



Михаил БРАТАНОВ

Директор Депозитария ОАО АКБ «РОСБАНК»,
канд. экон. наук

ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ КАСТОДИАЛЬНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ ОПЕРАЦИЙ С ИНОСТРАННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

ПРЕДПОСЫЛКИ И СИТУАЦИЯ В СНГ

По мере роста бизнеса вследствие его диверсификации и расширения, конкурентной борьбы, ограниченной емкости рынков, появления новых стратегических интересов, а также вследствие глобализации, перед растущим бизнесом в тот или иной момент времени неизменно встает вопрос о возможности выхода на соседние рынки. Для многих даже очень крупных компаний это не только вопрос обеспечения условий потенциального роста, но и вопрос выживания в определенной перспективе. В связи с этим интеграционные процессы неизбежны. И хотя существуют различные модели транснациональной экспансии российских бизнесов в мировую экономику, тем не менее по ряду направлений для российского бизнеса достаточно логично было обратить внимание прежде всего на соседние страны СНГ.

Сегодня имеется достаточно примеров взаимных межстрановых инвестиций бизнесов стран СНГ. Однако существуют определенные особенности обслуживания таких инвестиций, поскольку нет единых стандартов в части инфраструктурной интеграции рынков.

Рынки СНГ различны по уровню своей зрелости, но можно сказать, что инте-

ресные для прямых инвестиций объекты есть в любой стране. Здесь, как говорится, вопрос цены и соотношения рисков. Тем не менее, с точки зрения широкого интереса к инвестициям, существенное влияние в большинстве стран оказывает политическая ситуация. Наиболее яркие примеры такого влияния — это Грузия и Молдова, а также Украина и Узбекистан. Кыргызстан, наверное, уже пережил наиболее негативный этап такого влияния около 2–3 лет назад, однако последствия сказываются до сих пор. Достаточно интересным для инвесторов является рынок Беларуси, однако на сегодняшний день работа иностранного депозитария на данном рынке невозможна, и в этом ситуация похожа на российскую. Среди всех государств СНГ на сегодняшний день, наверное, именно Беларусь и Казахстан являются регионами, демонстрирующими укрепление государства и политическую стабильность. Причем наиболее бескомпромиссным путем в этом направлении идет именно Беларусь, что, возможно, связано, в том числе, с определенными недавними осложнениями отношений между Беларусью и Россией. Однако если немного остановиться на рассмотрении практики, то, поскольку РОСБАНК имеет междепозитарные счета в центральных депозитариях четырех стран СНГ — Казах-

стана, Узбекистана, Азербайджана и Украины, я подробнее остановлюсь именно на данных регионах.

РЫНОК КАЗАХСТАНА

Начну с Казахстана, поскольку это был первый опыт интеграции инфраструктур фондовых рынков России и Казахстана путем междепозитарных корреспондентских отношений и поскольку среди рынков СНГ это на сегодняшний день, наверное, наиболее стабильный рынок, в том числе с точки зрения влияния политической ситуации.

Инфраструктура рынка централизована, иностранным депозитариям разрешено открывать междепозитарные счета (в отличие от российской правовой среды) в Центральной депозитарии ценных бумаг Республики Казахстан. ЦД Казахстана обеспечивает учет любых ценных бумаг, при этом предлагая 2 варианта учета — сегрегированный в разрезе владельцев ценных бумаг и условно-закрытый, без сегрегации владельцев на уровне учета центрального депозитария. Оба варианта учета возможны одновременно в рамках счета одного депозитария.

Порядок проведения обычных депозитарных операций в ЦД Казахстана мало отличается, по сути, от обычного обще-



принятого порядка их проведения. Однако существует ряд особенностей в сфере информационного взаимодействия с депонентом. Для иллюстрации, например, следует отметить порядок сбора списка владельцев ценных бумаг к собранию акционеров. Сбор списка осуществляется по данным сегрегированного учета ЦД Казахстана. А для обеспечения прав тех клиентов номинального держателя, которые не раскрыты сегрегированно в учете ЦД Казахстана, существует возможность раскрытия в привычном для России виде — путем подачи списка владельцев на определенную дату, которые учитываются под номинальным держателем (по сути, ответом на запрос Центрального депозитария). Однако срок такого раскрытия ограничен одним днем. Данная система позволяет собирать списки в короткие сроки и при этом позволяет инвесторам определять в тот или иной момент времени стратегию в части информационной открытости. А стратегии могут быть следующими: если хочешь активно участвовать в управлении обществом, не планируешь большого числа операций, связанных со сменной права собственности на пакет ценных бумаг — открывайся на уровне ЦД Казахстана по счету своего номинального держателя и будешь гарантированно оперативно попадать в список акционеров, имеющих право голосовать. Если же не хочется выводить информацию о владельцах ценных бумаг из-под номинального держателя, но есть желание активно участвовать в управлении обществом, то следди за информацией своего депозитария и эмитента. Если же участие в управлении обществом — не важная часть стратегии инвестиций или вообще пассивная составляющая, то можно не следить за информацией. **Принимая во внимание данную особенность, иностранным депозитариям, работающим на рынке Казахстана, необходимо давать соответствующие разъяснения своим клиентам, имеющим в портфеле казахстанские активы, для доведения данной информации до конечных владельцев казахстанских ценных бумаг с целью принятия ими решения о целесообразности и способе раскрытия информации о них.**

ЦД Казахстана развивается постепенно, и с 2006 г. стали доступны операции в режиме ППП с расчетами в долларах США. Если раньше для проведения каких-либо расчетов было необходимо использовать счета в местных банках первого уровня, а операции в режиме ППП вообще не были доступны, то сейчас они возможны, но для их реализации требуется открыть счет в денежных средствах непосредственно в ЦД Казахстана.

ЦД Казахстана работает над совершенствованием электронного документооборота в рамках инфраструктуры рынка Казахстана. В частности, в настоящее время успешно применяются электронные каналы связи для взаимодействия с крупнейшими регистраторами Казахстана, например с АО «Регистраторская система ценных бумаг», что позволило существенно сократить временные затраты на перерегистрацию наиболее ликвидных акций. Для взаимодействия со своими клиентами ЦД Казахстана разработал и применяет собственный программный продукт — Автоматизированное Рабочее Место Депонента. Также ЦД Казахстана планирует осуществить внедрение SWIFT-технологий, которые позволят обеспечить взаимодействие как с депонентами, так и с корреспондентами, с применением современных международных форматов ЭДО. Для этого, по имеющейся информации, ЦД Казахстана участвует в работе специальной рабочей группы, разрабатывающей рекомендации по применению SWIFT-форматов с учетом национальных особенностей, что аналогично работе, проводимой соответствующей группой РОССВИФа в России.

Подводя итоги по Казахстану, можно сказать, что темпы развития инфраструктуры рынка в целом хорошие — отсутствует ряд «болезней», свойственных российскому рынку, поскольку они уже принципиально решены. Существует база для обслуживания прямых инвестиций в ценные бумаги казахстанских эмитентов, которые, по оценкам аналитиков, являются одними из самых привлекательных активов в СНГ.

РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

Рынок ценных бумаг Узбекистана, вероятно, обладает меньшей стабильностью, но тем не менее уже давно интересуется прямыми инвесторами, в том числе из России. Мы отмечаем устойчивый интерес к данному рынку в связи с периодическими вопросами об обеспечении инфраструктурного сопровождения как новых, так и уже существующих инвестиций. Интерес пока не ажиотажный, но периодический. Тем не менее на сегодняшний день сложилась парадоксальная ситуация. В 2007 г. нормативным актом, регулирующим, в том числе, порядок приобретения узбекских ценных бумаг нерезидентами Узбекистана, фактически было запрещено открывать междепозитарные счета иностранным депозитариям по сходным с Россией основаниям. Парадокс заключается в том, что такие открытые счета уже имеются. Например,

РОСБАНКу в Центральном депозитарии Республики Узбекистан открыт соответствующий счет, который в настоящее время не закрыт, и его открытый статус подтверждается головным депозитарием, однако операции по счету фактически невозможны. По имеющейся информации, с лета 2007 г. продолжаются консультации относительно возникшей ситуации и вообще относительно дальнейшей политики страны в отношении порядка допуска инвестиций. Таким образом, если в России мы говорим о возможных проблемах, связанных прежде всего с ликвидностью рынка, которые могут возникнуть одновременно с шагом вперед в случае официального допуска иностранных депозитариев, то в Узбекистане, по имеющейся информации, по совершенно иным причинам в отношении инвестиционного климата сделан определенный шаг назад. Естественно, повлияла, в том числе, и политическая ситуация.

Инфраструктура рынка Узбекистана централизована на базе Центрального депозитария. Большое внимание уделяется развитию технологической составляющей на уровне ЦД Узбекистана как ядра учетной системы Узбекистана.

РЫНОК АЗЕРБАЙДЖАНА

Центральным депозитарием Азербайджанской Республики является одноименный российскому Национальный Депозитарный Центр (НДЦ), который полностью контролируется государством в лице Государственного комитета по ценным бумагам при Президенте Азербайджанской Республики. Республика интересна для инвесторов прежде всего каспийским регионом, однако с точки зрения возможностей инфраструктурного сопровождения прямых инвестиций по Азербайджану ситуация развивается достаточно пассивно. Вероятно, причина заключается в том, что большая часть инвестиций в экономику Республики носит ярко выраженный характер прямых инвестиций, которые обслуживаются собственной инфраструктурой крупных инвесторов.

Из особенностей рынка необходимо отметить, что НДЦ Азербайджанской Республики является не только центральным депозитарием страны, но и одним из крупнейших регистраторов.

РЫНОК УКРАИНЫ

Украина переживает очередной этап политической нестабильности, что отражается и на состоянии учетной системы, проблемы которой, по сути, заморозились на ситуации двухлетней давности.



Центральным депозитарием, через который украинский законодатель в давние годы предусматривал вход для иностранных депозитариев, является Национальный депозитарий Украины (НДУ). Однако в силу определенных обстоятельств он продолжает находиться фактически вне рынка. Основным расчетным депозитарием является МФС. Некоторое время назад обсуждалась гипотетическая возможность объединения данных депозитариев, но, похоже, условия для этого пока не созданы и такое объединение откладывается. Более того, к моменту подготовки данной публикации поступила информация о создании в Украине нового депозитария — Всеукраинского депозитария ценных бумаг (ВДЦБ), реальная роль которого, вероятно, прояснится в ближайшее время. Факт его учреждения Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку и Национальным банком Украины может иметь любую подоплеку, в том числе это может быть шагом к революционному переделу инфраструктуры рынка либо очередным шагом в политической борьбе. Понятно, что создание какого-либо инфраструктурного учреждения не решает проблем, многие из которых происходят из-за несовершенства украинского законодательства, которого коснемся ниже. Тем не менее на сегодняшний день единственным легальным вариантом входа для иностранных кастодианов, согласно законодательству Украины, является установление корреспондентских отношений с НДУ. Но далее начинаются очень интересные особенности, которые требуют критического анализа и переосмысления.

В части операций главная особенность заключается в отсутствии возможности привычного для многих получения (депонирования) ценных бумаг непосредственно на счет, открытый в НДУ. Эта операция может состояться только в форме перевода со счета Хранителя внутри Депозитария, для обеспечения которого, естественно, требуется первоначальное депонирование на счет, открытый в Хранителе при условии, что Хранитель является клиентом Депозитария.

В части учета прав собственности существует мнение, что подтверждение Национальным депозитарием Украины остатков по ценным бумагам не является действительным подтверждением прав собственности, поскольку по украинскому праву таковым может являться только выписка, выданная реестродержателем или Хранителем. А НДУ является депозитарием. Таким образом, налицо противоречие: иностранным депозитариям можно заключать договора о корреспондентских междепозитарных отношениях только с НДУ,

но НДУ не выдает легитимных по украинскому праву выписок, поэтому подтвердить права на украинские ценные бумаги в НДУ нельзя. При такой конструкции парадокс заключается не только в вопросе «а для чего тогда корреспондентские отношения?», но также и в том, что при отсутствии у украинского депозитария (например, у НДУ) права подтверждать права собственности своим клиентам, цепочка учета права собственности в учетной системе Украины прерывается.

Это обусловлено тем, что Хранитель может быть клиентом Депозитария, который зарегистрировался в реестре, но Депозитарий формально **не подтверждает** Хранителю права собственности на ценные бумаги, а Хранитель при этом подтверждает данные права своим клиентам. Представляется, что **эта коллизия требует особого внимания, поскольку ставит под сомнение легитимность системы учета прав собственности на ценные бумаги в Украине.**

Существуют и другие осложняющие функционирование рынка моменты, хотя, как я уже сказал, основным моментом, требующим решения, является, вероятно, все-таки политическая воля в проведении тех или иных реформ и в решении вопросов, тормозящих развитие рынка. А поскольку речь идет о достаточно крупном и привлекательном для инвестиций рынке в одной из самых крупных стран Европы, данные проблемы приобретают особую остроту.

Из особенностей устройства инфраструктуры украинского рынка необходимо также отметить, что НДУ обладает исключительными полномочиями в части стандартизации депозитарной деятельности и кодификации ценных бумаг украинских эмитентов в соответствии с международными форматами.

ЧТО ИМЕЕМ В СНГ?

Говоря о возможных перспективах, необходимо отметить, что, несмотря на все проблемы, тем не менее мы все-таки кое-что имеем на сегодняшний день. Во-первых, мы имеем возможность обеспечить учет ценных бумаг эмитентов СНГ в соответствии с требованиями российского законодательства и подтвердить российскому инвестору его права в соответствии с российским законодательством. Во-вторых, мы имеем возможность совершать сделки между резидентами РФ с ценными бумагами эмитентов-нерезидентов РФ с соблюдением требований российского валютного законодательства об учете такой операции в российском депозитарии. В-третьих, налицо тенденции

развития операций на некоторых рынках с учетом снижения рисков и издержек на проведение данных операций, поскольку накапливается практика взаимодействия.

В случае решения отдельными странами — участниками СНГ прежде всего своих политических проблем, выработки какого-либо стабильного курса, возможно, наступит черед рынков, упорядочения их функционирования и развития. В этом случае можно надеяться на то, что, возможно, будут созданы корректные правовые условия, регулирующие взаимные инвестиции и гарантирующие их безопасность, по операциям будут снижаться риски, временные издержки и операционные затраты, а также будет обеспечен нормальный обмен опытом, в том числе опытом создания благоприятных правовых условий для развития рынков.

ОБЩИЕ ВОПРОСЫ ИЗ ПРАКТИКИ ОБСЛУЖИВАНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

После несколько углубленного фокуса на проблемах СНГ хотелось бы упомянуть о ряде общих практических вопросов, связанных с кастодиальным обслуживанием прямых инвестиций в ценные бумаги иностранных эмитентов.

Необходимо отметить, что прежде всего приходится сталкиваться со следующими проблемами:

1. Недостаточность детальной информации об отдельных рынках в силу того, что мир огромен и разнообразен. Здесь, конечно, существенно помогают знания глобальных участников рынка, но при структурировании схемы кастодиального инфраструктурного сопровождения прямых инвестиций по отдельным странам ее также оказывается недостаточно, и здесь необходимо иметь ресурс для соответствующего анализа, а также иметь правильного консультанта по данному рынку.

2. Работа в рамках двух правовых полей как дилемма по ряду вопросов. И прежде всего имеются в виду следующие вопросы:

- понимание иностранного и международного права (в том числе налогового права) и способность его корректной трактовки российским кастодианом;
- обязательность раскрытия информации о клиентах в тех или иных случаях в процессе учета прав собственности;
- работа с официальными органами страны инвестиции, в том числе порядок отработки их запросов;
- наличие источников получения подробной информации об инвестициях (корпоративные события, действия третьих лиц и пр.).



3. Непрерывность и легитимность цепочки прав собственности на ценные бумаги.

4. Обеспечение сохранности инвестиций, в том числе с точки зрения надежности головного учетного института, его адекватности, надежности сохранности информации.

5. Информационное взаимодействие с головным учетным институтом.

6. Коммуникационные проблемы, языковые проблемы и пр.

В качестве иллюстрации к вопросу о надежности можно сказать, что если в России происходят чудеса с ведением реестра акционеров самим обществом, то не нужно думать, что такое невозможно за рубежом. На примере отдельных стран Россия может показаться страной образцового порядка и понимания вопросов акционерного права, в том числе из-за зарегулированности отдельных базовых положений. Поэтому выбор контрагента, который будет выступать в качестве головного места хранения, в том числе при структурировании прямой инвестиции, — один из важных моментов, поскольку риски велики — вплоть до потери бумаг в головном месте хранения.

ЧТО ДЕНЬ ГРЯДУЩИЙ НАМ ГОТОВИТ?

Говоря о текущих новых веяниях по допуску иностранных ценных бумаг в Россию — проекте «Российские депозитарные расписки», проекте прямого допуска иностранных бумаг на организованный рынок, хотелось бы отметить, что оба проекта, безусловно, создали бы новый класс инструментов прежде всего для участников биржевого рынка. Это сделало бы рынок интереснее. Применительно к теме данной статьи: прямые инвесторы, возможно, получили бы воз-

можность «раскрутки» своих отдельных проектов за счет российских игроков и, как следствие, смогли бы повысить ликвидность своих инвестиций. И в этом, конечно, смогли бы участвовать их кастодианы.

Однако необходимо помнить о том, что «воздушные пузыри» и «пирамиды» недопустимы, а значит, процедура допуска иностранных ценных бумаг на организованный рынок должна быть хорошо организованной процедурой, поскольку речь идет уже не об одном потенциальном инвесторе, а о многих участниках рынка. Нововведение относительно обязательной квалификации иностранных ценных бумаг может этому способствовать, но это лишь первый шаг, причем не безгрешный. Предстоит решить еще ряд вопросов, в том числе вопросов, простое решение которых может быть связано не только с участниками российского рынка, но и с иностранными организациями, входящими вне сферы влияния российского регулятора, в результате чего такое решение становится сложным. Речь идет о дисциплине отдельных нумерующих агентств в рамках ANNA, о несоответствии кодов CFI действующим стандартам ISO по некоторым ценным бумагам, в результате чего, например, АДР или ГДР, выпущенные на российские акции, в рамках деятельности профессиональных участников рынка неожиданно оказались вне правового поля. Есть и другие вопросы, связанные с процедурой квалификации в ФСФР, а также с порядком учета неквалифицированных инструментов.

Практические вопросы кастодиального обслуживания в рамках данных проектов на сегодняшний день сводятся к работе в несовершенном правовом поле. Хотя законодательная платформа вроде бы уже готова, тем не менее остался нерешенным ряд более мелких, но при этом не менее важных вопросов,

которые в случае попытки реализации того или иного проекта приходится решать, прямо влияя на правовую среду, фактически работая над созданием в ней новых условий. Сегодня можно говорить о том, что если кастодиан берет за проект РДР, то это будет «разведка боем» и дойдет ли проект до логического завершения в запланированные сроки — непонятно. При этом трудности однозначно будут. Отдельные вопросы вызывает экономика, поскольку процесс ради процесса в коммерческом мире малоинтересен.

Тем не менее здесь для кастодианов имеются следующие перспективы:

- 1) участие в проектах РДР;
- 2) участие в проектах вывода иностранных активов клиентов на российский организованный рынок (естественно, при позитивных законодательных перспективах данного проекта);
- 3) организация внутренних внебиржевых расчетов при наличии спроса в зависимости от той или иной схемы работы с акционерным капиталом или при привлечении дополнительного финансирования акционерного капитала;
- 4) организация новых форм финансирования для владельцев иностранного актива в связи с повышением его ликвидности как вследствие повышения ликвидности самой акции за счет нового рынка (имеются в виду возможности РЕПО, кредитования под залог ценных бумаг), так и вследствие повышения ликвидности самого бизнеса (имеется в виду возможность организации займов).

Все это требует отдельного изучения кастодианами той ниши, которая открывается в связи с развитием операций с иностранными ценными бумагами в России и в связи с переходом российского рынка иностранных ценных бумаг в новое качество. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ будет выполнять функции замещающего нумерующего агентства по Республике Узбекистан

Ассоциация национальных нумерующих агентств (АННА) подвела полномочия Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» в качестве замещающего нумерующего агентства (ЗНА) по Республике Узбекистан. Соответствующее решение принято на основании официального письма Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан, направленного в адрес Председателя Совета директоров международной Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА) Дэна Кухнеля. В этом документе регулятор Республики Узбекистан подтвердил свое согласие на предоставление НДЦ права

выполнять функции ЗНА по Республике Узбекистан. К выполнению функций ЗНА по Республике Узбекистан НДЦ приступит после урегулирования организационных и технологических вопросов, связанных с передачей НДЦ указанных функций.

Напомним, что решение о предоставлении НДЦ права выполнять функции ЗНА для стран Содружества Независимых Государств (СНГ) было принято очередным общим собранием членов АННА, прошедшим 31 мая — 1 июня 2007 г. в Вене, и подтверждено Советом директоров АННА на очередном его заседании, прошедшем 5—6 июля 2007 г. Принятые решения нашли свое отражение в документах АННА.