



Борис Черкасский
Советник генерального директора
АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»

Лучше через двоих

В КАКУЮ СТОРОНУ МОЖЕТ РАЗВИВАТЬСЯ СПЕЦДЕПОЗИТАРНЫЙ КОНТРОЛЬ

Инфраструктура современного российского рынка представляет собой весьма устойчивую и хорошо защищающую интересы инвесторов систему. Но перед ней открываются и различные пути развития, в том числе, для организации эффективных депозитарных связей с другими странами.

Спецдепозитарии и розничная учетная система

Оптовые и розничные учетные система

Традиционная модель учетной системы основана на счетах номинальных держателей. Центральный депозитарий открывает такие счета кастодианам, а те ведут счета конечных инвесторов. В жизни

от этой схемы много отклонений, но, в целом, можно считать ее базовой. Такие центральные депозитарии называются оптовыми (wholesale) — они имеют дело только с финансовыми институтами (кастодианами), хранящими ценные бумаги своих клиентов на счетах номинальных держателей в центральном депозитарии, а не с конкретными владельцами ценных бумаг.

Однако в последние годы, особенно на молодых развивающихся рынках становится все более популярной розничная модель (retail) центрального депозитария, основанная не на кастодианах, а на операторах. Обе этих модели показаны на рисунке.

В отличие от оптовой в розничной модели счета всех депонентов открыты в центральном депозитарии, а место кастодианов занимают операторы. Они передают в центральный депозитарий поручения своих клиентов, получают оттуда отчеты об операциях, а счета депо не ведут или ведут, но как копию счетов, открытых в центральном депозитарии.

Благодаря развитию коммуникационных сетей и увеличению мощности компьютеров розничная модель становится все более популярной. Она полностью прозрачна и за это ее любят регуляторы. Так, например, в Китае все три центральных депозитария являются розничными, и число счетов депо в самом крупном из них приближается к 100 миллионам. В Индии два центральных депозитария, и также реализована розничная схема.

Розничная модель центрального депозитария является относительно новой и чаще применяется в странах с «молодыми» рынками. На сложившихся рынках доминирует оптовая модель. Например, международные центральные депозитарии Евроклир и Клирстрим являются оптовыми. Надо при этом признать, что постоянно возрастающие требования регуляторов к прозрачности депозитарного учета и, как следствие этого, к сегрегации активов стимулируют появление элементов розничной системы.

В России реализована оптовая модель центрального депозитария. Вся наша нормативная база, в целом,

ориентирована на оптовую учетную модель. Из-за этого при организации депозитарных связей со странами розничной модели возникают проблемы. Одну из таких проблем, связанную с организацией спецдепозитарного контроля участников РКИ, мы рассмотрим в настоящем документе.

Что такое спецдепозитарий и для чего он нужен

В России спецдепозитарии появились одновременно с ПИФаами ближе к концу 90-х. Спецдепозитарии были задуманы, как контрольный орган, гарантирующий порядок и соблюдение законодательства на рынке коллективных инвестиций. Негативный опыт начала 90-х, когда появились МММ, Хопер-инвест, Властелина и многие другие похожие конторы, был учтен. Управляющие компании, создающие ПИФы, оказались под достаточно жестким контролем со стороны спецдепозитариев, и общественно значимых неприятностей на РКИ удалось избежать. То есть, следует признать, что институт спецдепозитариев состоялся и сыграл позитивную роль в становлении и развитии РКИ. Впоследствии под контроль спецдепов попали НПФы, страховые компании и некоторые другие организации.

С точки зрения мировой практики российские спецдепозитарии — институт не вполне традиционный. Ближе всего к нему по функционалу находятся ФА — администраторы фондов, которые по договору с управляющими компаниями ведут в пользу их фондов учетную и иную техническую работу¹. При этом управляющие компании не обязаны хранить у ФА активы фондов, в частности, ценные бумаги. Российские спецдепозитарии выполняют несколько иные функции.

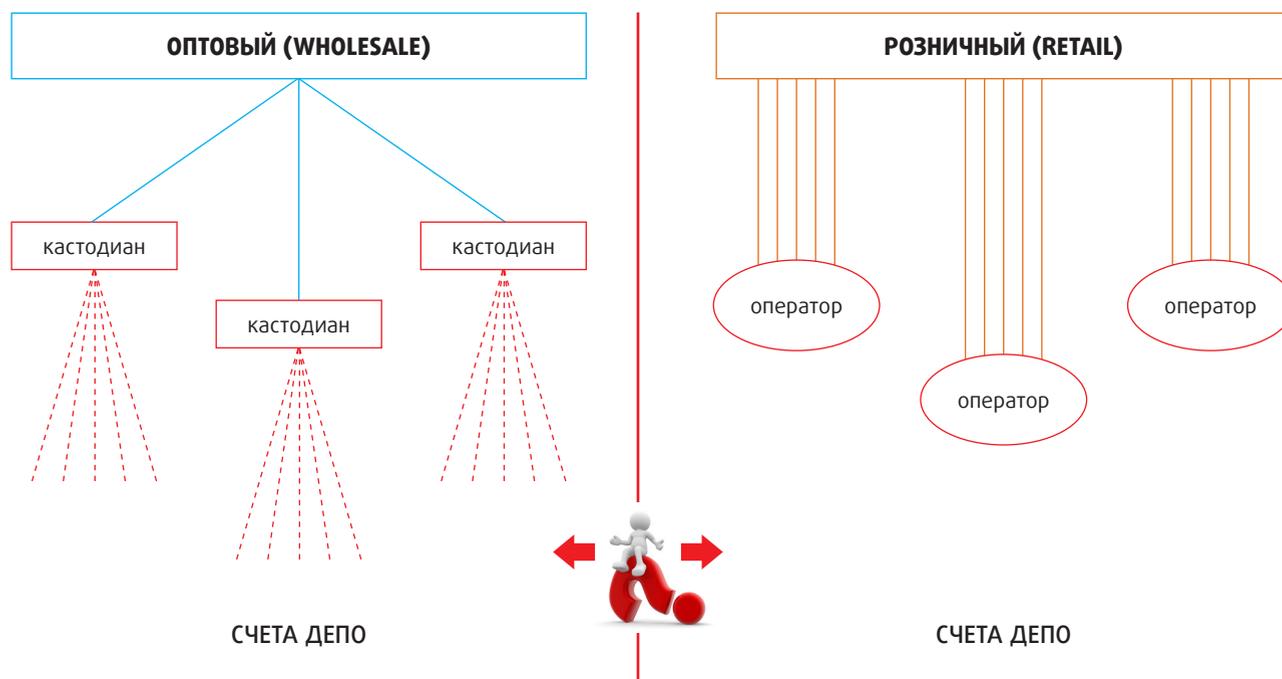
Их основная обязанность — контролировать соблюдение УК, НПФами, СК и другими клиентами требований законодательства и инвестиционной декларации. Но при этом для своих клиентов спецдепозитарий является «обязательным кастодианом», то есть должен хранить и учитывать в своем депозитарии все принадлежащие фонду ценные бумаги.

Таким образом, две основные задачи спецдепозитария — это, во-первых, контролировать правомерность действий своих клиентов, а, во-вторых, быть для них обязательным кастодианом — хранить принадлежащие им ценные бумаги. Эти функции хорошо сочетаются в российской оптовой учетной системе, но при попытке выхода на иностранные рынки с розничными центральными депозитариями возникают не разрешенные до сих пор проблемы, которые мы попытаемся здесь обсудить.

Проблемы спецдепозитария в розничной системе

Для того, чтобы хранить ценные бумаги клиентов в своем депозитарии, спецдепозитарий открывает в России счета номинального держателя в НРД (центральном депозитарии России) и, возможно, в других местах хранения (у регистраторов, в депозитариях брокеров и т. п.). Права на ценные бумаги фиксируются записями на счетах депо в спецдепозитарии, а на счетах номинального держателя отражается в совокупности общее число ценных бумаг его клиентов. Оставим в стороне многочисленные тонкости и детали организации депозитарного учета — это для нас сейчас не так важно. Зафиксируем, что для того, чтобы выполнять требования российского законодательства и хранить в своем депозитарии ценные

Рис. 1. Сравнение оптовой и розничной моделей



бумаги клиентов, спецдепозитарий обязан открывать в местах хранения на свое имя счета «номинального держателя». При этом российское законодательство выдвигает определенные требования к таким счетам. Из описания счета должно следовать, что открывшая его организация признает, что счет открыт на имя спецдепозитария, но владельцами учитываемых на нем ценных бумаг являются клиенты спецдепозитария.

Внутри России с этим все в порядке. Российские счета депо номинальных держателей отвечают таким требованиям. Проблемы начинаются при попытках участников РКИ выйти на рынки других стран.

Как мы понимаем, без спецдепозитария участники РКИ не могут приобрести иностранные ценные бумаги, потому что спецдепозитарий является обязательным для них местом хранения. То есть в центральном депозитарии другой страны или у локального кастодиана спецдепозитарий должен открыть счет «номинального держателя» или аналогичный ему. Открывать такие счета за границей, особенно сейчас, не просто — есть множество препятствий, но в оптовой депозитарной системе это, в принципе, возможно². Однако как только мы сталкиваемся с розничной депозитарной системой, то возникают неразрешимые на сегодняшний день

проблемы. Дело в том, что понятие «номинального держателя» в таких странах, как правило, отсутствует и, следовательно, открыть счет, удовлетворяющий требованиям российского законодательства, спецдепозитарий не может. А, значит, приобретать ценные бумаги такой страны клиент спецдепозитария — участник РКИ — не имеет права. Назовем эту коллизию проблемой «спецдепозитарий и розница».

Юго-восточные рынки

Проблемы взаимодействия спецдепозитариев и розничных депозитарных систем существуют давно, но раньше они не привлекали к себе особого

внимания. Интерес российских участников РКИ был сосредоточен на традиционных западных рынках, а их депозитарная система, как правило, оптовая. К тому же международные центральные депозитарии Евроклир и Клирстрим также используют оптовую систему, так что выход в мир, в значительной степени проходил через НРД и его счета номинального держателя в международных депозитариях.

В последнее время работа на западных рынках фактически блокирована, и интерес к новым рынкам значительно возрос. Но вот беда: на крупнейших южных и юговосточных рынках (Китай, Индия, Бразилия и т. п.) депозитарные системы розничные, и даже, если оставить в стороне все остальные проблемы, выходить на эти рынки участники РКИ из-за проблемы «спецдепозитарий и розница» не могут. То есть, если мы хотим обеспечить участникам РКИ выход на рынки с розничной депозитарной системой, то эту проблему надо решать.

Иногда в розничных системах делают исключение: разрешают иностранным кастодианам открывать счета номинальных держателей, но все же это скорее исключение, чем правило, и на большинстве рынков не работает. Обычно любой иностранный инвестор, получивший возможность покупать национальные ценные бумаги, должен открыть счет в центральном депозитарии, что противоречит требованию хранить ценные бумаги в спецдепозитарии. Вопрос, кто виноват, не актуален, а вот, что делать, надо бы разобраться.

Возможности и варианты

Для начала предположим, что регулятор заинтересован в том, чтобы дать возможность участникам РКИ

выходить на рынки стран с розничной депозитарной системой. Если это не так, то можно ничего не делать или даже официально запретить выход на рынки стран с розничной системой. В этом случае оставшуюся часть текста следует пропустить.

Второе, более сильное утверждение, состоит в том, что мы собираемся что-то сделать. Можно ведь ничего не делать: как-то все образуется, участники приспособятся, а проблема сама собой рассосется. Это вполне достойная стратегия, иногда приводящая к нужному результату, но обсуждать ее мы не будем.

Если все-таки есть желание решить проблему «спецдепозитарий и розница», и мы готовы предпринимать активные действия, то можно предложить четыре варианта:

ЛЕГАЛИЗАЦИЯ ИНОСТРАННОГО НОМИНИ

Предложить местному регулятору признать возможность открытия счета иностранного номинального держателя. Признавая при этом потенциальные требования по регулярному раскрытию конечных инвесторов и иные специальные требования к таким счетам.

Страны с розничной депозитарной системой, признающие иностранных номини, существуют, но путь это непростой, не быстрый, требует организации эффективного взаимодействия с местными участниками рынка и регулятором. Да и результат, особенно сейчас, не гарантирован. Зато, если получится, то можно выходить на новый рынок, сохраняя традиционную технологию взаимодействия спецдепозитариев и их клиентов. То есть, говоря научным языком: вероятность успеха невелика, зато математическое ожидание положительно. То есть, пробовать надо.

ОТКАЗ ОТ ХРАНЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ В СПЕЦДЕПОЗИТАРИИ

Не все виды активов подконтрольных клиентов хранятся в спецдепозитариях. Например, деньги находятся на счетах в банках, а спецдепозитарий контролирует счета на основании банковских выписок.

Если отказаться от требования хранения ценных бумаг участников РКИ в спецдепозитариях, то проблема упрощается. УК, получившим право на инвестирование, будут открыты счета в национальном центральном депозитарии, а спецдепозитарий станет вести учет активов своих клиентов на основе предоставляемых ему выписок

Схема вполне жизненная и реализуемая, но имеет недостатки. Во-первых, размываются принципы спецдепозитарного контроля и ослабляется его надежность. Причем именно в том проблемном сегменте иностранных ценных бумаг, где вероятность ошибок и неправомерных действий выше обычной. Во-вторых, взаимодействие с иностранным депозитарием переходит из рук профессионального кастодиана, которым являются спецдепозитарии, напрямую в руки брокеров и управляющих, что порождает дополнительные риски.

Представляется, что надо быть готовым использовать такую схему, но только «в крайнем случае», когда других вариантов не осталось. Риски, возникающие при ее реализации, достаточно велики, и оценить их непросто.

ДВОЙНАЯ ОПЕРАТОРСКАЯ СХЕМА

Как правило, центральный депозитарий взаимодействует с депонентами открытых у него счетов не напрямую, а через посредников. В разных странах они называются по-разному, но суть одна и та же. Будем называть таких

посредников операторами. Оператор полностью берет на себя взаимодействие с конечным инвестором. Он принимает от него поручение на осуществление депозитарной операции, передает это поручение в ЦД, получает отчет об исполнении и передает его инвестору. То есть все счета открыты в центральной депозитарии, но взаимодействует с владельцем не он, а оператор счета, с которым инвестор заключает договор.

Если инвестором является участник РКИ, находящийся под контролем спецдепозитария, то в договоре с локальным оператором должно быть закреплено требование о прямом взаимодействии не с самим инвестором, а с представляющим его спецдепозитарием. То есть оператор получает поручения не от владельца ценных бумаг, а от его представителя — спецдепозитария. Ему же оператор отправляет отчеты о совершенных операциях и выписки со счетов, открытых в центральной депозитарии.

При такой схеме взаимодействие происходит не напрямую между инвестором и депозитарием, а через двух посредников-операторов. Первый локальный оператор является элементом розничной системы и служит интерфейсом для взаимодействия с центральным депозитарием. Второй оператор — спецдепозитарий — обеспечивает передачу сообщений между участником РКИ и иностранным рынком³. При этом, полностью обеспечивая документооборот своего клиента с иностранным оператором, спецдепозитарий получает возможность контроля всех операций с принадлежащими клиенту иностранными ценными бумагами.

В данном случае, несмотря на то, что спецдепозитарий не является номинальным держателем, все операции

участника РКИ находятся под контролем спецдепозитария, и надежность контроля ничуть не меньше схемы с номинальным держателем.

Представляется, что именно двойная операторская схема при соблюдении определенных требований к договору между участником РКИ, спецдепозитарием и локальным оператором является наиболее надежной и относительно легко реализуемой. Нормативная легализация такой схемы значительно облегчит задачу освоения участниками РКИ зарубежных рынков с розничной депозитарной системой⁴.

ВЛАДЕЛЬЧЕСКАЯ СХЕМА

Вспомним, что еще относительно недавно до появления центрального депозитария счетов иностранного номинального держателя у нас не было. При этом иностранные инвесторы работали в России. Но на каких счетах хранились их ценные бумаги? Ответ простой. Иностранные кастодианы открывали в России счета владельцев у регистраторов, в расчетных депозитариях или у локальных кастодианов. То есть, хотя все понимали, что за этим стоит, но с формальной точки зрения собственниками бумаг в России считались не реальные инвесторы, а те кастодианы, на счетах которых хранились эти ценные бумаги. При этом за границей ценные бумаги учитывались на реальных счетах их владельцев. То есть при трансграничном переходе в России появлялся «фиктивный владелец».

Эта схема далеко не идеальна, как каждая схема, содержащая фиктивные элементы. При ее работе возникали и потенциальные, и реальные проблемы. Одной из таких проблем является возникновение имущественных претензий к фиктивному владельцу.

Формально собственником является он, поэтому «его имущество» в виде ценных бумаг, хранящихся на его счете, может быть арестовано или конфисковано, тогда как, на самом деле, эти ценные бумаги принадлежат его клиентам. Таких событий, насколько мне известно, не было, но разговоры про это ходили, и потенциальная возможность такого исхода всегда существовала, хотя в значительной степени была теоретической. Тем не менее, это отпугивало осторожных игроков, и легализация счетов иностранного номинального держателя значительно увеличила иностранные инвестиции в российский фондовый рынок.

Реальной, пусть и не такой значимой проблемой было «шизофреническое голосование». Один реальный владелец хотел проголосовать «за», а другой «против». При этом бумаги обоих хранились на одном счете «владельца». Получалось, что одна его половина голосует «за», а другая «против». На практике все понимали, причины такой шизофрении, и, в конце концов, было разрешено одному «владельцу» частично распределять голоса по разным вариантам решения.

Все это в прошлом, а длинная преамбула понадобилась для того, чтобы обсудить еще одну возможную схему преодоления проблемы «спецдепозитарий и розница». Что если отказаться, от жестких нормативных требований к типу иностранных счетов, открываемых спецдепозитариями, и разрешить им открывать на свое имя счета владельцам? При этом во внутреннем депозитарном учете работать так, как если бы иностранный счет был счетом номинального держателя?

Как было отмечено выше, схема далеко не идеальна. Риски ее поняти. Самый большой — это появление

в иностранной юрисдикции каких-либо претензий к спецдепозитарию, из-за чего возникают риски потери ценных бумаг его клиентов⁵. Явным достоинством этого варианта является то, что в работе спецдепозитария и его клиентов ничего не надо менять. За рубежом открыт счет владельца, но работаем мы в точности так, как будто бы это счет номинального держателя.

Конечно, владельческая схема не-красивая и «неправильная», но жизнь заставляет нас быть гибкими и, может быть, стоит подумать о возможности разрешить группе надежных спецдепозитариев в отдельных случаях работать по владельческой схеме. Пусть это не очень правильно, но зато эффективно: иностранцы в России по такой схеме с осознанием всех рисков раньше работали. А мы чем лучше?

Итого

Если мы хотим, чтобы участники РКИ могли работать на иностранных рынках с розничной депозитарной системой, и не хотим снижать надежность спецдепозитарного контроля, то нужно корректировать нормативную базу. Действующее регулирование не позволяет решить проблему «спецдепозитарий и розница».

Необходимо налаживать взаимодействие с национальными регуляторами и участниками местного рынка, предлагая легализовать «иностранного номинального держателя». Путь этот непростой, долгий, без гарантий успеха, но пробовать можно и нужно.

Не следует исключать из рассмотрения владельческую схему при всех ее недостатках. Она самая простая в реализации, требует минимальной корректировки нормативных документов, и на практике доказала свою

применимость. Схема не самая красивая, но при использовании с должной осторожностью может оказаться весьма эффективной.

Наиболее перспективной представляется «двойная операторская схема». Практика показала, что иностранные партнеры готовы в ней участвовать. Потребуется корректировка нормативной базы, но при этом больших практических проблем при реализации не просматривается, а надежность спецдепозитарного контроля остается такой же, как при классической схеме номинального держания. ■

ПРИМЕЧАНИЕ

- ¹ В российских реалиях спецдепозитарии выполняют далеко не все учетные и технические функции, присущие FA. Движение в сторону расширения такого рода спецдепозитарных сервисов началось и неплохо развивается, но это совсем другая история.
- ² Инфинитум проделал в этом направлении большую работу. В настоящее время у него открыты счета номинального держателя в центральных депозитариях пяти странах.
- ³ Теоретически можно представить себе схему, когда спецдепозитарий получает права оператора в иностранном центральном депозитарии, но сейчас это больше похоже на фантастику.
- ⁴ При попытках российских участников РКИ выйти на рынок Индии Инфинитумом совместно с индийскими партнерами был подготовлен трехсторонний договор, отвечающий необходимым требованиям. К сожалению, его реализация до сих пор не произошла из-за ограничений регулирования.
- ⁵ События последних лет показали, что статус счета номинального держателя не снимает эту проблему полностью, хотя, возможно, несколько смягчает ее.