



Максим Калинин
генеральный директор регистратора «НИКойл»

КВАЗИРЫНОК ПСЕВДОУСЛУГ: МЕЖДЕПОЗИТАРНЫЕ МОСТЫ И СХЕМЫ

Учетные институты по определению являются связующим звеном между эмитентами и инвесторами, гарантом надежности и устойчивости всей финансовой системы. Однако произвольное применение междепозитарных схем, целесообразность которых мотивирована отсутствием центрального депозитария, может в дальнейшем привести к нарушению прав не только эмитентов, но и инвесторов.

ПОНЕМНОГУ О РАЗНОМ

История знает множество примеров, когда в погоне за собственноручно созданными химерами даже недюжинные умы ставили приоритет «революционной целесообразности» прежде закона и здравого смысла. Наша страна, возможно, чемпион в этих попытках, но отнюдь не монополющий их генератор. Жаль, что мы в очередной раз рискуем стать примером подобной практики. Долгое время я считал невозможным для себя аргументированно дебатировать с апологетами концепции междепозитарных мостов и «мостоподобных» схем, считая это во многом внутренним делом депозитарного сообщества. История показала, что я был не прав.

Широко пропагандируемая сейчас схема ускоренных расчетов (*Speedy*

Settlement Scheme — SSS) организована ЗАО «ИНГ Банк (Евразия)» (далее — ИНГ) и Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» (далее — НДЦ)¹. Что же ставят во главу угла создатели? Удивительно, но не надежность и не скорость операций (об этом ниже), главное в этой схеме — независимость от регистратора и его «непомерных сборов за перерегистрацию». Давайте разобьем эти тезисы на две части и проанализируем их по-отдельности.

Основным препятствием в развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг в России, на мой взгляд, сейчас является то, что абсолютное большинство депозитариев (прежде всего — расчетных, в меньшей мере — кастодианов) совершенно не понимают, что их роль заключается в соединении эмитента и инвестора, а не в их разделении. Ключевая задача

инфраструктуры — быть мостом между инвестором и эмитентом. Все спекулятивные реминисценции появились значительно позже! Инфраструктура не может, не имеет права забывать о своей главной миссии. К сожалению, в современной России этот груз повсеместно несут одни лишь регистраторы. Считанные единицы депозитариев готовы, например, сотрудничать с эмитентами в вопросе иррегулярных (не связанных с корпоративными действиями) контактов с инвесторами.

Более того, складывается впечатление, что клиенты депозитариев — это некая их собственность, «девицы на выданье», которых тщательно охраняют заботливые «тетушки»-кастодианы от нескромных взглядов «ловеласов»-эмитентов — с такой пуританской добродетелью кастодианы отказывают эмитентам в раскрытии информации о своих клиентах. Да, фор-

¹ Сидорова Н. Роль кастодиального депозитария в отсутствие Центрального депозитария // Депозитариум. 2008. № 7.

мально они правы — депозитарии имеют право так поступать, но, если быть честным, это является препятствием для нормального взаимодействия акционерного общества и его акционера. Причем я уверен, что никто из клиентов не оповещается о таких запросах — депозитарий сам решает, что хорошо для его клиента, а что плохо. Выходит, что депозитарии подменяют собой конечного инвестора в его взаимодействии с акционерным обществом. Думаю, что не нужно строить длинных логических цепочек, чтобы объяснить, что цели у инвестора и депозитария совершенно разные.

Более того, я готов биться за свою точку зрения до последнего: цели инвестора и эмитента гораздо более близки, чем цели инвестора и депозитария. И тут всплывет вторая часть проблемы — вопрос ценообразования. Этим аргументом некоторые депозитарии, как им кажется, дают окончательное подтверждение несостоятельности регистраторов как элемента инфраструктуры (хотя есть еще «двойные реестры», но давать контраргументы по ним я не буду из жалости к оппонентам). Что ж, давайте разберемся в этой системе аргументов.

«Да, регистраторы совсем обнаглели. Берут бешеные деньги за всего-то одну операцию в реестре. Сидят себе, ничего не делают, а потом — бах! — и тысячи рублей за обработку одного поручения, или даже десятки тысяч!»

Мне решительно надоело это нытье! Я не лезу в карман кастодианам и не анализирую, сколько же денег они получают только за то, что клиенты просто хранят у них ценные бумаги, не производя за частую ни одной операции целыми неделями! А может быть, инвесторам было бы выгоднее хранить акции в реестре, где с них, по крайней мере, не брали бы деньги за псевдоуслуги по хранению? В конце концов, есть же разные инвесторы — кто-то и за год не проведет ни одной операции с принадлежащими ему акциями. За чем же тратиться? Регистраторы не лезли в эти вопросы (видимо, зря) прежде всего из чувства корпоративной солидарности, справедливо полагая, что тень, брошенная на часть рынка, так или иначе накроет его целиком. Я уже не говорю, что инвестору, который виден и понятен эмитенту, гораздо проще повлиять через него на регистратора (и его ценовую политику). Повторяю, это не мое дело, пусть брокер берет свою комиссию, кастодиан — свою, регистратор — свои сборы. Непонятно, почему один из участников большого и

сложного процесса учета прав собственности позволяет себе (устаи немногих, но заметных игроков) шельмовать своих партнеров надуманными односторонними аргументами. Мы молчали. Не уверен, что это было правильно.

Можно еще очень долго спорить, кто из нас слабое звено в инфраструктуре РЦБ. Регистраторы хранили благородное молчание все эти годы, не жалуясь на многочисленные сложности во взаимоотношениях с номинальными держателями и справедливо полагая, что большинство наших коллег не имеют никакого отношения к проблемам, которые мы и наши клиенты (эмитенты) встречали по милости странной системы учета, навязанной нам вопреки мировому опыту.

Мало кто знает о постоянных дисбалансах между данными реестра и депозитарного учета при раскрытии реестров по корпоративным поводам.

Мало кто знает о депозитариях, которые потеряли лицензию, но так и не дали информации о своих клиентах («живущих» теперь в реестре в виде эфемерных счетов умерших номинальных держателей).

Мало кто знает о реальных ценах, которые платят инвесторы за услуги депозитариев, при том что последние громко шумят о стяжательствах регистраторов.

Мало кто знает о том, с каким скрипом происходит раскрытие номинальных держателей (и участие акционеров) в целях корпоративных действий.

Оставим все это для будущих статей. Есть тема, которая не терпит промедления.

ПОДРОБНО О ГЛАВНОМ

Итак, с конца прошлого года крупнейшие российские депозитарии ИНГ и НДЦ приступили к проведению операций по схеме SSS. В качестве концептуальных основ применения схемы SSS ее авторами обычно приводятся следующие соображения: в России отсутствует центральный депозитарий как единый расчетный депозитарий для всех торговых площадок, поэтому необходимы схемы переброски активов между рынками, альтернативные более дорогим и долгим переводам между счетами номинальных держателей в реестрах. Поэтому по аналогии с междепозитарным мостом между НДЦ и ДКК предлагается SSS как временная схема, которая, как и «мост» НДЦ — ДКК, в перспективе, по мнению ее авторов, должна уступить место более эффективной системе расчетов центрального депозитария².

Действительно, создававшийся как временное сооружение мост между ДКК и НДЦ работает уже 10 лет и все эти годы весьма относительно соответствует действующему законодательству. Его создание в свое время оправдывалось необходимостью повышения ликвидности рынка, «впавшего в кому» после дефолта 1998 г., а теперь принято считать, что это некий обычай делового оборота.

Так или иначе, между ИНГ и НДЦ заключен междепозитарный договор, согласно которому стороны приступили к реализации схемы SSS в интересах клиентов указанных организаций³, в частности, в соответствии с договором НДЦ открыл в ИНГ междепозитарный счет, предназначенный для операционного хранения акций. Говорится, что это сделано для того, чтобы депоненты ИНГ, которые не готовы принимать на себя риски НДЦ как расчетного депозитария, чувствовали себя более уверенно. На данном этапе применения схемы фактически мы имеем дело с междепозитарным мостом между биржевым рынком ММВБ, обслуживаемым НДЦ, и международным рынком депозитарных расписок, представляемым в России ИНГ. Независимо от экономической целесообразности взаимосвязи двух рынков в рамках российской инфраструктуры финансового рынка (каковая, наверное, имеется) остановимся на вопросе законности схемы SSS.

Действительно, согласно п. 7.5 Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36 (далее — Положение ФКЦБ), депозитарии вправе заключить договор о междепозитарных отношениях, согласно которому клиентом (депонентом) депозитария является другой депозитарий. В случае, когда клиентом (депонентом) депозитария является другой депозитарий, учет и удостоверение ценных бумаг клиентов (депонентов) депозитария-депонента ведется по всей их совокупности, без разбивки по отдельным клиентам-депонентам. При этом согласно требованиям Положения ФКЦБ России депозитарий, заключивший междепозитарный договор с другим депозитарием, который становится его депонентом, обязан выполнять функции номинального держателя ценных бумаг этого депозитария и/или его клиентов в реестре владельцев именных ценных бумаг или в другом депозитарии.

В то же время необходимо отметить, что переход прав собственности на цен-

² Черкасский Б. В. SSS — схема, сближающая рынки // Биржевое обозрение. 2008. № 4.

³ <http://www.ing.ru/rus/press/releases/index.wbp?article-id=938431CC-A6DA-40FD-8F0C-3C0320061BB9>

ные бумаги между клиентом ИНГ и клиентом НДЦ согласно схеме SSS не влекут обязательного обращения за регистрацией перехода права собственности на ценные бумаги к регистратору какого-либо из депозитариев, учет прав производится в порядке проведения между депозитарных операций. Возможность для этого открывается в связи с тем, что, хотя НДЦ имеет собственные счета номинального держателя в соответствующих реестрах, в данном случае он может получать их по переводу от других клиентов ИНГ как его депонент, и остатки по счету ИНГ в реестре при этом не изменятся. А вот обратный перевод от клиента НДЦ другому клиенту ИНГ выполнить сложнее. Он осуществляется сразу, только если на счете НДЦ в ИНГ есть достаточное количество ценных бумаг. Это количество не может быть заранее спрогнозировано, так как счет НДЦ в ИНГ используется для открытого хранения ценных бумаг многих его клиентов, совершающих независимо друг от друга разнонаправленные операции. Если количество ценных бумаг на счете НДЦ в ИНГ недостаточно для выполнения конкретной операции, то она производится после того, как НДЦ пополнил свой счет в ИНГ переводом бумаг со своего счета номинального держателя в реестре. НДЦ на своем сайте прямо указывает: «*В настоящий момент НДЦ не гарантирует наличие необходимого для исполнения любого поручения депонента количества акций на междепозитарном счете НДЦ в ИНГ. Время исполнения поручения депонента с использованием схемы может соответствовать времени исполнения поручения депонента с использованием счетов НДЦ и ИНГ, открытых в соответствующем реестре*»⁴. При этом основной задачей управления остатками на междепозитарном счете НДЦ в ИНГ является декларирование обеспечения возможности исполнения поручений депонентов с местом расчетов ИНГ путем поддержания на междепозитарном счете НДЦ в ИНГ необходимого количества акций.

Фактически из этого описания функционирования схемы SSS следует, что операции по счету НДЦ в ИНГ нетингуются, т. е. возникает лишь периодическая необходимость в покрытии накопленной разницы по определенному количеству операций, размер которой превышает остаток по счету НДЦ в ИНГ. Перевод между счетами номинального держателя НДЦ и ИНГ в реестрах соответствует не более чем потребности в обеспечении сальдо операций по счету НДЦ в ИНГ.

Оставим пока в стороне то, что фактически в этом случае ИНГ действует как расчетный депозитарий и клиринговая организация. Обратим внимание на то, что НДЦ, исходя из описания его функций, не принимает на себя безусловной обязанности проведения расчетов по сделкам с ценными бумагами, проходящими через схему на основании поручения своего клиента. НДЦ в случае недостаточности ценных бумаг на его счете в ИНГ вправе задержать осуществление ИНГ перевода ценных бумаг со счета НДЦ по поручению депонента НДЦ на срок, необходимый для исполнения перевода соответствующих ценных бумаг в реестре со счета номинального держателя НДЦ на счет номинального держателя ИНГ.

Таким образом, можно прийти к выводу, что НДЦ как депонент депозитария ИНГ согласно междепозитарному договору и как номинальный держатель в реестре владельцев ценных бумаг при реализации SSS допускает в конкретный момент времени отклонение от своих обязанностей как депозитария по осуществлению учета перехода прав на именные бездокументарные ценные бумаги каждого из владельцев ценных бумаг, учитываемых на его счете в ИНГ в порядке внесения приходной записи по счету депо приобретателя в системе депозитарного учета НДЦ согласно ст. 29 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

В этом случае владельцы ценных бумаг, являющиеся депонентами НДЦ, по нашему мнению, могут начать заблуждаться о наличии у них прав на ценные бумаги в силу установления между НДЦ и ИНГ неких междепозитарных отношений, позволяющих учитывать права на ценные бумаги в будущем (без идентификации владельцев данных ценных бумаг в системе депозитарного учета в момент обращения за регистрацией прав) после проведения сверки и последующих взаиморасчетов по счетам указанных депозитариев — участников междепозитарных отношений. Следует сказать, что такие междепозитарные операции не предусмотрены существующими правовыми нормами о депозитарном учете.

Кроме того, ИНГ, не имея лицензии ФСФР на осуществление клиринговой деятельности, в соответствии с зарегистрированными в ФСФР правилами расчетно-депозитарной деятельности не обладает должной правоспособностью для осуществления указанного вида расчетов по сделкам с ценными бумагами. Например, на основании п. 3 ст. 49 Гражданского кодекса РФ, устанавливающего, что пра-

во юридического лица осуществлять деятельность, на занятие которой необходимо получение лицензии, возникает с момента получения такой лицензии.

В результате организаторами схемы SSS допускается ситуация, когда лица, считающие себя владельцами ценных бумаг согласно данным депозитарного учета ИНГ или НДЦ, в действительности не будут иметь подтвержденных законной системой учета прав на эти ценные бумаги, поскольку учет их прав в какой-то момент может не осуществляться ни в системе ведения реестра, ни на счетах депо депозитария, который владельцы считают номинальным держателем их ценных бумаг в реестре. Фактически речь идет о том, что деятельность по учету прав собственности на ценные бумаги клиентов, вовлеченных в эту схему, поддерживается всеми ее участниками путем осуществления совместной расчетно-депозитарной и/или клиринговой деятельности. Надо ли говорить о том, что такая деятельность не основывается на действующем законодательстве, т. е., проще говоря, им не предусмотрена, в отличие от депозитарной деятельности каждого конкретного депозитария, подлежащей лицензированию и осуществлению в соответствии с выданной лицензией.

Таким образом, даже при условии доведения междепозитарных операций ИНГ и НДЦ до совершенства, исключающего возможности ошибок фиксации данных о владельцах ценных бумаг, такая фиксация данных не будет являться правопроявляющим депозитарным учетом в соответствии с российским законодательством. Следовательно, она не будет иметь юридической силы и может быть признана нелегитимной.

Любая утрата данных по техническим обстоятельствам депозитариями — участниками рассматриваемых междепозитарных отношений (в результате технического сбоя оборудования и других причин) автоматически исключит в будущем вероятность регистрации прав инвестора на ценные бумаги в порядке, установленном законом, который, основываясь на недействительной информации депозитариев — участников схемы SSS, будет пребывать в ложной уверенности о наличии у него законно подтвержденных указанными депозитариями прав на ценные бумаги.

Нельзя забывать, что судебные органы по-прежнему практикуют наложение взыскания на счет номинального держателя, и только принципиальная позиция абсолютного большинства регистраторов, как правило, не позволяет осуществлять подобного рода действия, противореча-

⁴ http://www.ndc.ru/ru/services/nonmarket/speed_check/

щие ключевым принципам учета прав собственности. Однако в случае успешного списания со счета номинального держателя ценных бумаг, принадлежащих одному из его клиентов, урон могут понести все владельцы акций, включенных в схему SSS.

Кроме того, в соответствии с п. 7.6 Положения ФКЦБ договор о междепозитарных отношениях должен предполагать процедуру получения информации в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами, о владельцах ценных бумаг, учет которых ведется в депозитарии — депоненте. При этом депозитарий, в котором открыт счет другого депозитария, отвечает не за правильность и достоверность этой информации, а лишь за точность ее передачи третьим лицам. Договор о междепозитарных отношениях должен накладывать на депозитариев обязательства сверки данных по ценным бумагам клиентов (депонентов), а также определять порядок и сроки проведения сверки.

Необходимо иметь в виду, что в соответствии со ст. 29 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» осуществление прав по именным бездокументарным эмиссионным ценным бумагам производится эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра.

В связи с этим депозитарий, как номинальный держатель, согласно ст. 8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» обязан обеспечивать соблюдение прав владельца ценных бумаг на получение доходов по ценным бумагам и участие в управлении обществом в порядке предоставления реестродержателю списка владельцев ценных бумаг, номинальным держателем которых он является по состоянию на определенную дату.

В то же время, используемая организаторами схемы SSS процедура *MIDCAP* (*Mutual Information Disclosure for Corporate Actions Procedure*) подразумевает, что по каждому эмитенту, а также по каждому типу акций (обыкновенные и привилегированные) ИНГ и НДЦ будут вычислять общее количество акций, хранящихся на счетах номинального держателя друг у друга на дату отсечения реестра, и определять, какая из двух позиций больше. Затем сторона, имеющая на своем счете, открытом у другой стороны, большее количество акций, осуществляет раскрытие клиентов на разницу между двумя позициями? Смысл неясен. Иными словами, вычисляется нетто-позиция между балансами на счетах номинального держателя ИНГ и НДЦ по каждому эми-

тенту и по каждому типу ценной бумаги в целях раскрытия списка акционеров на определенную дату. Клиенты ИНГ, информация о которых предоставляется в НДЦ в соответствии с данной процедурой, определяются на основании их согласия на ее применение. Информация об остальных клиентах, участвующих в расчетах, т. е. не подтвердивших согласие с процедурой *MIDCAP*, будет раскрываться так, как если бы их акции хранились напрямую на счетах номинального держателя ИНГ и НДЦ в реестре⁵.

рессы владельца ценных бумаг в реестре и оставить предоставление этой информации на усмотрение депозитариев. При этом итоговая ответственность эмитента за законность учета прав собственности остается за скобками вышеуказанных соглашений, что дает лицам, потенциально понесшим ущерб от такой деятельности, возможность предъявлять претензии эмитентам ценных бумаг, учитываемых по схеме SSS.

В результате права эмитента ценных бумаг грубейшим образом нарушаются. Учитывая судебную практику, несложно

Нельзя забывать, что судебные органы по-прежнему практикуют наложение взыскания на счет номинального держателя, и только принципиальная позиция абсолютного большинства регистраторов, как правило, не позволяет осуществлять подобного рода действия, противоречащие ключевым принципам учета прав собственности.

Таким образом, становится очевидным, что ни один из депозитариев — организаторов схемы SSS и не предполагает гарантировать оперативность и точность предоставления списков депонентов для осуществления их прав по ценным бумагам, в том числе и в связи с тем, что сам не располагает такими точными сведениями на определенный момент времени, что является грубым нарушением обязанностей номинального держателя, установленных ст. 8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

С одной стороны, процедурой *MIDCAP*, применяемой ИНГ и НДЦ, предполагается, по сути, «притворный» учет прав на ценные бумаги, что не предусматривается действующим законодательством, с другой стороны, по мнению организаторов схемы SSS, согласие клиентов на осуществление так называемой процедуры *MIDCAP*, например, дает ИНГ полномочия определять, информация о каких клиентах ИНГ, участвующих в расчетах с использованием схемы, будет раскрываться НДЦ для дальнейшего предоставления регистратору. Таким образом, под предлогом согласия клиента депозитария на процедуру *MIDCAP* предполагается нарушение права эмитента знать, какой именно номинальный держатель имеет законное право представлять инте-

предположить, что, когда слабости схемы SSS проявятся в практической сфере, именно эмитент будет оплачивать весь ущерб, нанесенный «ненадлежащим учетом» выпущенных им ценных бумаг.

Нельзя не отметить, что, будучи профессиональными участниками рынка ценных бумаг, организаторы любых междепозитарных схем в соответствии с п. 1.10 Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденного Приказом ФСФР от 6 марта 2007 г. №07-21/пз-н, обязаны соблюдать при осуществлении профессиональной деятельности лицензионные требования и условия.

Что же касается удовлетворения потребности участников рынка во взаимосвязи российского рынка ценных бумаг и производного от него рынка депозитарных расписок на бумаги российских эмитентов, то достичь ее можно и без нарушения или обхода действующего законодательства — путем изменения существующей трактовки применения расчетным депозитарием правила 17f-7 со стороны Комиссии по биржам и ценным бумагам США (*SEC*) и/или установлением прямого электронного документооборота между кастодианами — держателями прав по АДР и регистраторами. ■

⁵ http://www.ing.ru/media/rus/ing-in-russia/department/depositary/information/SSS_clients_notice_rus.pdf