

ПРОБЛЕМЫ ИНСТИТУТА НОМИНАЛЬНОГО ДЕРЖАНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

(по материалам «круглого стола», проведенного ПАРТАД 20 октября 2005 г.)

ПЕТР ЛАНСКОВ

Инфраструктурный институт

Наш «круглый стол» посвящен одной из функций, которыми предполагается наделить Центральный депозитарий. В течение последних лет все, что касается Центрального депозитария, находится в центре внимания большинства членов нашего профессионального сообщества, особенно тех экспертов и организаций, которые отождествляют себя с инфраструктурой фондового рынка России. ПАРТАД и ее Инфраструктурный институт всегда вносили свою лепту в подобные дискуссии. В 2004 г. примерно в том же составе было проведено заседание «круглого стола», на котором обсуждался первый вариант концепции закона о Центральном депозитарии. Сегодня стоит вопрос о разработке самого закона. Нам не приходится рассчитывать на то, что кто-либо разработает идеальный закон, нам останется только поаплодировать его содержанию. Вряд ли мы сможем и моральную, и интеллектуальную ответственность за итоговое содержание закона возложить на кого бы то ни было. Необходимо думать обо всех возможных аспектах и готовить и себя, и инфраструктурные организации к появлению закона.

Представляется полезным не только для инфраструктурных институтов, но и для государственных регулирующих органов провести анализ одного из важных смысловых моментов концепции закона о Центральном депозитарии и ныне существующего законодательства о рынке ценных бумаг — института номинального держания ценных бумаг.

Разработчики концепции настаивают на единственности ЦД в качестве номи-

нального держателя в реестрах, чем дают нам и повод, и причину подвести некие интеллектуальные итоги 10-летних раздумий относительно номинального держания и попыток использования этого института. Наша задача — не просто добиться идеальной концепции или идеального закона о Центральном депозитарии, а заниматься осмысленной реконструкцией законодательства о рынке ценных бумаг и корпоративного законодательства. И в этом плане такой неустоявшийся и спорный его элемент, как институт номинального держателя, ничем не хуже других возможных исходных точек исследования.

ГАЙНАН АВИЛОВ

Центр частного права

Мы подготовили заключение по вопросам, касающимся концепции закона «О Центральном депозитарии». Сразу хочу сказать, что лично ничего не имею против самой идеи Центрального депозитария как места, через которое проходят операции с бездокументарными ценными бумагами и ведутся клиринговые расчеты. Проблема, на мой взгляд, в другом: концепция выстроена вокруг того, что Центральный депозитарий будет единственным депозитарием первого уровня, зарегистрированным в качестве номинального держателя в реестрах владельцев именных ценных бумаг всех акционерных обществ в Российской Федерации. Это означает, что Центральный депозитарий станет единственным акционером всех акционерных обществ России в части фондовых инструментов, которые обращаются на организованных рынках. Закон о рынке ценных бумаг — очень хит-

рый: пытается убедить инвесторов, что при депонировании ценных бумаг акционерами остаются они, а депозитарий — это номинальный держатель. Где-нибудь в Голландии, действительно, все просто: депозитарная деятельность сосредоточена в крупнейших банках, и когда клиент депонирует ценные бумаги в банке, т. е., по сути, в депозитарии, он приобретает простое обязательственное требование к банку. С компанией-эмитентом его ничего не связывает: акционером является депозитарий, и нет никакого номинального держания.

Невозможно взять из американского права категорию номинального держания в отношении акций и «приклеить» ее к континентальной правовой системе. Те, кто делают это, должны как минимум заимствовать институт траста, потому что номинального держания без доверительной собственности не бывает. А еще лучше заменить свою правовую систему на американскую и желательно импортировать все правоприменительные институты, включая судебную систему вместе с судьями и с прокуратурой, и тогда все это у нас заработает. Сама конструкция номинального держания внешне выглядит очень красивой и как будто бы что-то решает, но она не имеет абсолютно никакой опоры в нашем законодательстве и нашей теории гражданского права. Речь идет именно о гражданском праве, потому что эта конструкция Законом о рынке ценных бумаг введена именно как гражданско-правовой институт. В Гражданском кодексе не прописано не только номинальное держание, но и вообще держание. Разве мы не знаем, что это такое?

В то же время суды должны опираться на категории закона. Возникают слож-

ности, так как непонятно, какой титул имеет депозитарий или любой номинальный держатель, *во-первых*, на сами эти бумаги и, *во-вторых*, какими отношениями он связан с эмитентом, реестродержателем и своим клиентом.

Недавно состоялась очень интересная дискуссия в Высшем арбитражном суде о возможности виндикации депонированных акций. (Виндикация — гражданско-правовой институт, который означает истребование вещи из чужого незаконного владения.) Если по каким-то причинам вещь одного человека оказалась у другого, то первый может ее виндцировать (т. е. предъявить иск в суд об истребовании этой вещи у владельца), если он является ее собственником, т. е., как раньше говорили, если его титул на эту вещь «крепче». Это классический институт, идущий из римского права, который означает, что, *во-первых*, должна быть вещь и, *во-вторых*, эта вещь должна быть индивидуально определена, т. е. должна быть установлена связь между мной как собственником и этой вещью. Если имеется просто количество каких-то вещей, например 10 кг муки в общем мешке, то их владелец не может их виндцировать, потому что невозможно установить, какие именно килограммы были в его владении и потом выбыли из него. Если речь идет о применении этого института к бездокументарным бумагам, то, на мой взгляд, получается полный абсурд: *во-первых*, нет вещи, *во-вторых*, эти бумаги деперсонифицированы. Когда они скапливаются в депозитариях, а в случае многоуровневой системы еще и на счете депо первого депозитария, в котором открывают свои счета депо другие депозитарии, то бумаги, принадлежащие разным владельцам, перемешиваются. Таким образом, нельзя говорить о виндикации неких идеальных сущностей, которые к тому же никак не индивидуализированы. Это может привести к чудовищным последствиям. К большому сожалению, некоторым нашим фе-



деральным арбитражным судам полюбилась эта идея, и они всячески несут ее в массы, не понимая, чем все кончится.

Мне кажется, нужно идти по другому пути: следует, *во-первых*, честно сказать, что не существует бездокументарных ценных бумаг (это не ценные бумаги, а финансовые инструменты), *во-вторых*, отказаться от конструкции номинального держания и построить нормальную систему отношений. Не надо пытаться рассматривать финансовый рынок в рамках классических гражданско-правовых институтов, которые на это не рассчитаны и потому вообще не могут здесь применяться.

В законе должны быть определены способы индивидуализации финансовых инструментов, для того чтобы в каждый момент можно было с помощью записи на счете у депозитария или в системе ведения реестра увидеть конечного их владельца-инвестора, заплатившего за них деньги, либо признать, что в случае депонирования бумаги права акционера переходят к этому депозитарию, а приобретаются просто обязательственные требования к нему. Что касается Центрального депозитария, то основная проблема, на мой взгляд, состоит в серьезном ограничении конкуренции на рынке и в какой-то степени даже в уста-

новлении искусственных барьеров для входа в этот рынок, что противоречит не только антимонопольному законодательству, но и Конституции, поскольку ст. 8 и 34 предусматривают недопустимость установления ограничений конкуренции. При введении в действие закона, построенного по концепции ФСФР, депозитарии, уже существующие и являющиеся профессиональными участниками рынка, в лучшем случае станут номинальными держателями 2-го уровня, т. е. уже не смогут оказывать своим клиентам спектр услуг, которые они могли бы оказывать, если бы сами были зарегистрированы в системе ведения реестра у реестродержателя, — они как бы отстраняются на одну ступень от эмитента. Кроме того, исходя из концепции можно предположить, что Центральный депозитарий сам будет выбирать, с какими депозитариями ему вести дела, т. е. каким депозитариям он в своей системе счета депо откроет, а каким нет. Это означает, что некоторые депозитарии автоматически станут депозитариями третьего уровня либо вообще будут вынуждены уйти с этого рынка.

Такая система, мне, честно говоря, не очень нравится по причине противоречия конкурентным принципам, заложенным в нашем законодательстве.

Дмитрий Степанов
адвокат

Я хотел бы подойти к решению следующей проблемы: какое место занимает в учетной системе номинальный держатель с позиции гражданского права? Основная проблема с институтом номинального держания — это отсутствие в отечественном гражданском праве института «держания». Дело в том, что если мы обратимся, скажем, к немецкому праву, то



Д. Степанов

увидим, что там наряду с владением для себя выделяется также «владение слуги», или владение в чужом интересе. Другое дело, что преваляющая позиция заключается в том, что владение — это всегда владение для себя, а «владение слуги», или «держание», — это некая смысловая конструкция, которая имеет право на существование. Обращаясь к отечественному гражданскому праву, мы видим отсутствие общей конструкции «держания», т. е. владения не для себя, и у нас возникают первые доктринальные вопросы: как вообще описать фигуру номинального держателя, куда его отнести, к каким отношениям, каким образом квалифицировать все правовые проблемы, которые при этом возникают? Мне кажется, что без принципиального ответа на данные вопросы какие-либо дальнейшие доктринальные рассуждения, в общем-то, не имеют смысла. Если все-таки вернуться к институту Центрального депозитария, то опять-таки необходимо оттолкнуться от неких чистых, если угодно, идеально-типических моделей. *Первая модель* — это реестровый учет, *вторая* — депозитарный учет. Специалистам не нужно объяснять, что традиционно мы исходим из понимания, что реестровый учет — это непосредственный учет, т. е. связь владельца ценной бумаги и эмитента, чистая конструк-

ция, а депозитарный учет — это связь владельца и привлеченного им профессионального участника на основе специального договора. Но, повторяюсь, это некие крайности, чистые смысловые модели, между ними есть промежуточные варианты. Предлагаемая концепция Центрального депозитария, по сути, пытается совместить две модели, но, как мне кажется, при этом теряются логические предпосылки той и другой модели.

Существуют промежуточные варианты этих моделей в виде обязательного централизованного хранения ценных бумаг, обездвижения ценных бумаг, сюда же можно отнести и институт глобального сертификата, «джамбо-сертификат» и т. д., когда фактически ценная бумага вроде бы находится в непосредственном учете, но в силу своей «обездвиженности» это не имеет никакого значения, так как операции по поводу ценной бумаги начинают совершаться в связи с депозитарным учетом глобального сертификата либо некой части ценных бумаг, которая учитывается у номинального держателя.

Проблему монополизации рынка можно было бы отрегулировать на уровне антимонопольного законодательства, но я хотел бы подойти к этой проблеме с другой стороны. Вообще говоря, зачем нужна централизация учета на ценные бумаги применительно к одному или нескольким рынкам?

В концепции федерального закона о Центральном депозитарии указывается на то, что такой централизацией снимаются риски учетной системы, риски расчетов по ценным бумагам и т. д., но не получится ли так, что, снимая один риск, мы порождаем другой? С позиции практикующего юриста, адвоката считаю, что, как только мы вводим некий централизованный институт для учета ценных бумаг хотя бы в некоем ограниченном сегменте (например, только в части тех обращающихся ценных бумаг, которые отошли на организованный рынок), он становится единственным судьей в вопросе, каким образом исполнять те или иные распоряжения клиента, как будут двигаться ценные бумаги и т. д.

Все это мы проходили при изучении корпоративных войн и причин, их порождающих. Соответственно, когда говорят о том, что с централизацией учета решается проблема расчетов, разработчики концепции допускают определенное лукавство, так как все, о чем говорится в плане положительного эффекта, к которому должен привести Центральный депозитарий, нивелируется отечественной спецификой. Мне кажется, что более ра-

зумным и правильным будет вариант, при котором централизация не достигнет своего максимального значения в виде единственного входа в реестровый учет, о котором говорится в концепции данного законопроекта.

Последнее, на чем хотелось бы остановиться, это то, каким образом должен создаваться Центральный депозитарий, что не вполне четко прослеживается из концепции, представленной для обсуждения. Если мы говорим о зарубежном опыте, то никто, конечно, не задается целью раз и навсегда ввести такой Центральный депозитарий сверху.

Юрий Туктаров
адвокат

По поводу доктринальной оценки номинального держателя я бы сказал, что мне больше нравится на это смотреть с точки зрения практики, а не теории. Когда на Западе говорят о ценных бумагах, которые находятся в номинальном держании, их волнуют проблемы практического характера: какого рода владение, титул у номинального держания в отношении ценной бумаги? Все думают о них с точки зрения интересов защиты инвестора. Например, во французском законодательстве за инвесторами признается договорное право в отношении номинального держателя, который уже рассматривается в качестве собственника ценных бумаг, им учитываемых. Но договорное право не устраивает инвесторов тем, что в случае банкротства лица, учитывающего ценные бумаги, вы попадаете в очередь кредиторов и вкладчики банка-кастодиана всегда будут иметь преимущество перед вами. Таким образом, для инвесторов рынка ценных бумаг это не совсем хорошо.

Центральный депозитарий — это не панацея, и если у нас механизмы защиты прав инвесторов не работают, то позитивного всплеска на рынке ценных бумаг только из-за появления одного Центрального депозитария, конечно, не будет. Нужна целая системная реформа института «держания ценных бумаг».

Виктор Плескачевский
Госдума РФ

Основной идеей законопроекта «О Центральном депозитарии» объявляется снижение риска, которое предлагается достичь путем встраивания Централь-

ного депозитария в те цепочки взаимоотношений на рынке, в которых расчетные депозитарии сейчас не присутствуют, например взаимоотношения портфельного инвестора, представленного кастодианом, и регистратора. Хотя очевидно, что любое усложнение любой системы на звено на порядок увеличивает ее риски. Поэтому я выступаю за тот Центральный депозитарий, который исполняет функцию «расчетно-кассового центра» организованного рынка. В связи с этим необходимо подробно прописать требования к

понятия, которое будет соответствовать безналичным акциям и другим финансовым инструментам.

Игорь Моряков
ДКК

Что касается института номинального держания бездокументарных ценных бумаг, то я понимаю позицию юристов. Мне очень приятно, что правоведы, присутствующие здесь, считают очень важ-

положения Центрального депозитария и возможности его регулирования со стороны государства, участников и т. д. хочу сказать, что, на мой взгляд, единственным рабочим механизмом регулирования монополии в интересах пользователей основных услуг является передача собственности или владения этой монополией самим пользователям. В этом плане структура некоммерческого партнерства, в котором один член имеет один голос, наиболее адекватна монополии Центрального депозитария.



Ю. Туктаров

этой организации, которая станет столь важным расчетным узлом, включая максимальную децентрализацию владения им. Это позволит приблизить его по форме к кооперативу, предназначенному не для извлечения прибыли, а для обслуживания своих членов.

Предлагаемая Концепция критиковалась многократно, но подробный разбор ситуации и разумные предложения могли бы ее улучшить. Два года назад нами был выпущен меморандум о Центре хранения информации фондового рынка, который, как ни странно, был учтен ФКЦБ, фактически отозвавшей свои инициативы. Возможно, теперь необходим новый этап дискуссии уже с ФСФР, который позволил бы нам всем прийти к оптимальному решению проблемы.

Гайнан Авилов

В самом понятии «бездокументарная ценная бумага» заложено неразрешимое логическое противоречие, поэтому я все больше склоняюсь к тому, чтобы перестать применять нормы о ценных бумагах Гражданского кодекса только к классическим (документарным) бумагам. Делать это надо путем обсуждения и закрепления в Гражданском кодексе специального



В. Плескачевский, П. Лансков

ными вопросы правового обеспечения рынка ценных бумаг и у них есть определенное мнение по каждой из обсуждаемых проблем. Я считаю, что номинальное держание — это некая функция депозитария, описание которой в законе нуждается в совершенствовании, что и нужно сделать.

Не стану спорить с тем, что решение о единственности Центрального депозитария как номинального держателя в реестрах слишком жесткое, если учитывать все ценные бумаги, которые были выпущены всеми эмитентами, включая закрытые акционерные общества. Говорить о том, что Центральный депозитарий должен быть единственным номинальным держателем во всех реестрах акционеров, наверное, было бы преувеличением. Я знаю, какая логика стояла за этим требованием у регулятора, но оно вполне может быть скорректировано в сторону более точной конкретизации, а именно: по каким ценным бумагам Центральный депозитарий может быть единственным номинальным держателем? Поэтому централизация хранения в целях совершенствования расчетов по ценным бумагам, скорее всего, должна подразумевать те ценные бумаги, которые обращаются на организованном рынке. По поводу монопольного

Олег Шульга
аппарат Госдумы РФ

Я хотел бы согласиться со многими вещами, которые были здесь сказаны. Надо прежде всего определиться с целью создания Центрального депозитария. Думаю, что цель у нас у всех одна — оптимизация инфраструктуры фондового рынка России. Эмитенты уходят на Запад не потому, что там есть Центральный депозитарий и инфраструктура лучше, а потому, что там деньги дешевле. То, что иностранные кастодианы называют отсутствием Центрального депозитария в качестве недостатка нашего рынка, с их стороны это скорее предлог для того, чтобы не отпустить своих клиентов в существующие и нормально работающие российские расчетные депозитарии. В каком виде должен существовать Центральный депозитарий, какими функциями обладать, должно, как мне кажется, решаться эволюционным путем, т. е. не следует делать никаких скачков.

Андрей Лозовой
Банк России

Мне было очень интересно принять участие в обсуждении, потому что, с од-

ной стороны, я принимал непосредственное участие в согласовании этой концепции в рамках соответствующих поручений Правительства РФ, но, с другой стороны, мне как юристу очень интересны предложения, которые высказывались в части номинального держания представителями как профсообщества, так и нашей научной среды. Банк России тоже склоняется к эволюционному пути создания Центрального депозитария с учетом того, что фактически на некоторых сегментах нашего фондового рынка они уже существую-

ют, скорее всего, поможет решить проблему или, по крайней мере, найти точки соприкосновения между нашей учетной системой и учетными системами других государств.

Анна Меньшикова
МЭРТ

На заседании рабочей группы у О. Вьюгина в свое время был задан такой вопрос разработчикам концепции:



позитариев по каким-то конкретным финансовым инструментам, здесь в принципе есть поле для дискуссии. Отталкиваться надо от того, что сложилось на данный момент на рынке, чтобы не подвергать рынок ненужным потрясениям.

Юлия Бондарева
ФАС

Я хотела бы поблагодарить г-на Авилова за выступление и подготовленное заключение Центра частного права. Позиция антимонопольного ведомства по этой проблеме была и остается неизменной. Как на заре обсуждения этого вопроса, 2 года назад, так и сегодня, речь идет о том, что, создавая такую структуру, как Центральный депозитарий, мы должны весьма осторожно подходить к рамкам его полномочий, ограничиваясь только теми, которые действительно нужны для противодействия, например, корпоративным захватам. Предлагаемая модель приведет к расцвету проблем, связанных с монополизмом Центрального депозитария.



Марина Тихомирова
Газпромбанк

Из выступления г-на Авилова я поняла, что весь наш фондовый рынок «стоит на песке» и не подтвержден ничем на уровне законодательства и мы строим верхние этажи фондового рынка в отсутствие его полноценного фундамента.

Говорят, что у нас должна быть решена проблема иностранного номинального держателя, хотя многие инвесторы, которые этого хотели, уже вошли на наш рынок и без ее решения. Не совсем понятно, чем здесь может помочь Центральный депозитарий.

ют. В частности, НДЦ является Центральным депозитарием рынка федеральных ценных бумаг.

Следует обратить внимание на то, какие преимущества принесет России создание Центрального депозитария. В настоящий момент многие представители учетных институтов европейского сообщества либо отдельных стран выходят на Банк России с целью получения для себя информации, которая позволила бы им решить вопрос о возможности организовать обращение российских бумаг на зарубежных фондовых площадках. Создание Центрального депозита-

ри следует ли из концепции, что Центральный депозитарий должен быть одним, т. е. единственным на всю Россию? В результате обсуждения пришли к выводу, что не следует. Поэтому, может быть, когда будет готов текст законопроекта, надо еще раз поднять этот вопрос и попытаться сформулировать окончательную позицию.

И. Моряков

Я не исключаю возможности существования нескольких Централь-ных де-

Александр Гордон
ОДК

В свое время еще в ФКЦБ шел переговорный процесс с целью попытаться изменить Закон «О рынке ценных бумаг» и прописать возможность нахождения иностранных кастодианов в системе депозитарного или регистраторского учета. К сожалению, ничего из этого не получилось. И иностранцы у нас выступают как собственники ценных бумаг, причем сами они с этим уже смирились.

По моему мнению, в реестре должен присутствовать Центральный депозитарий, в который должны «завести» свои пакеты активно торгующие структуры (брокеры/дилеры). Что касается стратегических портфельных инвесторов, то они могут обслуживаться через кастодианов, которые работают не на торговые потоки, а на потребности своих клиентов.

ДМИРИЙ МОЗГИН
ВТБ

Я думаю, что при создании Центрального депозитария следует сосредоточиться, естественно, на снижении рисков, учете интересов инвесторов, снижении издержек операций, унификации и ускорении расчетов. Кроме того, в России нужно очень внимательно следить, чтобы под предлогом государственных интересов, не проталкивались решения в интересах отдельных групп участников рынка в ущерб интересам других групп участников.

ПЕТР ЛАНСКОВ

В качестве не правового, не концептуального, а организационного итога

«круглого стола» позвольте предложить следующее. Как вы знаете, предполагается создание общего экспертного совета по финансовому рынку двух комитетов Госдумы РФ: по собственности и по кредитным организациям и финансовым рынкам. Представляется, что вопросы Центрального депозитария, клиринга, закона о биржевой деятельности — все это вопросы и этого экспертного совета, и этих комитетов. Таким образом, надо готовиться к тому, что названные проблемы будут рассматриваться Государственной думой. Туда эти проблемы надо принести уже в более или менее приличной форме. Поэтому, желая предотвратить уродливое превращение законопроектов Федеральной службы по финансовым рынкам и иных заинтересованных государственных ведомств, следует сформулировать позитивную программу деятельности для Центрального депозитария, Центральной клиринговой организации и т. д. В ней должны содержаться ответы на вопросы, возникающие в связи с обсуждением существующих концепций законопроектов о Центральном депозитарии, клиринге, биржевой деятельности. Нынешние концепции интересны узкому кругу функционеров, потому что непонятно, какую проблему конкретно для рынка в целом, а не для институтов, которые предполагают стать его центральными звеньями, они

решают. Первичны все-таки интересы инвесторов и обслуживающих их участников рынка. Нужно сформулировать позитивное интеллектуальное ядро в деятельности Центрального депозитария, кто бы им ни стал, и вежливо и настойчиво предложить к рассмотрению и ФСФР, и МЭРТ, и ФАС и Минфину. Я думаю, что подобные планы думских комитетов не противоречат планам ПАРТАД и участников рынка, а скорее, наоборот, полностью им соответствуют. Поэтому, по поручению В. Плескачевского, предлагаю участникам «круглого стола» принять участие в их осуществлении. ■

СпецДеп

УПРАВЛЕНИЕ БУДУЩИМ

115054, г. Москва,
3-й Монетчиковский переулок,
д. 4/6, стр. 1
телефон: (095) 775 2658
факс: (095) 775 2659
info@specdep.ru
www.specdep.ru

Лицензия ФКЦБ №177-07071-000100 Лицензия ФКЦБ №22-000-1-00013