПК – сельскохозяйственный кредитный потребительский кооператив

СРО – саморегулируемая организация в сфере финансового рынка

СРО КПК – саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая кредитные потребительские кооперативы

ВВЕДЕНИЕ

Рынок ценных бумаг как неотъемлемая часть современной национальной и мировой экономики обслуживает интересы государства, корпораций, частных инвесторов и иных экономических агентов. Эффективность его функционирования, хотя и не во всем, но во многом, предопределяет развитие различных экономических отраслей за счет встроенного в него механизма рыночного перераспределения капитала.

Несмотря на широкое разнообразие субъектов, участвующих в процессе такого перераспределения, центральная роль на рынке ценных бумаг все же отведена его учетной и расчетной инфраструктуре. Ее историческое появление было обусловлено дематериализацией (в том числе бездвижением) финансовых активов, в результате чего современное существование долевых и большинства долговых ценных бумаг, не говоря уже об их обращении, немыслимо без учетного института. Также, несмотря на то, что сама ценная бумага в бездокументарной форме представляет собой обязательственные и иные права ее владельца в отношении выпустившего ее лица, их реализация так или иначе опосредуется через тот учетный институт, в котором она учитывается (например: каскадные выплаты и каскадное голосование).

Однако данное обстоятельство несет в себе и экономические последствия. Учетная инфраструктура, являясь центральным звеном в отношениях инвестора и эмитента, обслуживает их интересы на возмездной основе, тем самым снижая доходность от инвестиций для инвестора и экономический эффект от размещения ценных бумаг для эмитента. С другой стороны, опосредуя отношения между инвестором и эмитентом, она должна гарантировать такой уровень операционной надежности, который необходим для обеспечения устойчивости этих отношений. И чем выше требования к операционной надежности, тем обременительнее услуги учетной инфраструктуры для инвесторов и эмитентов, поскольку операционная надежность учетного института во многом определяется коммерческой эффективностью его деятельности и способностью покрывать затраты на поддержание дорогостоящих систем и управление рисками.

В связи с этим очень важно определить такую модель учетной инфраструктуры, которая позволила бы повысить эффективность рынка ценных бумаг за счет оптимизации издержек инвесторов и эмитентов при их обслуживании учетными институтами с учетом надлежащего фондирования операционной надежности инфраструктуры. Данный вопрос являлся предметом дискуссий еще с периода становления российского рынка ценных бумаг и до сих пор не утратил своей актуальности.

Таким образом, целью настоящего доклада является обсуждение с профессиональным сообществом возможных для закрепления в российской действительности моделей учетной инфраструктуры, ее прямого участия в операциях кредитования ценными бумагами, модификации прав, обязанностей и ответственности учетных институтов, вопросов распределения рисков, а также механизмов защиты имущественных прав инвесторов.

По итогам обсуждения доклада планируется подготовка концепции изменения нормативно-правовой базы, регулирующей учет и переход прав на ценные бумаги, и ее поэтапная реализация.

1. ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ И СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ОПЕРАЦИОННОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РЕГИСТРАТОРОВ И ДЕПОЗИТАРИЕВ

Развитие институтов учетной инфраструктуры началось в 1991–1994 годах с проведения массовой приватизации государственных предприятий по всей стране. На это время пришлось акционирование тысяч предприятий, создание нормативно-правовой базы, определяющей порядок выпуска и обращения ценных бумаг, а также учета прав на ценные бумаги. Первоначально функция учета прав на ценные бумаги была возложена непосредственно на акционерные общества. Ведение реестров владельцев ценных бумаг (далее – реестров) осуществлялось обществами с многочисленными ошибками¹, и, как следствие, велики были риски нарушения прав акционеров на ценные бумаги. В связи с этим появилась необходимость создания на рынке ценных бумаг институтов, которые могли бы обеспечить ведение реестров акционеров на профессиональном уровне и защитить их права на ценные бумаги. Указ Президента Российской Федерации от 27.10.1993 № 1769 «О мерах по обеспечению прав акционеров» определил обязанность акционерных обществ открытого типа с количеством акционеров более 1000 поручать ведение реестров акционеров банкам, инвестиционным институтам (кроме инвестиционных консультантов), депозитариям или специализированным регистраторам.

Массовое акционирование предприятий повлекло за собой необходимость совершения большого количества операций в реестре, что создало предпосылки для создания независимых реестродержателей, профессионально занимающихся регистраторской деятельностью.

С развитием рынка ценных бумаг и биржевой торговли стали востребованы депозитарные услуги, позволяющие владельцу ценных бумаг обслуживать весь свой портфель в одной учетной организации. Таким образом, рыночное обращение ценных бумаг в большей части перешло в депозитарное обслуживание, что повлекло увеличение рисков, связанных с опе-

рационной деятельностью депозитариев, ввиду большого масштаба (частоты, объема) операций.

С принятием Федерального закона от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» и появлением института центрального депозитария (НКО АО НРД) в учетной системе Российской Федерации роль регистраторов в переходе прав на ценные бумаги публичных обществ была и вовсе минимизирована. Согласно требованиям указанного закона, в реестре владельцев ценных бумаг эмитента, обязанного осуществлять раскрытие (предоставление) информации в соответствии со статьей 30 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг), открывается лицевой счет номинального держателя центрального депозитария, и все операции с участием профессиональных участников рынка ценных бумаг, связанные с переходом прав на ценные бумаги на организованном рынке, проводятся внутри этого счета.

Подобное снижение операционной активности регистраторов с образованием института центрального депозитария частично было компенсировано за счет законодательного расширения их клиентской базы, а именно – передачи регистраторам функции ведения реестра акционерными обществами, ранее выполняемой ими самостоятельно².

Однако тенденция сокращения операционной деятельности регистраторов, в отличие от депозитариев, сохраняется и в настоящее время.

Одной из причин этого процесса может являться уход с рынка небольших акционерных обществ и слабая динамика создания новых (Рисунок 1).

¹ Информация получена из периодических изданий.

² В соответствии с частью 5 статьи 3 Федерального закона от 02.07.2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела 1 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» до 01.10.2014 право вести реестр владельцев ценных бумаг сохранялось за акционерными обществами, которые на 01.10.2013 были держателями реестров этих обществ.

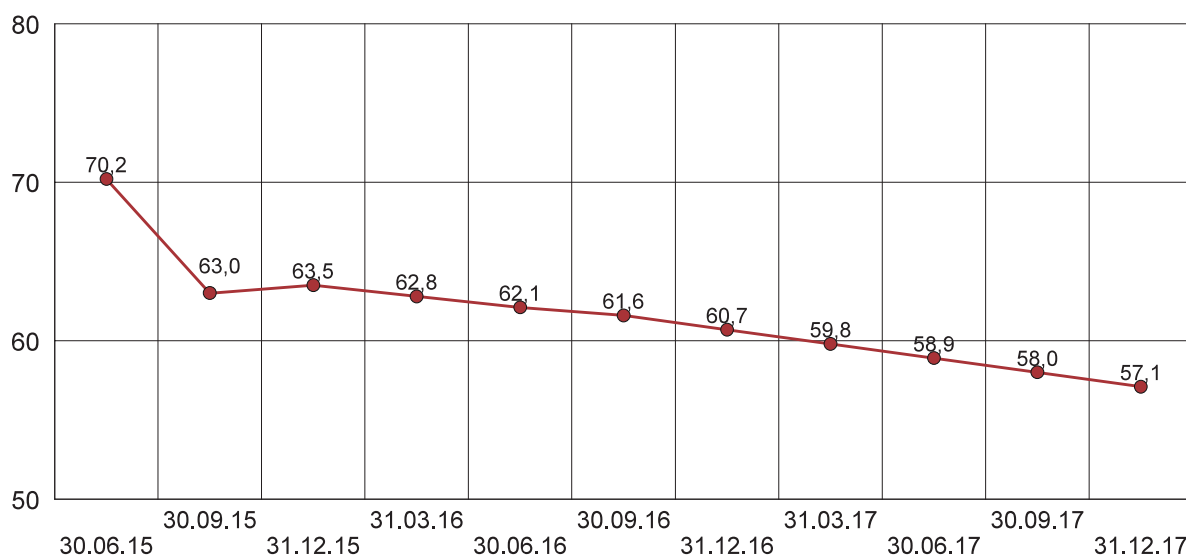
Рисунок 1

Изменение количества акционерных обществ в 2017 году



Рисунок 2

Динамика количества реестров на обслуживании (тыс. шт.)



По состоянию на конец 2017 года количество акционерных обществ составило 86,4 тыс. обществ, сократившись на 15,8 тыс. обществ по отношению к предыдущему году. По данным ЕГРЮЛ, прекратили свою деятельность (или были реорганизованы) 19,9 тыс. обществ. Количество новых акционерных обществ, внесенных в ЕГРЮЛ, гораздо скромнее – 4,4 тыс.³, при этом из них лишь 1,1 тыс. обществ были созданы в течение 2017 года. Еще 12,8 тыс. обществ уже находятся в стадии ликвидации или реорганизации и, вероятно, прекратят свою деятельность в 2018 году.

Кроме того, наблюдается устойчивая тенденция снижения количества реестров, веде-

ние которых осуществляется регистраторами: только за 2017 год их количество уменьшилось на 5,9% (Рисунок 2). В совокупности с сокращением количества акционерных обществ данное обстоятельство может указывать на отсутствие потенциала для увеличения в будущем количества реестров, ведение которых осуществляется регистраторами, и может отражаться на операционной деятельности регистраторов.

Наиболее ярким показателем, отражающим снижение операционной активности регистраторов и ее рост в депозитариях, может являться количество операций. По данным отчетности, представленной в Банк России за 2017 год, число операций в реестре составило 3380 тыс., против 95 071 тыс. операций в депозитариях за тот же период⁴ (Таблица 1).

³ Расчетное значение включает в себя общее количество созданных акционерных обществ, а также обществ, зарегистрированных до 01.07.2002, сведения о которых были внесены в ЕГРЮЛ в течение 2017 года.

За основу расчета взяты данные с официального сайта Федеральной налоговой службы. При этом данные по динамике АО не совпадают с разницей числа АО на 01.01.2017 и на 01.01.2018.

⁴ Информация представлена без учета данных профессиональных участников рынка ценных бумаг – кредитных организаций.

Таблица 1

Количество операций учетных институтов

Учетный институт	Количество операций, тыс. шт.	
	2016 год	2017 год
Регистратор	5 285	3 380
Депозитарий	57 929	95 071

Целесообразным представляется обратить внимание и на сокращение числа зарегистрированных лиц в реестрах владельцев ценных бумаг. Так, на конец 2017 года на обслуживании регистраторов находилось 23,76 млн лиц, на счетах которых учитывались ценные бумаги, против 28,86 млн лиц на 30.06.2015. Количество зарегистрированных лиц также постепенно сокращается, в отличие от количества депонен-

тов, находящихся на обслуживании в депозитариях. В депозитарной отрасли наблюдается совокупный рост количества клиентов по договорам на депозитарное обслуживание в 2017 году на 8,4% по отношению к концу 2016 года. Следует отметить, что несмотря на отмеченную тенденцию к сокращению количества зарегистрированных лиц в реестрах и увеличению количества депонентов, число первых по-прежнему значительно превышает число последних. Причиной этого является результат чековой приватизации государственных предприятий, акции которых были распределены среди российского населения, не заинтересованного в их дальнейшем обороте.

2. ЛИЦЕНЗИРОВАНИЕ СУБЪЕКТОВ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

При рассмотрении бизнес-модели регистратора в аспекте осуществления им функций по расчетам в ценных бумагах становится очевидной ее неполноценность по сравнению с бизнес-моделью депозитариев. Как было упомянуто выше, депозитарии обслуживают торговый оборот любых ценных бумаг, регистраторы же – только тех, реестр владельцев которых они ведут. При этом в целях ограничения рисков регистраторам запрещено совмещать свою деятельность с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. С одной стороны, такое ограничение обосновано, однако, с другой стороны, уже существуют примеры, когда депозитарий, осуществляя депозитарную деятельность, имеет право на ведение реестров владельцев ценных бумаг.

Так, например, пункт 9 статьи 44 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» предоставляет право специализированному депозитарию вести реестр владельцев инвестиционных паев.

Кроме того, если рассматривать учет прав на ценные бумаги как самостоятельную функцию, в отрыве от тех оснований, на которых она осуществляется, то в учетной системе, представленной в виде головного звена и дальнейшей цепи номинальных держателей, функцию головного звена по ряду финансовых инструментов может выполнять или выполняет депозитарий, а не регистратор (Таблица 2).

Учитывая, что технологические принципы учета прав на ценные бумаги у регистраторов и депозитариев в целом схожи, совмещение деятельности по ведению реестров владельцев

ценных бумаг с депозитарной деятельностью имеет право на существование. Кроме того, институционализация отношений по ведению реестра, которая привела к появлению специализированного учетного института, не может считаться эффективной, если устойчивость такого института всецело поставлена в прямую зависимость от цены оказания услуг эмитенту и зарегистрированному лицу. Это в равной степени обременительно для всех сторон указанных отношений и особенно чувствительно в период экономической рецессии. В связи с этим расширение периметра деятельности регистратора и депозитария за счет взаимного проникновения в сферы оказываемых ими услуг могло бы повысить эффективность деятельности учетной инфраструктуры в целом.

Вместе с тем регистратор не сможет в полной мере оказывать депозитарные услуги, если у него не будет механизма депозитарного учета ценных бумаг, в отношении которых он ведет реестр. Услуга клиенту по учету одной части его ценных бумаг на счете депо, а другой части (в отношении которой регистратор ведет реестры) – на лицевых счетах не сможет конкурировать с услугами обычного депозитария, который учитывает весь клиентский портфель на одном счете депо. И чем более ликвидными будут ценные бумаги, в отношении которых регистратором ведутся реестры, тем менее привлекательными в этом случае будут его депозитарные услуги.

Для решения этого вопроса следует рассмотреть две модели депозитарного учета. Первая модель наиболее близка к модели регистрато-

Таблица 2

**Выполнение учетными институтами функций головного звена
в системе учета прав на финансовые инструменты**

Наименование финансового инструмента	Головное звено в системе учета прав на финансовый инструмент
Акция	Регистратор
Облигация	Регистратор/Депозитарий
Инвестиционный пай	Регистратор/Депозитарий
Российская депозитарная расписка	Депозитарий
Электронная закладная	Депозитарий
Ипотечный сертификат участия	Регистратор
Клиринговый сертификат участия	Депозитарий

ра, поскольку представляет собой первичный учет прав на ценные бумаги. Речь идет об учете прав на документарные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением. В силу того, что по таким ценным бумагам реестр не ведется, деятельность регистратора не будет пересекаться с его депозитарной деятельностью в отношении этих ценных бумаг.

Вторая модель депозитарного учета предполагает выполнение функций номинального держателя ценных бумаг. В этом случае ведение реестра владельцев указанных ценных бумаг потребует решить вопрос о совпадении в одном лице держателя реестра владельцев ценных бумаг и номинального держателя этих же ценных бумаг. Избежать совпадения должника и кредитора в одном лице возможно при привлечении регистратором другого депозитария, который будет зарегистрирован в реестре владельцев ценных бумаг в качестве номинального держателя. Для ценных бумаг публичных обществ таковым является центральный депозитарий. Таким образом, регистратор, будучи депозитарием и номинальным держателем в централизованной системе расчетов по ценным бумагам, сможет участвовать в расчетах по всем ценным бумагам, в том числе тем, реестр владельцев которых он ведет. При этом сверка записей по лицевым счетам должна будет осуществляться отдельно от сверки записей по счетам депо и счетам номинального держателя, открытым регистратору как депозитарию. Недостатком такой модели будет являться определенная цикличность движения корпоративной информации и выплат по ценным бумагам в учетной системе. Однако данный цикл не будет замкнутым и не приведет к росту операционных рисков.

Обращаясь к международной практике совмещения в одном лице функций держателя реестра и номинального держателя, можно отметить следующее.

Существующие в мире учетные системы сформировались с учетом суверенной специфики, совокупности исторических факторов, особенностей национального развития. Например, общеевропейского регуляторного режима для регистрации прав на ценные бумаги и деятельности регистраторов не существует. Ве-

сти реестр владельцев ценных бумаг может как сам эмитент, так и центральный депозитарий или иная компания. В связи с этим определение, роль, обязанности и обязательства регистраторов варьируются в зависимости от национального регулирования государств – членов ЕС. При этом на рынках более чем половины европейских стран центральный депозитарий действует как единственный или основной регистратор. Как правило, такое происходит в тех правовых системах, где ценные бумаги по-прежнему выпускаются или находятся в обращении в документарной форме. Центральный депозитарий изначально являлся тем институтом, который централизованно осуществлял иммобилизацию документарных ценных бумаг, обеспечивая их обращение по правилам бездокументарных ценных бумаг. Однако данный вопрос не является ключевым для построения учетной инфраструктуры. Основным вопросом, которым задаются регуляторы практически всех юрисдикций, – это соотношение прав по ценным бумагам, находящимся в прямом владении и во владении через номинального держателя. В разных юрисдикциях данный вопрос решается по-разному.

Судьбы регистраторов в постсоветских странах различны. В Грузии и Киргизии, например, регистраторы продолжают работать. В Казахстане регистраторов упразднили, а функции регистратора передали центральному депозитарию. В Белоруссии все регистраторы давно преобразованы в так называемые «депозитарии эмитентов», что не мешает им продолжать обслуживать своих эмитентов. В Узбекистане ситуация с регистраторами примерно такая же, как и в Белоруссии.

В связи с этим, учитывая обязанность Российской Федерации по гармонизации законодательства в сфере регулирования финансовых рынков в рамках Договора о Евразийском экономическом союзе, а также принимая во внимание опыт Армении, Белоруссии, Казахстана по объединению функций регистраторов и депозитариев, в числе предложений по гармонизации законодательства может быть поставлен вопрос о целесообразности совмещения функций депозитариев и регистраторов.

Учитывая изложенное, мы полагаем логичным объединение лицензии на осуществление депозитарной деятельности и лицензии на осуществление деятельности по ведению реестра в единую лицензию на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги. Однако в рамках одной лицензии может быть предусмотрено одно или несколько качеств, в которых учетному институту разрешено осуществлять учет прав на ценные бумаги. В настоящем докладе предлагается рассматривать следующие качества.

1. Номинальный держатель

Учетный институт, действующий в качестве номинального держателя, осуществляет учет прав на ценные бумаги только по договору с правообладателем без каких-либо договорных отношений с эмитентом. Разрешение на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги в качестве номинального держателя не будет предполагать каких-либо ограничений на ее совмещение с иными видами деятельности. На основании этого разрешения можно будет учитывать права на документарные и электронные закладные, а также хранить указанные закладные. Кроме того, в случае если соответствующие положения будут предусмотрены законодательством о цифровых финансовых активах, учетные институты смогут осуществлять учет цифровых прав.

2. Хранитель обездвиженных ценных бумаг по договору с лицом, обязанным по ценным бумагам

Осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги в качестве хранителя обездвиженных ценных бумаг или в ином аналогичном качестве по договору с лицом, обязанным по ценным бумагам, предполагает первичный учет прав на ценные бумаги. Данная деятельность имеет определенные сходства с деятельностью по ведению реестра, однако, как и в случае с номинальным держателем, учет прав на ценные бумаги здесь осуществляется на основании договора с правообладателем, а не с эмитентом. Разрешение на осуществление деятельности по учету прав на ценные бу-

маги в качестве хранителя обездвиженных ценных бумаг или в ином аналогичном качестве также допускает ее совмещение с иными видами деятельности, однако при этом к учетному институту будут предъявляться повышенные требования к минимальному капиталу (без учета переменной части, поставленной в зависимость от надежности лица, в котором депозитарий зарегистрирован в качестве номинального держателя).

3. Держатель реестра

Учет прав на ценные бумаги в качестве держателя реестра осуществляется учетным институтом на основании договора с эмитентом. Имея разрешение на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги в данном качестве, профессиональный участник рынка ценных бумаг не сможет совмещать эту деятельность с иными видами деятельности финансовых организаций, кроме деятельности специализированного депозитария. Однако деятельность по учету прав на ценные бумаги он сможет осуществлять в любом качестве из перечисленных выше. Кроме того, регуляторные требования к таким институтам будут сопоставимы с существующими требованиями к регистраторам.

Обозначенные выше изменения в лицензировании неизбежно приведут к необходимости замены лицензии в течение определенного периода.

Вместе с тем данный вопрос может быть решен путем определения такого набора опций в новых лицензиях, которые были бы эквивалентны содержанию существующих лицензий. Представляется, что лицензия на осуществление депозитарной деятельности будет эквивалентна лицензии на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги в качестве номинального держателя и в качестве хранителя обездвиженных ценных бумаг. Что касается лицензии на осуществление деятельности по ведению реестра, то здесь имеет смысл расширить критерии эквивалентности и считать эквивалентной ей лицензию на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги во всех трех качествах. Установление критериев эквивалентности позволит избежать необхо-

димости замены документов, подтверждающих наличие лицензии, сохранив за ними юридическую силу. При этом существующий документ можно будет поменять на новый. Переходные положения должны будут предусмотреть такое право лицензиата, причем без прохождения дополнительных надзорных процедур. Однако отказ от опции, предусмотренной в лицензии, может быть осуществлен только путем переоформления лицензии с исключением этой опции при условии подтверждения, что учетный институт не осуществляет учет прав на ценные бумаги в том качестве, о котором говорится в исключаемой опции. Для регистраторов в этом случае может быть сделано исключение, и в течение определенного периода времени по их заявлению существующий документ, подтверждающий наличие лицензии, может быть переоформлен на документ, предусматривающий меньшее количество опций, чем это предусмотрено в эквиваленте.

Следует уточнить, что деятельность специализированного депозитария сможет существовать в любом учетном институте, имеющем разрешение на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги в качестве номинального держателя, а, следовательно, право на ведение реестра владельцев инвестиционных паев, которое присуще именно специализированному депозитарию, сможет реализовать тот учетный институт, который имеет лицензию на осуществление деятельности специализированного депозитария.

По нашему мнению, приведенные выше регулятивные преобразования позволят диверсифицировать деятельность регистраторов и отдельных депозитариев, повысив ее эффективность и снизив издержки у эмитентов и зарегистрированных лиц. Это также не по-

требует замены названий самих учетных институтов в законах и нормативных актах, поскольку их названия связаны с содержанием той деятельности, которую определяет закон или соответствующий нормативный акт.

Вопросы для обсуждения:

1. *Находите ли Вы целесообразным снятие ограничения на совмещение регистратором деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг с депозитарной деятельностью?*
2. *Считаете ли Вы экономически обоснованной бизнес-модель, при которой основным видом деятельности будет являться деятельность по учету и переходу прав на ценные бумаги, или, на Ваш взгляд, такая деятельность может существовать только в дополнение к иному виду деятельности?*
3. *Считаете ли Вы целесообразным отдельно лицензировать деятельность расчетного депозитария или предусматривать отдельную опцию в лицензии в отношении указанной деятельности?*
4. *Имеет ли смысл разделять депозитарную деятельность на какие-либо подвиды и устанавливать к ним отдельные лицензионные требования? Если да, то на какие подвиды и по каким критериям?*
5. *Считаете ли Вы возможным учет цифровых финансовых активов учетными институтами? Возможно ли применение принципов, аналогичных принципам учета ценных бумаг, при учете цифровых финансовых активов? Какие риски Вы видите в наделении учетной инфраструктуры полномочиями по учету цифровых финансовых активов?*

3. СУЩЕСТВУЮЩЕЕ ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ОТНОШЕНИЙ ПО УЧЕТУ И ПЕРЕХОДУ ПРАВ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Несмотря на сходство операционных задач, решаемых в отношении ценных бумаг депозитариями и регистраторами, их роли в учетной системе немного различаются. Это различие отчасти продиктовано природой бездокументарных ценных бумаг, которые не могут существовать без учетных записей в книгах регистраторов и депозитариев. Согласно пункту 1 статьи 142 Гражданского кодекса Российской Федерации, бездокументарной ценной бумагой признаются обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав. Эти обязательственные и иные права, согласно статье 128 Гражданского кодекса Российской Федерации, относятся к самостоятельным объектам гражданских прав и являются имуществом, которое так же, как и иные объекты гражданских прав, обладает таким свойством, как оборотоспособность.

Будучи обязательственным или иным правом, которое одновременно является объектом абсолютного имущественного права его обладателя, бездокументарная ценная бумага нуждается в закреплении ее связи с правообладателем. Отсюда следует объективная необходимость в учете прав на бездокументарную ценную бумагу, о котором говорится в ее определении.

Согласно пункту 2 статьи 149 Гражданского кодекса Российской Федерации, учет прав на бездокументарные ценные бумаги осуществляется либо лицом, действующим по поручению лица, обязанного по ценной бумаге, либо лицом, действующим на основании договора с правообладателем или с иным лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге.

В первом случае лицо, которое осуществляет учет прав на ценные бумаги на основании договора только с эмитентом (лицом, обязанным

по ценной бумаге), именуется держателем реестра или регистратором, во втором – депозитарием. Оба лица, согласно статье 149 Гражданского кодекса Российской Федерации, должны иметь предусмотренную законом лицензию.

Ведение реестра всегда осуществляется по поручению эмитента, который солидарно с регистратором отвечает за надлежащее ведение и хранение реестра¹. В этой связи регистратор действует в интересах эмитента, в том числе участвуя по поручению эмитента в исполнении по ценной бумаге. Такую бизнес-модель условно можно назвать моделью обслуживания эмитента. У владельца бездокументарной ценной бумаги, права на которую учитывает регистратор, также имеются привилегии. Он обладает прямыми правомочиями в отношении эмитента и реализует свои права непосредственно, даже если регистратор и участвует в исполнении обязанностей эмитента.

Другое дело, когда учет прав на бездокументарные ценные бумаги осуществляется на основании договора с правообладателем или с иным лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге. В этом случае владелец бездокументарной ценной бумаги, хотя и является обладателем соответствующих прав к эмитенту, однако ограничен в возможностях взаимодействовать с ним напрямую. Так, например, преимущественное право приобретения ценных бумаг, право требовать выкупа, приобретения или погашения ценных бумаг их владелец может реализовать только путем дачи указаний (инструкций) своему депозитарию; доходы и выплаты по ценным бумагам владелец ценных бумаг получает от эмитента через депозитарий. Кроме того,

¹ Законом о рынке ценных бумаг предусмотрена солидарная ответственность эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам) и держателя реестра за убытки, причиненные в результате нарушения порядка учета прав, порядка совершения операций по счетам (порядка ведения реестра), утраты учетных данных, предоставления из реестра неполной или недостоверной информации, если не будет доказано, что нарушение имело место вследствие непреодолимой силы.

реализация правообладателем своих субъективных прав к эмитенту в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарии во многом поставлена в зависимость от взаимного исполнения сторонами депозитарного договора. Так, например, на практике некоторые депозитарные договоры предусматривают право депозитария отказать в исполнении указания (инструкции) депонента при осуществлении права по ценной бумаге в случае наличия у последнего задолженности перед депозитарием за оказанные им услуги; нарушение депозитарием обязанности по получению доходов и выплат по ценным бумагам на специальные депозитарные счета приводило к оспариванию их дальнейшей передачи депонентам при банкротстве депозитария и т.д. Таким образом, реализация прав по бездокументарным ценным бумагам, учет на которые осуществляется в депозитарии, опосредуется исполнением депозитарием своих посреднических функций. Эмитент в данном случае не отвечает перед депонентом за учет его прав на ценные бумаги в депозитарии, за утрату депозитарием учетных записей и за неисполнение депозитарием обязанности по передаче указаний (инструкции) по осуществлению прав. Все это находится в зоне ответственности депозитария в рамках договорных отношений с депонентом.

Однако это дает и свои преимущества. Дело в том, что, имея портфель ценных бумаг различных эмитентов, инвестор вместо того, чтобы взаимодействовать с каждым эмитентом в отдельности, взаимодействует только со своим депозитарием. Эмитент также вместо того, чтобы взаимодействовать с каждым акционером, ценные бумаги которого учитываются в депозитарии, взаимодействует только с депозитарием, зарегистрированным в реестре в качестве номинального держателя.

В тех юрисдикциях, где реестры владельцев ценных бумаг ведутся эмитентами (Великобритания, США, Канада и т.д.), конструкция номинального держателя существенно облегчает задачу в осуществлении перехода прав на ценные бумаги, находящиеся в торговом обороте, в силу того что торговый оборот ценных бумаг находится в обслуживании номинальных держателей, а не эмитентов. Однако в российской юрисдикции, где ведение реестра владельцев

ценных бумаг является основным видом деятельности регистраторов, для последних это означает неполучение доходов от торговых операций в силу их оторванности от систем расчетов в ценных бумагах. При этом им законодательно запрещено совмещать свою деятельность с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг.

Иначе обстоит дело, когда учетный институт выполняет кросс-агентские функции одновременно по отношению к эмитенту и владельцу ценных бумаг. Речь идет об обездвижении документарных ценных бумаг по договору эмитента с депозитарием. С одной стороны, депозитарий по договору с эмитентом принимает на хранение документарные ценные бумаги и обязуется (хотя это не является обязательным условием согласно статье 7 Закона о рынке ценных бумаг) учитывать права на них, а с другой стороны, депозитарий заключает депозитарные договоры с депонентами, на основании которых он обязуется перед ними осуществлять учет и переход прав на указанные обездвиженные ценные бумаги. В этой конструкции правомочия владельцев ценных бумаг в отношении эмитента всегда опосредуются через депозитарий, а в случае, предусмотренном законом, также через представителя владельцев таких ценных бумаг. В настоящее время в российской юрисдикции обездвижение документарных ценных бумаг по договору с эмитентом предусмотрено только в отношении документарных облигаций. В этой связи эмитент документарных облигаций отвечает только за выплаты по ним, в том числе по требованию об их досрочном погашении (если это предусмотрено условиями выпуска). Что касается убытков, связанных с нарушениями правил учета прав на обездвиженные ценные бумаги, то в отличие от бездокументарных ценных бумаг эмитент не несет никакой ответственности, хотя он и выбрал депозитарий для обездвижения документарных облигаций. Депозитарий же несет полную ответственность перед своими депонентами за убытки, причиненные в связи с нарушением правил учета прав на ценные бумаги. Также существенное различие имеют статусы акционера, зарегистрированного в реестре, и владельца документарной облигации в депозитарии, осуществляющем ее обязательное централизованное

хранение, в части требований по выплате доходов по акциям и облигациям. Если акционер, зарегистрированный в реестре, получает дивиденды напрямую от эмитента, даже если последний и привлек регистратора к исполнению указанной обязанности, то владелец документарной облигации получает выплаты по облигации от депозитария. В последнем случае эмитент считается исполнившим свою обязанность при передаче выплат по облигациям на специальный счет депозитария, осуществляющего обязательное централизованное хранение облигаций, или в предусмотренном законом случае – представителю владельцев облигаций, который все равно перечисляет их указанному депозитарию. Таким образом, если регистратор по поручению эмитента не исполнит обязанность последнего по выплате дивидендов, акционеры, зарегистрированные в реестре, сохраняют свои права требования к эмитенту, а в аналогичном случае с выплатами по облигациям с обязательным централизованным хранением депоненты депозитария, осуществляющего такое хранение, будут иметь требования к этому депозитарию. Эмитент в данном случае будет нести субсидиарную ответственность с указанным депозитарием. В свою очередь за нарушение своих обязательств по договору в части передачи выплат по ценным бумагам регистратор будет отвечать перед эмитентом, а депозитарий – перед депонентами и в случае регрессного требования – перед эмитентом.

Таким образом, при выполнении, казалось бы, одинаковых функций по учету и переходу прав на ценные бумаги регистратор и депозитарий, осуществляющий обязательное централизованное хранение ценных бумаг, тем не менее имеют разные статусы и разные модели ответственности. В обоих случаях разную модель ответственности имеет и эмитент. Что касается депозитария, действующего в качестве номинального держателя ценных бумаг, то его посредничество в интересах депонентов фундаментально отличается от посредничества регистратора в интересах эмитента, хотя суть учета прав на ценные бумаги в обоих случаях остается одной и той же. Данное обстоятельство имеет существенное значение при рассмотрении предложений по совершенствованию деятельности учетной инфраструктуры,

поскольку реализация любых, даже точечных изменений в функциях какого-либо учетного института неизбежно затронет весь комплекс его отношений с другими субъектами этих отношений.

Принимая во внимание те различия, которые были обозначены выше, нельзя не согласиться с тем, что и депозитарий, и регистратор в равной степени оказывают услуги соответственно депонентам и зарегистрированным лицам. При этом в отдельных случаях даже регистратор может оказывать такие услуги по договору с зарегистрированным лицом. Так, например, в пункте 3 статьи 1492 Гражданского кодекса Российской Федерации, равно как и в пункте 3 статьи 516 Закона о рынке ценных бумаг, предусмотрено, что записи об изменении условий обременения бездокументарных ценных бумаг и о его прекращении вносятся на основании распоряжения правообладателя при наличии согласия в письменной форме лица, в пользу которого установлено обременение, либо без такого распоряжения в случаях, предусмотренных федеральным законом или соглашением правообладателя с лицом, осуществляющим учет прав на бездокументарные ценные бумаги, и лицом, в пользу которого установлено обременение. Таким образом, регистратор, заключая соглашение с правообладателем и лицом, в пользу которого установлено обременение, наделяется полномочием вносить записи об изменении условий обременения или о прекращении обременения при наступлении обстоятельств, предусмотренных этим соглашением. Это означает, что регистратор по такому соглашению оказывает сторонам услугу по контролю за исполнением обеспеченного обязательства.

Относительно недавние изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации определили новый вид услуги, которую может оказывать регистратор по договору с зарегистрированными лицами. Речь идет о договоре условного депонирования (эскроу), по которому регистратор, будучи эскроу-агентом, сможет осуществлять расчеты в ценных бумагах, защищенные от банкротства любой из сторон сделки, в том числе по модели «поставка против платежа». Однако данный вид услуги все же требует специального законодательного регулирования, уточняющего порядок пере-

дачи бездокументарных ценных бумаг в депонирование.

Указанные выше услуги регистратора, несмотря на то что они оказываются по договору с зарегистрированными лицами, имеют прямое отношение к ведению лицевых счетов и реестра владельцев ценных бумаг, за которое солидарно с регистратором отвечает эмитент. В этой связи справедливо возникает вопрос о правомерности существования ответственности эмитента за нарушение регистратором договорного обязательства перед зарегистрированными лицами. Однако данный вопрос имеет смысл рассмотреть шире.

Согласно пункту 1 статьи 44 Федерального закона «Об акционерных обществах», общество обязано обеспечить ведение и хранение реестра акционеров общества в соответствии с правовыми актами Российской Федерации с момента государственной регистрации общества. Содержание обязательства по ведению и хранению реестра акционеров общества раскрывается в регулировании Закона о рынке ценных бумаг.

Так, согласно статье 8 Закона о рынке ценных бумаг реестром владельцев ценных бумаг является формируемая на определенный момент времени система записей о лицах, которым открыты лицевые счета, записей о ценных бумагах, учитываемых на указанных счетах, записей об обременении ценных бумаг и иных записей в соответствии с законодательством Российской Федерации. Также согласно указанной статье деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг. Далее существо обязательства по ведению и хранению реестра акционеров уточняется в содержании ответственности эмитента и регистратора за нарушение указанного обязательства. Согласно пункту 310 статьи 8 Закона о рынке ценных бумаг эмитент (лицо, обязанное по ценным бумагам) и держатель реестра несут солидарную ответственность за убытки, причиненные в результате нарушения порядка учета прав, порядка совершения операций по счетам (порядка ведения реестра), утраты учетных данных, предоставле-

ния из реестра неполной или недостоверной информации.

Резюмируя изложенное, обязательство по ведению и хранению реестра владельцев акций выражается в учете прав на акции, в достоверном подтверждении этих прав, в осуществлении их перехода, а также в установлении и снятии обременений и ограничений распоряжения акциями.

При этом, в случае если переход прав на акции, равно как и установление и снятие обременения, осуществляется регистратором по распоряжению зарегистрированного лица, с последнего регистратором взимается плата за проведение операции, несмотря на то что сама операция проводится на основании договора эмитента с регистратором и также находится в зоне ответственности эмитента.

Данное обстоятельство обращает внимание на правовой дисбаланс в отношениях эмитента, регистратора и зарегистрированного лица. Эмитент как лицо, обязанное по ценной бумаге, должен проявлять заботу об интересе своих акционеров в части реализации их прав по ценным бумагам. Однако вопрос перехода прав на ценные бумаги или их обременения правами третьих лиц больше относится к реализации абсолютных имущественных прав их обладателей, а не к реализации прав по ценным бумагам. В этой связи предлагается разделить функции по ведению и хранению реестра владельцев ценных бумаг на следующие виды:

1) функции по учету прав на ценные бумаги (сюда относится все, что неразрывно связано с реализацией прав по ценным бумагам: хранение записей, удостоверяющих права на ценные бумаги (записей о количестве ценных бумаг на счетах, анкетных данных зарегистрированных лиц), подтверждение прав на ценные бумаги (предоставление выписок и справок), открытие лицевых счетов и изменение анкетных данных зарегистрированных лиц);

2) функции по проведению операций по лицевым счетам по поручению эмитента (погашение, конвертация), операций без распоряжения зарегистрированного лица (предъявление ценных бумаг к выкупу, обязательный выкуп и т.д.);

3) функции по проведению операций на основании требования органов власти, решений

судов и т.д. (ограничение распоряжения ценными бумагами, обращение взыскания);

4) функции по переходу прав на ценные бумаги, установлению и снятию обременений на основании распоряжения зарегистрированного лица.

Первый вид функций непосредственно связан с правами зарегистрированного лица в отношении эмитента, определяющий его как сторону обязательственных и иных отношений, вытекающих либо из ценной бумаги, либо из факта ее владения. Такие функции могут и должны входить в зону ответственности эмитента солидарно с регистратором и исполняться по договору эмитента с регистратором. Оплата исполнения указанных функций также должна лежать на эмитенте.

Второй вид функций связан с операциями в результате действий эмитента (в том числе по требованию владельца ценных бумаг) либо действий владельца ценных бумаг, осуществляющего их выкуп в силу закона. Они также больше относятся к операциям, проводимым на основании возмездного договора эмитента с регистратором и должны входить в зону их солидарной ответственности.

Третий вид функций связан с операциями, которые находятся вне договорных отношений регистратора с эмитентом или зарегистрированным лицом. Поэтому ответственность за их проведение полностью должна лежать на регистраторе.

Четвертый вид функций касается расчетов по сделкам с ценными бумагами. Представляется целесообразным относить их к возмездным договорным отношениям регистратора и зарегистрированного лица, за которые эмитент не должен нести ответственности. Принимая во внимание статус регистратора в прямых отношениях эмитента и зарегистрированных лиц, договор, на основании которого регистратор по распоряжению зарегистрированных лиц будет осуществлять переход прав на ценные бумаги, фиксацию и снятие обременения ценных бумаг, должен быть публичным договором. При этом такие договоры, как договор условного депонирования и иные договоры, предусматривающие обязанность регистратора контролировать исполнение обеспеченного ценными

бумагами обязательства, могут существовать за рамками публичного договора.

Такая модель распределения обязанностей и ответственности регистратора и эмитента в большей мере соответствует фактически сложившимся отношениям между зарегистрированными лицами, регистратором и эмитентом. Кроме того, она позволяет отделить оказание услуг эмитенту по обеспечению учета прав на ценные бумаги от услуг зарегистрированному лицу по проведению расчетов в ценных бумагах. Это в свою очередь позволяет упразднить существующий неэффективный механизм регулирования тарифов регистратора, заменяя его конкурентным механизмом ценообразования. Следует, однако, оговориться, что для устранения возможности для регистраторов извлекать преимущества из своего монопольного положения по отношению к зарегистрированным лицам операции по переводу ценных бумаг с лицевого счета зарегистрированного лица на лицевой счет номинального держателя без изменения правообладателя должны осуществляться на безвозмездной основе.

Вопросы для обсуждения:

1. Считаете ли Вы, что взимание платы регистратором с зарегистрированных лиц за исполнение их распоряжения на проведение операций по их лицевым счетам является правильным и обоснованным?
2. Является ли, на Ваш взгляд, существующее регулирование тарифов регистраторов объективным, полностью отвечающим интересам регистраторов, эмитентов и зарегистрированных лиц? Почему Вы так считаете?
3. Считаете ли Вы возможным полное изменение архитектуры учета прав на ценные бумаги под влиянием новых технологических решений?
4. Считаете ли Вы, что при существующем регулировании учета прав на ценные бумаги интересы, права, обязанности и ответственность эмитентов, регистраторов, депозитариев и инвесторов сбалансированы или требуются изменения? И если требуются, то в какой области?

4. КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ С УЧАСТИЕМ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

В целях повышения эффективности работы учетной инфраструктуры представляется целесообразным создать нормативную базу, позволяющую внести правовую определенность в отношения, возникающие при кредитовании ценными бумагами с участием учетных институтов.

Депозитарии сами по себе являются обладателями ценного ресурса, позволяющего при разумном использовании повысить экономическую эффективность депозитарного бизнеса и за счет этого компенсировать свои издержки и снизить тарифы на депозитарное обслуживание. В частности, депозитарии концентрируют в себе большой объем информации о ценных бумагах, которыми обладают их клиенты, а также о ценных бумагах, пользующихся наибольшим спросом для приобретения на короткий период.

Одним из способов использования этой информации является организация сервиса по предоставлению ценных бумаг в «заем»¹. Данная практика достаточно распространена на рынках² и обусловливается потребностью заемщика осуществить поставку ценных бумаг либо передать ценные бумаги определенного качества в обеспечение в ситуации, когда ценные бумаги у него отсутствуют.

Попытки учетных институтов организовать сервис кредитования ценными бумагами на российском рынке предпринимались достаточно давно. Вместе с тем до сих пор этот пер-

спективный сегмент не получил своего распространения.

Так, в 2011–2012 годах сервис по расчетному кредитованию ценными бумагами предоставлялся учетной инфраструктурой (депозитарием) с использованием механизма договоров репо. Важно отметить, что депозитарий выступал в качестве технического агента – осуществлял подбор сторон для заключения сделки репо и предоставлял информационную поддержку заинтересованным сторонам.

Указанная модель характеризуется тем, что технический агент, выбравший заемщика, не отвечает перед займодавцем за кредитный риск последнего. Вместе с тем реализация кредитного риска влечет за собой целый комплекс негативных последствий для займодавца: невозможность распоряжения ценными бумагами в необходимый срок, невозможность осуществления корпоративных прав. Кроме того, получение доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг денежных выплат займодавцем также находится в зависимости от исполнения своей обязанности по передаче таких выплат заемщиком.

По нашему мнению, подобное распределение риска негативно повлияло на востребованность сервиса среди депонентов.

Кроме того, в рамках взаимодействия с представителями депозитарного бизнеса Банк России получил информацию о том, что значительным препятствием на пути развития сервисов по предоставлению займов ценными бумагами является отсутствие проработанных правовых механизмов, позволяющих предсказуемо управлять рисками сторон.

Необходимо отметить, что вышеописанная модель организации займа ценных бумаг с участием технического агента не является един-

¹ Здесь и далее по тексту речь идет не о юридических отношениях займа, а об экономической сущности, вне зависимости от юридической конструкции, используемой для их оформления (заем, репо, кредитование, продажа с обязательным обратным выкупом); в аналогичном смысле употребляются термины «заемщик» и «займодавец».

² *An Introduction to Securities Lending, First Canadian Edition, Mark C. Faulkner, Managing Director, Spitalfields Advisors. Mark C. Faulkner, 2006.*
https://www.canseclend.com/wp-content/uploads/2016/02/Introduction_to_Securities_Lending_Canada.pdf

ственной. Например, за рубежом³ (Франция, Нидерланды, Канада) используется модель, в соответствии с которой посредник, предоставляющий сервис по займу ценными бумагами, выступает стороной по заключаемым договорам займа, принимая на себя все соответствующие риски.

При такой модели кредитный риск заимодавца абсорбируется крупным финансовым посредником (кастодианом), обладающим ресурсами по недопущению дефолта по обязательствам в случае просрочки заемщика. Кроме того, указанный посредник, в соответствии с условиями договора, обязан обеспечить получение депонентом всех доходов по ценным бумагам, иных причитающихся владельцам таких ценных бумаг выплат, а также осуществление заимодавцем иных прав.

С учетом уже имеющегося российского опыта представляется, что модель, предполагающая участие депозитария в качестве стороны в отношениях займа ценными бумагами, позволит свести к минимуму кредитный риск заимодавца, а также обеспечить реализацию всего спектра прав депонента, связанного с ценными бумагами, переданными в заем. Для достижения обозначенных целей необходимо закрепить на уровне закона права депозитария использовать ценные бумаги депонента, в случае если это предусмотрено депозитарным договором с учетом следующих обязанностей депозитария:

- вернуть используемые ценные бумаги по требованию заимодавца;
- обеспечить получение заимодавцем всех доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам таких ценных бумаг денежных выплат, а также выписок и иной информации;
- обеспечить реализацию всего спектра корпоративных прав заимодавца, связанных как с управлением обществом (например, голосование), так и непосредственно с суц-

ностью бумаги (например, участие в выкупах).

Вышеуказанные механизмы защиты в той или иной форме представлены в зарубежных юрисдикциях, где рассматриваемый институт получил развитие. Так, например, в отдельных юрисдикциях предусмотрена возможность лица, предоставившего право на использование принадлежащих ему ценных бумаг, требовать немедленного возвращения ему ценных бумаг, вне зависимости от того, используются ли такие ценные бумаги в данный момент (recall)⁴.

Таким образом, в случае реализации предложенной модели заемщики получают доступ к крупному спектру и объему ценных бумаг; депоненты, выступающие заимодавцами, и депозитарии получают дополнительный источник дохода; кроме того, депозитарии получают возможность снизить стоимость оказания депозитарных услуг⁵.

При этом потребуется произвести перенастройку параметров финансовой устойчивости депозитариев, оказывающих услуги по предоставлению в заем ценных бумаг, для укрепления защиты имущественных прав депонентов, предоставивших депозитарию право использования своих ценных бумаг.

Кроме того, следует обратить внимание на некоторые проблемные аспекты рассматриваемых операций учетных институтов. Так, временная передача депонентом-кредитором прав на ценные бумаги потребует распределения обязанности по уплате налоговых платежей, возникающей в случае выплаты доходов по этим активам, между депонентом-кредитором и заемщиком. Регулирование правоотношений в этой части потребует в том числе решения об определении налогоплательщика, налогового агента, момента возникновения обязанности по уплате налога. Представляет-

³ *An Introduction to Securities Lending, First Canadian Edition, Mark C. Faulkner, Managing Director, Spitalfields Advisors. Mark C. Faulkner, 2006. https://www.canseclend.com/wp-content/uploads/2016/02/Introduction_to_Securities_Lending_Canada.pdf*

⁴ *Securities Lending, A Guide for Policymakers, ISLA. https://www.isla.co.uk/system/files/2017-10/sl_aGuide_for_Policy_makers.pdf.*

⁵ Как показывает практика, брокеры, использующие денежные средств своих клиентов, находящиеся на специальных брокерских счетах, устанавливают более либеральные тарифы на брокерское обслуживание.

ся, что при установлении регулирования налогообложения таких операций может быть учтена специфика регулирования налогообложения доходов по операциям репо с ценными бумагами и выявленные за время его применения проблемы.

Вопросы для обсуждения:

1. Дайте Вашу оценку целесообразности развития института займа ценными бумагами в Российской Федерации.
2. Повлияет ли реализация предложений, приведенных в настоящей главе доклада, на распространение услуг по предоставлению займов ценными бумагами?
3. Какие дополнительные трудности вы видите при реализации предлагаемой модели? Следует ли что-то скорректировать или уточнить?

5. ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ПОДХОДЫ К ЗАЩИТЕ ИМУЩЕСТВЕННЫХ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ

Центральное место, которое учетная инфраструктура занимает в отношениях инвестора и эмитента, определяет значение учетных записей, содержащихся в учетной системе, для подтверждения прав инвесторов на ценные бумаги, а также реализации закрепленных ими прав.

Любая учетно-расчетная система, представляющая собой комплекс институтов, функционирующих и взаимодействующих между собой и иными участниками рынка с соблюдением определенных правил и принципов, может порождать риски, связанные с возникновением финансовых или операционных трудностей у ее участников. В случае реализации подобных рисков принципиально важным является исключение превращения учетной системы, призванной служить гарантом сохранности прав инвесторов, в канал распространения на них риска утраты имущества, порожденного системой.

Многочисленные стандарты международного регулирования финансового рынка, рекомендации и принципы имеют своей целью формирование учетной инфраструктуры, которая в состоянии препятствовать трансформации рисков ее отдельных участников в риск клиентов таких участников. Так, финальный доклад Международной организации комиссий по ценным бумагам «Стандарты для депозитария по учету коллективных инвестиций»¹ содержит рекомендации депозитариям использовать все необходимые и доступные средства для обеспечения надлежащего учета, безопасного хранения, однозначного определения принадлежности клиентских активов, а финальный доклад «О рекомендациях относительно защиты клиентских активов»² предусматривает обязанность нацио-

нальных регуляторов устанавливать требования, выполнение которых позволит обеспечить соответствующий уровень организации учетной инфраструктуры. Указанные международные документы, признавая многообразие рисков, возникающих в деятельности участников учетной инфраструктуры, особое внимание уделяют риску утраты клиентами своих активов в связи с банкротством финансового посредника, осуществляющего их учет и хранение, или прекращением осуществления им лицензируемой деятельности и устанавливают обязанность учетных институтов предлагать инвесторам возможность использования специальных механизмов, предоставляющих средства усиленной защиты от подобного риска.

Наравне с такими узкотематическими проектами, как документ Совета по финансовой стабильности «Ключевые параметры эффективного урегулирования банкротства финансовых организаций»³, упомянутые выше документы в качестве наиболее действенного механизма, позволяющего гарантировать клиентам участников инфраструктуры рынка ценных бумаг однозначное определение принадлежности активов (идентификации титула владения), в том числе в случае утраты записей в цепи номинальных держателей, указывают сегрегацию активов⁴. Одновременно указанные регламенты и доклады предусматривают обязанность финансовых организаций предоставлять клиентам информацию о типах сегрегации их активов и наличии цепочек номинальных держателей, участвующих в учете прав на ценные бумаги.

¹ *The Final Report on Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets, November 2015, IOSCO.*

² *The Final Report on Recommendations Regarding the Protection of Client Assets, January 2014, IOSCO.*

³ *The Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, October 2014, Financial Stability Board.*

⁴ В настоящем отчете термин «сегрегация активов» используется для обозначения метода защиты активов депонентов, который подразумевает использование для учета прав на них отдельных счетов депо (лицевых счетов) номинального держания.

Информационная вставка¹

Осознание сегрегации активов в качестве эффективной меры защиты активов формировалось в международном финансовом сообществе постепенно и в связи с рядом нашумевших событий, приведших к значительным потерям инвесторов.

К числу таких событий относят скандал, связанный с пенсионными фондами Максвелла, разразившийся в конце 80-х годов прошлого века, когда десятки тысяч участников пенсионных схем понесли существенные потери в результате незаконного использования управляющей компанией активов пенсионных фондов для финансирования деятельности компаний, входивших в империю Роберта Максвелла.

Крах Barings Bank в 1995 году не привел к утрате ценных бумаг его клиентами, в пользу которых банк осуществлял их хранение; финансовые потери таких клиентов были спровоцированы невозможностью воспользоваться принадлежащими им активами до завершения процедуры банкротства банка-депозитария.

¹ Абрамов А. До введения в действие новых стандартов регулирования депозитарной деятельности необходим объективный и всесторонний анализ последствий этого шага (Учтут ли регуляторы российского фондового рынка позитивный опыт своих коллег из Великобритании?) // Депозитариум. 1999. № 9.

Каждая юрисдикция самостоятельно выбирает форму сегрегации активов на счетах учетных институтов, определяет уровни ее организации (на уровне финансовых посредников или центральных клиринговых контрагентов и центральных депозитариев), закладывает в основу сегрегации тот или иной принцип⁵. Европейская ассоциация центральных депозитариев относит Россию к числу стран с так называемыми «омнибусными рынками», в которых сегрегация обеспечивается на уровне финансовых

⁵ Кастодиальная система в Великобритании. Из доклада «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности», подготовленного группой консультантов в составе А. Агеева, Г. Аксеновой, А. Назарова, А. Ефремова, М. Матина, А. Вишневецкого // Депозитариум. 1998. № 5. С. 14.
Poland: Omnibus accounts coming January 1. // Global Custodian, 2011, November 7. Информация о разных уровнях сегрегации и соответствующей защите активов клиентов // https://www.seb.lv/sites/default/files/web/files/webstorange/product_documents/mifid/informacija_par_vertspapiru_noskiruma_limeniem_LEGAL_RU.pdf.

посредников⁶. Действительно, Закон о рынке ценных бумаг содержит в статье 7 требование о заключении между депозитарием и депонентом депозитарного договора, предусматривающего открытие и ведение отдельного от других счетов депо депонента. Требований об обеспечении депозитарием, привлеченным депозитарием депонента для исполнения обязанностей по хранению и/или учету прав на ценные бумаги, сегрегированного учета активов депонентов депозитария предыдущего уровня, в российских законах не содержится. В этой связи участники российской инфраструктуры, которым предоставлена возможность открывать требуемое количество счетов депо на основании одного депозитарного договора⁷, в общем случае принимают самостоятельное решение об обеспечении того или иного уровня сегрегации активов депонентов на своих счетах номинального держания.

С целью повышения доверия инвесторов к учетной системе и вовлечения в деятельность российских институтов учетной инфраструктуры лучших мировых практик Банк России полагает необходимым предоставить клиентам учетных институтов возможность определения требуемого уровня сегрегации принадлежащих им активов. Определение уровней сегрегации активов, доступных клиентам учетной инфраструктуры, представляется необходимым проводить с учетом рекомендаций международных и европейских финансовых организаций и ассоциаций. В частности, Банк России полагает целесообразным принять во внимание требования, предъявляемые нормативными актами Европейского союза к деятельности центральных депозитариев в части обеспечения возможности сегрегированного учета активов конечных инвесторов⁸, и закрепить законодательно обязанность верхнеуровневых учетных институтов (центрального депозитария и регистраторов) обеспечивать возможность ведения сегрегиро-

⁶ Account segregation practices at European CSDs, October, 2015, EUCSDA.

⁷ Положение Банка России от 13.11.2015 № 503-П «О порядке открытия и ведения депозитариями счетов депо и иных счетов».

⁸ Regulation (EU) #909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (CSDR).

ванного учета ценных бумаг конечных бенефициаров.

В случае определения предлагаемого решения в качестве инструмента защиты прав инвесторов потребуется закрепление на уровне закона обязанности финансовых организаций предоставлять депонентам информацию о доступных уровнях сегрегированного учета активов, а также о затратах, связанных с их обеспечением.

В основу предлагаемого к обсуждению подхода представляется необходимым положить следующие принципы (Таблица 3).

Также представляется целесообразным установление временного регламента для внесения записей центральным депозитарием и держателем реестра по сегрегированным счетам, в соответствии с которым записи по таким счетам осуществляются при закрытии операционного дня в формате отражения нетто-результатов дневных операций. При таком подходе механизм сегрегации представляется возможным реализовать и в целях учета перехода прав на ценные бумаги в результате торговых операций.

Таблица 3

№ п/п	Описание принципа	Способ реализации принципа	Обоснование способа реализации принципа
1	Участие депонентов в выборе способа учета принадлежащих им активов	Депозитарии предоставляют депонентам возможность выбора обособленного учета принадлежащих им активов на отдельном счете депо номинального держателя на всех уровнях цепи номинальных держателей, участвующих в учете прав на такие активы, включая уровень центрального депозитария (для ценных бумаг публичных компаний) и уровень учетного института, осуществляющего ведение реестра (для ценных бумаг остальных компаний), в качестве способа ведения учета прав на активы	Представляется преждевременным установление требования об обязательном предложении депозитариями клиентам выбора между учетом прав на ценные бумаги на сегрегированных или омнибусных счетах номинального держателя. По мнению Банка России, реализация предлагаемого в настоящем докладе диспозитивного подхода позволит обеспечить поступательное развитие новой практики и получить эмпирические данные об эффективности сегрегированного учета и сопряженных с его реализацией затратах в целях принятия решения о последующем переходе от диспозитивного к императивному регулированию*
2	Обеспечение стабильности модели депозитарного учета	Сохранение многоуровневой модели депозитарного учета, реализованной на территории Российской Федерации	Передача функции по ведению счетов владельцев на уровень центрального депозитария или регистратора представляется нецелесообразной. По мнению Банка России, сохранение ее выполнения за депозитариями будет препятствовать монополизации рынка депозитарных услуг
3	Обеспечение прозрачности информации о цепочках номинальных держателей	Установление обязанности депозитариев обеспечивать прозрачность информации о номинальных держателях, участвующих в депозитарных цепочках, о стоимости услуг по ведению обособленного учета активов на уровне центрального депозитария или регистратора	Доступность депонентам таких сведений предоставит им возможность надлежаще оценивать кастодиальный риск, принятый на себя учетным институтом, затраты, сопровождающие учет прав на ценные бумаги, и принимать соответствующие решения о выборе депозитария
4	Хранение номинальными держателями – участниками цепочки информации о владельце ценных бумаг	На уровне номинальных держателей, включая центральный депозитарий, и уровне учетного института, осуществляющего ведение реестра, обеспечивается хранение информации об идентификаторе владельца ценных бумаг	Подобный подход предоставит возможность однозначного определения принадлежности учитываемых на счете депо или лицевом счете номинального держателя активов, а также исключит распространение персональных данных депонентов в цепи номинальных держателей
5	Определение статуса записей по счетам депо номинального держателя в центральном депозитарии и записей по лицевым счетам номинального держателя у регистратора	Записи по счетам депо номинального держателя в центральном депозитарии и записи по лицевым счетам номинального держателя у регистратора, ведение которых осуществляется в интересах конечных инвесторов, наделяются статусом правоустанавливающих в целях установления прав на ценные бумаги в случае утраты записей депозитарием. Право распоряжения активами, в отношении которых осуществляется сегрегированный учет, с целью перевода их в новое место учета, как представляется, инвестор должен приобретать только в случае аннулирования лицензии у депозитария	По мнению Банка России, конечный инвестор, в отношении ценных бумаг которого осуществляется сегрегированный учет, должен обладать правом обратиться в центральный депозитарий или к регистратору, обеспечивающему ведение такого учета, с целью получения выписки, подтверждающей наличие соответствующих записей по счетам номинального держателя, в любой момент

* Данный подход позволит учесть опыт Совета по ценным бумагам и инвестициям Великобритании (Securities and Investment Board, SIB) по установлению требований к уровню сегрегации активов и способам их обеспечения учетными институтами. Так, при введении стандартов регулирования кастодиальной деятельности SIB скорректировал первоначальное предложение об обязанности банков и инвестиционных банковских учреждений вести учет активов своих клиентов в специально созданных для этого компаниях, поскольку, по оценкам представителей профессионального сообщества, такое решение повлекло бы за собой дополнительные расходы в размере около 100 млн фунтов стерлингов. См.: Абрамов А. До введения в действие новых стандартов регулирования депозитарной деятельности необходим объективный и всесторонний анализ последствий этого шага (Учтут ли регуляторы российского фондового рынка позитивный опыт своих коллег из Великобритании?) // Депозитариум. 1999. № 9.

В соответствии с пунктом 1 статьи 149 Гражданского кодекса Российской Федерации право требовать от обязанного лица исполнения по бездокументарной ценной бумаге признается за лицом, указанным в учетных записях в качестве правообладателя, или за иным лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге.

Использование сегрегации активов на уровне центрального депозитария или держателя реестра повлечет за собой существование дублирующих записей о правообладателе по ценным бумагам, содержание которых может отличаться от содержания записей депозитария. Средством защиты прав инвесторов в случае утраты депозитарием записей по счетам депо сегрегация активов на уровне центрального депозитария или держателя реестра станет при условии закрепления на уровне Гражданского кодекса Российской Федерации правоустанавливающего значения соответствующих учетных записей в отношении ценных бумаг в случае утраты записей депозитарием.

Предлагаемое к обсуждению нововведение будет способствовать решению следующих проблем:

1. Сегрегированный учет ценных бумаг депозитариями – участниками цепи номинального держания позволит обеспечить незамедлительное восстановление прав владельцев ценных бумаг в случае утраты учетных записей на любом уровне цепочки номинальных держателей.
2. Учетная инфраструктура сможет обеспечить защиту активов депонентов, определивших сегрегацию на счетах учетной инфраструктуры в качестве принципа их учета, в случае, если профессиональный участник рынка ценных бумаг при прекращении деятельности не передал учетные записи о депонентах, а также предоставить бенефициарам возможность доказательства прав на активы.
3. Тем самым будет решена основная задача – обеспечено повышение доверия инвесторов к учетной системе рынка ценных бумаг.

В целях формирования объективной оценки эффективности имплементации данного подхода требуется указание на допущения, подлежащие принятию во внимание в ходе обсуждения предлагаемого решения.

Реализация предлагаемого подхода предоставит возможность защиты прав только тем инвесторам, которые определяют сегрегацию на уровне головного звена в системе учета прав на ценные бумаги в качестве способа учета принадлежащих им активов. Поскольку обеспечение возможности ведения сегрегированного учета активов посредством ведения отдельных счетов номинального держателя в центральном депозитарии или держателе реестра приведет к повышению стоимости депозитарных услуг для клиентов, которые примут решение о ведении такого учета в отношении принадлежащих им активов, уровень ценовой доступности такой услуги депозитария может ограничить доступ к услуге для владельцев небольших пакетов ценных бумаг. В таком случае преимуществами сегрегированного учета смогут воспользоваться только крупные инвесторы.

Вопросы для обсуждения:

1. *Целесообразна ли, с Вашей точки зрения, реализация предлагаемого подхода?*
2. *Полагаете ли Вы достаточной мерой для защиты активов депонентов формирование механизма ведения сегрегированного учета ценных бумаг клиентов номинальных держателей на уровне верхнеуровневого учетного института без закрепления обязанности депозитариев предоставлять клиентам соответствующий выбор или требуется установление регуляторного требования о предоставлении депозитариями клиентам возможности ведения такого учета?*
3. *Учитывая перспективы развития технологии блокчейн в посттрейдинговой инфраструктуре, которая может исключить необходимость сегрегированного учета ценных бумаг на уровне центрального депозитария или держателя реестра, считаете ли Вы целесообразной реализацию предложенных подходов?*
4. *Какие сведения, отличные от персональных данных депонентов, смогут служить идентификатором, подлежащим хранению в цепи номинальных держателей, для определения принадлежности ценных бумаг конечному инвестору?*

