



Банк России



ДЕПОЗИТАРНЫЙ УЧЕТ: НОВЫЙ ВЗГЛЯД НА ПРИВЫЧНЫЕ ВЕЩИ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
1. Особенности трансграничного учета ценных бумаг	4
2. Учет иностранных ценных бумаг в российской инфраструктуре.....	7
2.1. Особенности российской системы учета прав на иностранные ценные бумаги.....	7
2.2. Проблемы учета прав на иностранные ценные бумаги.....	8
2.3. Возможные подходы к организации учета иностранных ценных бумаг в России.....	8
2.3.1. Полный запрет допуска иностранных ценных бумаг на относительном праве в российскую финансовую систему.....	9
2.3.2. Организация специальной системы учета для иностранных ценных бумаг на относительном праве.....	9
2.3.3. Допуск иностранных ценных бумаг на относительном праве через российские депозитарные расписки.....	9
2.4. Вопросы ответственности. Распределение рисков между депозитариями и депонентами.....	11
2.5. Последствия необоснованного списания и блокировки иностранных ценных бумаг в иностранной учетной инфраструктуре.....	12
Вопросы для обсуждения.....	15
3. Доступ иностранной учетной инфраструктуры на российский фондовый рынок (институт ИНД и ИУД).....	16
3.1. Особенности российской системы учета прав на ценные бумаги	16
3.2. Проблемы действующей российской модели ИНД (ИУД)	17
3.3. Возможные пути развития доступа иностранной инфраструктуры к российскому фондовому рынку	18
3.3.1. Введение требования о раскрытии ИНД (ИУД) информации о владельцах ценных бумаг (счет депо ИНД (ИУД) с раскрытием).....	18
3.3.2. Введение требования о сегрегации ценных бумаг на счете депо ИНД.....	19
3.3.3. Отмена институтов ИНД и ИУД	20
3.3.4. Опосредованный допуск иностранных инвесторов на российский фондовый рынок через «производные инструменты».....	20
Вопросы для обсуждения.....	21

ВВЕДЕНИЕ

К 2022 г. российский фондовый рынок существенным образом интегрировался в международный рынок капитала: неуклонно рос объем иностранных ценных бумаг в портфелях российских розничных и институциональных инвесторов, увеличивались остатки российских ценных бумаг на счетах депо иностранных организаций, включая иностранных номинальных держателей, осуществлялись заимствования российскими корпорациями и Российской Федерацией через выпуск еврооблигаций. При этом российские депозитарии обеспечили российским инвесторам, включая граждан, прямой доступ к иностранным финансовым инструментам – учет прав на иностранные ценные бумаги осуществляется на их счетах депо. Модель доступа иностранных инвесторов на российский фондовый рынок ориентировалась на европейскую практику: иностранным организациям учетной инфраструктуры открываются омнибусные счета, раскрытие конечных инвесторов требуется в ограниченном числе случаев, а доступ к акциям российских эмитентов обеспечивается в первую очередь за счет выпуска крупнейшими иностранными банками расписок на такие акции¹.

Вместе с тем рост интереса российских инвесторов к иностранным финансовым инструментам и увеличение притока иностранных инвестиций на российский фондовый рынок выявили существенные различия в режиме учета и реализации прав на ценные бумаги в российской и иностранных юрисдикциях. Например, для розничных инвесторов в некоторых юрисдикциях установлено ограничение возможности голосовать акциями компаний, которые учитываются через цепочку кастодианов, а не напрямую в реестре акционеров. В то же время право на участие в управлении российским акционерным обществом имеет любой владелец акций вне зависимости от места учета его прав на них (реестр владельцев ценных бумаг, счет депо в российском депозитарии, счет в иностранном учетном институте).

Проблемы реализации прав на ценные бумаги настолько обострились, что в последнее десятилетие в мировой практике наметилась тенденция к переосмыслению действовавших подходов к взаимодействию эмитентов и инвесторов², а также учету прав на финансовые инструменты³.

В 2022 г. эти проблемы обозначились особенно остро в связи с действиями иностранных государств и организаций. Российские депозитарии столкнулись с серьезными сложностями при взаимодействии с иностранными организациями при проведении трансграничных операций и обеспечении прав, удостоверенных ценными бумагами: с блокировкой ценных бумаг и выплат по ним, необоснованным списанием ценных бумаг, отказами в содействии при реализации прав по ценным бумагам, включая противодействие корпоративному управлению российских эмитентов.

Возможность осуществления указанных действий иностранными партнерами российских эмитентов и депозитариев, а также их последствия свидетельствуют о целесообразности проведения анализа действующих механизмов и оценки потребности в выстраивании взаимодействия с иностранными организациями на иных принципах, с учетом накопленного опыта.

¹ Размещение и (или) организация обращения за пределами Российской Федерации акций российских эмитентов посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении акций российских эмитентов, не допускается с 27.04.2022 в соответствии с частью 1 статьи 6 Федерального закона от 16.04.2022 № 114-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

² Директива ЕС SRD II, направленная на эффективность управления эмитентами и участия акционеров в корпоративном управлении и предполагающая обеспечение прямого взаимодействия европейских эмитентов с конечными владельцами своих акций (Directive (eu) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017).

³ Исследование Юридической комиссии Великобритании «Роль посредников в учете ценных бумаг» (Law Commission 'Intermediated securities: who owns your shares?'), опубликованное в 2023 г. (<https://www.lawcom.gov.uk/project/intermediated-securities>).

В настоящем документе описаны задачи, решение которых представляется необходимым в целях сохранения Российской Федерацией роли участника международного рынка ценных бумаг при одновременном повышении защищенности прав российских инвесторов.

Доклад носит консультативный характер и подготовлен для обсуждения с участниками финансового рынка, представителями экспертного и научного сообщества подходов к решению указанных задач. Ваши замечания, комментарии и предложения можно направлять до 01.07.2025 включительно на адрес: custody_diff@cbr.ru.

1. ОСОБЕННОСТИ ТРАНСГРАНИЧНОГО УЧЕТА ЦЕННЫХ БУМАГ

Механика трансграничного учета ценных бумаг строится на организации процесса перехода ценных бумаг из одной юрисдикции (юрисдикции выпуска) и ее системы учета в другую юрисдикцию (принимающую юрисдикцию) и ее систему учета. Сложность такого перехода заключается в том, что правовое регулирование в отдельно взятой юрисдикции может отличаться от регулирования в иных правовых порядках.

Переход ценных бумаг из одной юрисдикции в другую осуществляется через посредника (депозитарий), являющегося резидентом принимающей юрисдикции. Такой переход происходит при условии оценки ценных бумаг с точки зрения законодательства принимающей юрисдикции в рамках процедуры приема иностранных ценных бумаг на обслуживание.

Техника допуска иностранных ценных бумаг к учету регулируется в каждом правовом порядке по-разному. Методологически можно выделить два возможных подхода.

1. Режим прямого допуска к учету, при котором в принимающей юрисдикции организуются учет и оборот ценной бумаги с теми же идентификационными признаками и в соответствии с условиями той же эмиссионной документации, что и в юрисдикции ее выпуска.

2. Режим косвенного допуска к учету, предполагающий выпуск в принимающей юрисдикции производных ценных бумаг, удостоверяющих совокупность прав на базовый актив, в качестве которого выступают ценные бумаги, учитываемые в системе учета юрисдикции выпуска. Как правило, в качестве таких производных ценных бумаг выступают депозитарные расписки.

Косвенный допуск иностранных ценных бумаг к учету обеспечивает владельцу депозитарной расписки возможность осуществлять не прямое владение иностранными активами, не выходя за рамки национальной юрисдикции.

Процедуры допуска иностранных ценных бумаг к учету в принимающей юрисдикции прежде всего направлены на оценку совместимости юрисдикций для обеспечения максимально бесшовного перехода ценной бумаги в систему учета принимающей юрисдикции, и наибольшее внимание при такой оценке уделяется модели регулирования учета прав на ценные бумаги.

Модели регулирования учета прав на ценные бумаги разных юрисдикций построены на различных принципах, среди которых обычно выделяют следующие.

Модель прямой собственности (континентальная правовая традиция) рассматривает конечного владельца ценной бумаги в качестве собственника, обладающего всем объемом прав по ценной бумаге (так называемое абсолютное право). При этом центральный депозитарий и другие посредники считаются номинальными держателями ценных бумаг, не имеют на них прав и не являются их собственниками. Конечный владелец ценных бумаг имеет возможность предъявить к эмитенту как к лицу, обязанному по ценным бумагам, требования из ценных бумаг и осуществлять корпоративные права.

Модель прямой собственности может иметь разные выражения: в частности, правообладатель ценных бумаг может признаваться единоличным собственником причитающихся конкретно ему ценных бумаг (как во Франции⁴) либо обладателем права общей собственности на бумаги, удостоверенные глобальным сертификатом, и их совладельцем (как в Германии⁵).

Именно такой модели учета придерживаются Чехия, Швеция, Финляндия, Греция, Испания, Бразилия, Аргентина и Китай (кроме Гонконга)⁶.

Модель опосредованного владения (англо-американская правовая традиция) предполагает, что полным объемом прав по ценной бумаге обладает только владелец или посредник первого уровня (тот, кто зарегистрирован в реестре), в то время как нижестоящие посредники и конечный держатель ценных бумаг являются лишь обладателями относительных прав требования к обслуживающему их посреднику вышестоящего уровня (так называемое относительное право). В такой модели владения ценными бумагами конечный держатель ценных бумаг не имеет права и возможности предъявлять требования к эмитенту, поскольку правовая связь между ними отсутствует.

В Англии отношения в системе опосредованного учета рассматриваются как отношения траста, производный актив – как интерес по праву справедливости (equitable interest)⁷.

В США ценные бумаги, учитываемые через посредника, в принципе являются особым объектом прав, отличным от оригинальных ценных бумаг. В современной редакции раздела 8 Единообразного торгового кодекса США такой актив обладает особой правовой природой (объект *sui generis*) и именуется *security entitlement*⁸.

Схожий с американским подход избрали составители швейцарского федерального закона о ценных бумагах, учитываемых через посредника⁹.

Реализация прав по иностранным ценным бумагам, в том числе получение денежных выплат, участие в корпоративных действиях, инициируется в юрисдикции выпуска эмитентом ценной бумаги в соответствии с его национальным законодательством, транслируется по цепочке

⁴ См., например, Haentjens M. *Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law*. Alphen aan den Rijn, 2007. P. 93–130 (взято из Подкопалов И.А. Некоторые аспекты правового регулирования трансграничного оборота ценных бумаг, учитываемых через посредника // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2021. № 12. С. 56–85).

⁵ См. Einsele D. *Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*. S. 30–31 (взято из Подкопалов И.А. Некоторые аспекты правового регулирования трансграничного оборота ценных бумаг, учитываемых через посредника // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2021. № 12. С. 56–85).

⁶ Philipp Paech. *Market needs as Paradigm: Breaking Up the Thinking on EU Securities Law*. LSE Law, Society and Economics Working Papers 11/2012. London, 2012. P. 10–11 (взято из Обухова Е.В. Гражданско-правовое регулирование учета прав на бездокументарные ценные бумаги. Диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук НИУ ВШЭ. Москва, 2018).

⁷ См., например, Benjamin J. *Op. cit.* P. 31–62 (взято из Подкопалов И.А. Некоторые аспекты правового регулирования трансграничного оборота ценных бумаг, учитываемых через посредника // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2021. № 12. С. 56–85).

⁸ См. подпункты 7, 9 и 17 пункта «а» §8–12 ЕТК. См. также: Mooney C.W., Rocks S.M., Schwartz R.S. *An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities* // *The Business Lawyer*. 1994. No. 4. P. 1891–1906; Hakes R.A. *Op. cit.* (взято из Подкопалов И.А. Некоторые аспекты правового регулирования трансграничного оборота ценных бумаг, учитываемых через посредника // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2021. № 12. С. 56–85).

⁹ См. Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008. URL: <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2009/450/de>; Kuhn H. *The Geneva Securities Convention and the Swiss Intermediated Securities Law Reform* // *Intermediated Securities: The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation* / Ed. by P.H. Conac, U. Segna, L. Thevenoz. Cambridge, 2015. P. 288–309 (взято из Подкопалов И.А. Некоторые аспекты правового регулирования трансграничного оборота ценных бумаг, учитываемых через посредника // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2021. № 12. С. 56–85).

номинальных держателей до упомянутого выше посредника из принимающей юрисдикции, а затем в соответствии с национальным законодательством принимающей юрисдикции – до конечного владельца.

Поскольку возможность трансграничного перемещения ценных бумаг, реализация прав по ним в принимающей юрисдикции определяются национальным законодательством юрисдикции выпуска, введение по каким-либо причинам юрисдикцией выпуска запретов или ограничений в отношении субъектов принимающей юрисдикции лишает экономической основы ценные бумаги юрисдикции выпуска, учитываемые в системе учета принимающей юрисдикции в качестве иностранных или производных ценных бумаг. Правовые последствия и финансовые издержки, связанные с такими ограничениями, например в случаях блокировки, безосновательного списания, отказа от сверки количества ценных бумаг, понесут, в зависимости от законодательства, либо инфраструктурные организации, либо инвесторы принимающей юрисдикции.

Полное исключение такого риска возможно только в случае полного отказа от допуска в юрисдикцию иностранных ценных бумаг.

2. УЧЕТ ИНОСТРАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЕ

Выбор способа трансграничного перехода ценных бумаг зависит от сопоставимости моделей регулирования учета ценных бумаг, реализованных в юрисдикции выпуска ценной бумаги и в принимающей юрисдикции, а также от готовности юрисдикции выпуска предоставлять эмитентам локальных ценных бумаг право организовывать их прямое обращение за рубежом.

При этом российский номинальный держатель, открывая в иностранном учетном институте счет лица, действующего в интересах других лиц, может оказаться держателем иностранной ценной бумаги на относительном праве. Для исключения рисков, сопряженных с такой ситуацией, предлагается допускать в российскую учетную систему иностранные ценные бумаги только на абсолютном праве либо модифицировать их учет согласно приведенным в нашем докладе подходам.

Зависимость от действий иностранной юрисдикции в отношении ее локальных ценных бумаг не может быть полностью исключена. Поэтому предлагается пересмотреть подходы к определению ответственности депозитария перед депонентом в случае неосновательного списания или блокировки иностранных ценных бумаг, учтенных на их счетах иностранными организациями.

2.1. Особенности российской системы учета прав на иностранные ценные бумаги

В России иностранные ценные бумаги в основном допускаются к учету напрямую (режим прямого допуска к учету). Для указанных целей российские депозитарии обязаны открывать в иностранных организациях счет лица, действующего в интересах других лиц, то есть идентифицироваться перед иностранной учетной инфраструктурой как номинальный держатель. Механизм использования российских депозитарных расписок (режим косвенного допуска к учету) законодательством предусмотрен, но практического развития не получил.

Российская система учета прав на ценные бумаги построена по модели прямой собственности, в основе которой абсолютное право на ценную бумагу. При этом законодательно установлена ответственность депозитария за утрату ценной бумаги. Так, общие основания ответственности российского депозитария закреплены в статье 8.5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Согласно общему принципу, если произошло необоснованное списание ценных бумаг клиента номинального держателя в вышестоящем учетном институте, номинальный держатель должен списать эти ценные бумаги со счетов своих депонентов и счетов неустановленных лиц, после чего за свой счет приобрести такие же ценные бумаги на рынке и зачислить их на счета пострадавших депонентов либо возместить им убытки. При этом для защиты своих имущественных интересов депозитарий вправе выставить регрессное требование лицу, необоснованно списавшему со счета депозитария соответствующие ценные бумаги.

В модели опосредованного владения, не применяемой в России, вопрос с ответственностью может быть решен иначе, так как запись по счету означает не количество ценных бумаг, принадлежащих владельцу, а обязательство номинального держателя в соответствующем размере. При этом порядок исполнения такого обязательства определяется с учетом условий договора с клиентом (условий выпуска депозитарной расписки).

2.2. Проблемы учета прав на иностранные ценные бумаги

При открытии счета лица, действующего в интересах других лиц, российские депозитарии вынуждены подстраиваться под правила и условия, установленные иностранными организациями, что влечет ряд трудностей для них:

- в соответствии с российским законодательством депозитарии не вправе осуществлять на счетах депо учет неквалифицированных в качестве ценных бумаг иностранных финансовых инструментов (НИФИ), например, таких как варранты, однако на счетах российских депозитариев в иностранных организациях учет подобных инструментов возможен;
- несопоставимость в иностранной юрисдикции типов счетов, подлежащих использованию депозитариями в соответствии с российским законодательством (отсутствие полного аналога счета иностранного номинального держателя (ИНД) и счета иностранного уполномоченного держателя (ИУД) по уровню защищенности);
- депоненты российских депозитариев с учетом применимого иностранного права в ряде случаев не воспринимаются иностранными учетными институтами как владельцы ценных бумаг, а российский депозитарий, напротив, может идентифицироваться как собственник финансового инструмента;
- различные подходы к порядку и срокам проведения корпоративных действий, в том числе к определению даты, на которую подтверждаются права владельца (определение иностранными кастодианами лиц, имеющих право участия в корпоративном действии, исходя из данных реестра по состоянию на так называемую value date вне зависимости от фактической даты проведения операции по счетам таких лиц самим кастодианом);
- различные единицы учета активов (применение иностранными кастодианами стоимостных единиц учета некоторых активов, а не количественных – например, в отношении долговых инструментов).

Одним из последствий введения в отношении России и ее резидентов ограничений является невозможность реализации прав, установленных иностранными ценными бумагами. В ряде случаев иностранные организации продолжают блокировать даже те ценные бумаги, которые фактически погашены в связи с полным исполнением обязательств по ним.

Кроме того, российские депозитарии столкнулись с ограничениями в распоряжении денежными средствами, поступающими в виде выплат (доходов) по иностранным ценным бумагам на их счета, в связи с чем перечисление указанных денежных средств конечному получателю стало невозможным.

2.3. Возможные подходы к организации учета иностранных ценных бумаг в России

Сегодня российское законодательство не учитывает, что российский номинальный держатель, открывая в иностранном учетном институте счет лица, действующего в интересах других лиц, может оказаться держателем ценной бумаги на относительном праве: даже в этом случае от российского номинального держателя требуется обеспечить абсолютное право своего депонента на такую ценную бумагу. Банк России предлагает пересмотреть сложившийся подход и адаптировать правоотношения, возникающие в российской юрисдикции между депозитарием и депонентом в отношении иностранной ценной бумаги, к правоотношениям российского депозитария с иностранной организацией, в связи с которыми иностранная ценная бумага принимается на учет в российскую юрисдикцию.

Если иностранная ценная бумага учитывается в иностранной юрисдикции на абсолютном праве, ее допуск возможно осуществлять как прямым способом, так и косвенным посредством выпуска российских депозитарных расписок на такую ценную бумагу. Такие ценные бумаги при прямом допуске следует учитывать на основе принципов абсолютного права, применяя действующую модель учета.

В случае нарушения депозитарием указанного выше порядка учета прав на иностранные ценные бумаги (отражение на счете депо клиента ценных бумаг, которые в иностранной юрисдикции учитываются на относительном праве) депозитарий должен будет устранить это нарушение. Если при устранении нарушения невозможно обеспечить надлежащий учет прав клиента на иностранную ценную бумагу, в том числе по причине невозможности учета таких иностранных ценных бумаг на принципах абсолютного права, то депозитарий обязан возместить стоимость указанных ценных бумаг клиенту.

В отношении ценных бумаг, которые учитываются в иностранной юрисдикции на принципах относительного права, предлагается рассмотреть возможность реализации одного из следующих подходов.

2.3.1. Полный запрет допуска иностранных ценных бумаг на относительном праве в российскую финансовую систему

Подобное решение приведет к сокращению количества иностранных инструментов в Российской Федерации, но позволит внутри российской инфраструктуры избежать оборота иностранных ценных бумаг, принципы учета и обращения которых в юрисдикции их выпуска не соответствуют принципам учета и обращения ценных бумаг в Российской Федерации.

2.3.2. Организация специальной системы учета для иностранных ценных бумаг на относительном праве

Если иностранная ценная бумага учитывается в иностранной юрисдикции на принципах относительного права, то и учет ее в России должен осуществляться в соответствии с этими особенностями. Такой учет может быть основан на принципах учета денежных обязательств перед клиентом в размере стоимости этих ценных бумаг. Однако реализация такого нововведения потребует разработки новой правовой конструкции (специальной системы учета иностранных ценных бумаг на относительном праве), поскольку учет и обращение таких ценных бумаг посредством записей на счетах депо в их нынешнем значении будет невозможен.

2.3.3. Допуск иностранных ценных бумаг на относительном праве через российские депозитарные расписки

Косвенный допуск ценных бумаг, учитываемых в иностранной юрисдикции на принципах относительного права, может быть организован посредством использования таких инструментов, как российские депозитарные расписки. Российские депозитарные расписки потенциально способны принимать практически любое содержание (базовый актив), в том числе иметь в своей основе иностранные ценные бумаги на относительном праве¹⁰.

¹⁰ При условии изменения действующего определения российской депозитарной расписки в законодательстве Российской Федерации.

В этом случае к учету в Российской Федерации будет допускаться ценная бумага, являющаяся производной от иностранной ценной бумаги (режим косвенного допуска к учету).

Российский депозитарий, получив на свой счет в иностранной юрисдикции ценную бумагу на относительном праве, будет осуществлять выпуск депозитарных расписок на такие ценные бумаги и зачисление на счет депо депонента не самой ценной бумаги, а депозитарной расписки.

Оборот депозитарной расписки будет происходить в соответствии с законодательством в российской учетной системе. Порядок осуществления прав по депозитарной расписке будет определяться решением о выпуске таких ценных бумаг и может соответствовать объему прав по ценной бумаге на относительном праве. Причем осуществление прав инвесторов по депозитарной расписке может быть также поставлено в зависимость от возможности депозитария осуществлять операции, получать исполнение (осуществлять права) по ценной бумаге на относительном праве, в отношении которой депозитарная расписка удостоверяет права.

Таким образом, могут быть решены ранее обозначенные проблемы несопоставимости счетов депо в России и в иностранных юрисдикциях по уровню защищенности, а также различий в реализации корпоративных действий.

При этом неисполнение по ценным бумагам, являющимся базовым активом по российской депозитарной расписке, блокировка или списание этих ценных бумаг со счета депозитария (эмитента российской депозитарной расписки), например, без его поручения либо при отсутствии корпоративного действия, необязательно должны приводить к автоматическому неисполнению, блокировке или списанию российских депозитарных расписок в российской депозитарии: решением о выпуске российских депозитарных расписок, например, могут быть предусмотрены альтернативные способы исполнения обязательств по ним.

Ответственность эмитентов депозитарных расписок

Помимо общих подходов к ответственности организаций учетной инфраструктуры, которые будут рассмотрены ниже, отмечаем, что эмитент российских депозитарных расписок, как представляется, должен обладать правом осуществлять выпуск российских депозитарных расписок с условием об ограничении ответственности в зависимости от наличия у него возможности получать исполнение (осуществлять права) по иностранной ценной бумаге, являющейся базовым активом соответствующей российской депозитарной расписки. При этом если эмитент российской депозитарной расписки воспользуется своим правом на установление условия по ограничению ответственности, то оборот таких расписок среди розничных инвесторов¹¹ должен быть ограничен.

В случае если обязательства эмитента российских депозитарных расписок не ставятся в зависимость от возможности получения исполнения по базовому активу, то при реализации соответствующих рисков депозитарий – эмитент российских депозитарных расписок будет обязан осуществлять исполнение в полном объеме¹². В связи с этим с учетом необходимости управления рисками депозитария – эмитента российских депозитарных расписок должен быть урегулирован вопрос о соотношении объема выпуска российских депозитарных расписок с объемом капитала их эмитента и предъявляемыми к нему требованиями по резервированию.

¹¹ Обращаем внимание, что обсуждение доступа инвесторов различных категорий к соответствующим инструментам не является предметом доклада.

¹² При этом эмитент российской депозитарной расписки не отвечает по обязательствам лица, обязанного по базовому активу.

Изменение подхода к выпуску российских депозитарных расписок

В настоящее время российские депозитарные расписки практически не используются в связи со сложной процедурой их выпуска (подготовка и регистрация проспекта эмиссии; выпуск и размещение депозитарных расписок только траншами; обеспечение условий, установленных стандартами эмиссии). В связи с этим представляется возможным отойти от концепции российской депозитарной расписки как эмиссионной ценной бумаги, изменив тем самым процедуры их выпуска и погашения. При этом полагаем возможным использовать модель регулирования цифрового свидетельства¹³, исключающей необходимость определять заранее объем выпуска, осуществлять его регистрацию и иные обременительные действия. Для снижения затрат инвесторов и эмитентов российских депозитарных расписок необходимо, чтобы механизм конвертации представляемых иностранных ценных бумаг в депозитарную расписку позволял выпускать и обращать их так же быстро и дешево, как если бы это было обычное прямое зачисление и списание ценных бумаг.

При таких условиях представляется, что депозитарные расписки могли бы также решить проблему учета иностранных финансовых инструментов, не признанных в качестве ценных бумаг по законодательству Российской Федерации. Не все имущественные права из финансовых контрактов, которые обращаются за рубежом в качестве ценных бумаг, признаются ценными бумагами по российскому праву. В частности, варранты, которыми иностранные эмитенты часто выплачивают дивиденды по акциям, не являются ценными бумагами в России и не могут переходить от одного лица к другому по счетам депо. Появление в российском законодательстве ценной бумаги, удостоверяющей права в отношении таких финансовых инструментов, сделает возможным их легальный оборот по счетам депо в российской юрисдикции.

С учетом изложенного вопрос категоризации указанных депозитарных расписок в зависимости от условий их выпуска потребует отдельного решения.

2.4. Вопросы ответственности. Распределение рисков между депозитариями и депонентами

Депозитарий по общему правилу отвечает за любое неисполнение, кроме ситуаций непреодолимой силы. Вместе с тем в области трансграничного учета прав на ценные бумаги сфера риска, обусловленного взаимодействием с иностранной юрисдикцией, формируется не только обстоятельствами непреодолимой силы, но и иными обстоятельствами, которые могут находиться вне обычного предпринимательского риска и контроля российских депозитариев.

Российское регулирование имеет в основе презумпцию добросовестности контрагентов учетной инфраструктуры. Соответственно, ее отсутствие со стороны иностранных контрагентов российских депозитариев потребует пересмотра подходов к определению ответственности депозитария перед депонентом.

¹³ Цифровое свидетельство – неэмиссионная бездокументарная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая принадлежность ее владельцу утилитарного цифрового права, распоряжаться которым имеет возможность депозитарий, и закрепляющая право ее владельца требовать от этого депозитария оказания услуг по осуществлению утилитарного цифрового права и (или) распоряжения им определенным образом (часть 1 статьи 9 Федерального закона от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»).

Полагаем возможным рассмотреть следующие варианты:

1. Депозитарий освобождается от ответственности за неисполнение, связанное с рисками иностранной юрисдикции, в том числе за необоснованное списание или блокировку ценных бумаг только в случае, если он докажет, что предпринял все возможные усилия для восстановления нарушенных прав своих депонентов, а при заключении договора с иностранным кастодианом на оказание услуг по учету прав на ценные бумаги (хранению ценных бумаг) осуществил оценку его финансового положения и деловой репутации, и такая оценка соответствовала установленным в нормативном регулировании критериям.
2. Депозитарий освобождается от ответственности за неисполнение, причиной которого явились основания, связанные с иностранной юрисдикцией, которые находятся вне контроля российских депозитариев. Перечень таких оснований должен быть определен на уровне законодательства.

Кроме того, необходимо установить обязанности по информированию депозитариями своих депонентов о рисках, связанных с учетом прав на иностранные ценные бумаги в иностранных учетных институтах.

Также для минимизации риска иностранной юрисдикции предлагается сохранить требование об обеспечении депозитарием учета ценных бумаг его депонентов исключительно на открытом ему счете лица, действующего в интересах других лиц¹⁴, режим проведения операций по которому не предусматривает использования иностранным учетным институтом и (или) иными лицами в собственных интересах учитываемых на таком счете ценных бумаг. Требование об открытии счетов в иностранных учетных институтах без права использования ценных бумаг клиентов предлагаем закрепить в законодательстве¹⁵ в более явном виде.

2.5. Последствия необоснованного списания и блокировки иностранных ценных бумаг в иностранной учетной инфраструктуре

Вне зависимости от решения вопросов распределения рисков (ответственности) между депозитарием и депонентом в случаях необоснованной блокировки или необоснованного списания ценных бумаг со счета депозитария, необходимо решить также и прикладные вопросы учета: по каким правилам в российской системе учета должно осуществляться списание ценных бумаг, списанных в иностранной системе учета, и подлежат ли обращению в российской юрисдикции заблокированные иностранной организацией ценные бумаги.

В российской системе учета ценных бумаг, построенной на принципах абсолютного права, права, закрепленные ценной бумагой, будут признаваться за ее владельцем до тех пор, пока эта ценная бумага находится у номинального держателя. Если номинальный держатель утратит ценную бумагу, то ее утратит и его депонент. Поэтому списание ценной бумаги со счета номинального держателя одновременно влечет списание этой ценной бумаги у его депонента.

При необоснованном списании у номинального держателя ценных бумаг возникает вопрос о том, у кого из депонентов и какое количество ценных бумаг должно быть списано. Российское законодательство в настоящее время относит решение этого вопроса к предмету договора между депозитарием и его клиентом¹⁶. С учетом изложенного представляется целесообразным рассмотреть возможность закрепления в регулировании одного из следующих подходов.

¹⁴ Исходя из требований статей 7, 8.3, 51.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

¹⁵ Установление прямого запрета на уровне федерального закона или нормативного акта Банка России.

¹⁶ Пункт 11 статьи 8.5 Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

1. Пропорциональное списание. Исходя из принципа обеспечения справедливости, для номинального держателя может быть целесообразно пропорционально списать ценные бумаги у всех депонентов. Однако во многих случаях пропорционально списать ценные бумаги у каждого депонента не представляется возможным. Если у депозитария будет учитываться 100 ценных бумаг, 95 из которых принадлежат одному депоненту, а 5 – другому, при необоснованном списании у депозитария 50 ценных бумаг пропорционально списать их у каждого депонента не получится без образования дробных частей.

Вместе с тем представляется, что пропорциональный подход возможен через одновременное списание целого количества ценных бумаг и возмещение денежными средствами – в размере стоимости дробной части ценных бумаг.

В соответствии с разделом 8 Единообразного торгового кодекса США обладатель бездокументарных ценных бумаг имеет в отношении их титул, именуемый security entitlement. С позиций российского права титул security entitlement аналогичен правам собственника вещи, переданной на хранение с обезличением. При передаче вещей в иррегулярное хранение они смешиваются с вещами других поклажедателей, и в отношении этих вещей у последних возникают права общей долевой собственности. В случае с security entitlement инвесторы, с одной стороны, наделяются правом общей долевой собственности на учитываемые у номинального держателя ценные бумаги (§8–503 (b) Единообразного торгового кодекса США), с другой стороны, сохраняют в отношении номинального держателя право требовать в том числе возврата соответствующего количества бездокументарных ценных бумаг¹⁷.

В этом случае возврат актива осуществляется пропорционально нанесенному ущербу, в остальной части выплачивается денежное возмещение. Так, если нанесенный ущерб составляет 50 процентов, то ценные бумаги необходимо списать у каждого депонента в объеме этих 50 процентов. При таком подходе необходимо решить, как быть с долями, которые не соответствуют целой ценной бумаге. Если списать 50 процентов в примере, указанном выше, то у одного депонента должно остаться 47,5 ценных бумаг, а у второго – 2,5. Издержки по нецелым остаткам (0,5) следует также списать и вместо ценной бумаги в соответствующей части выплатить денежное возмещение за счет депозитария.

2. Очередность. Согласно этому подходу кредиторы должника делятся на категории, и убытки от неисполнения обязательства несет сначала одна категория кредиторов, потом другая, третья и так далее. Представляется, что приоритет должен иметь прежде всего розничный инвестор, как наиболее уязвимый экономический субъект, нуждающийся в дополнительной защите. При этом очередность можно представить следующим образом: сначала списываются ценные бумаги у наиболее защищенных лиц (лиц, обладающих достаточной квалификацией, знаниями и опытом), а затем – у наименее защищенной группы лиц (розничных инвесторов, розничных ПИФ). При реализации принципа очередности внутри очереди может быть использован пропорциональный подход.

При выборе варианта действий в случае необоснованного списания следует учитывать, что одним из депонентов номинального держателя может быть другой номинальный держатель, за которым может стоять неизвестное количество депонентов с неизвестным распределением списываемых ценных бумаг. Если использовать только пропорциональный подход, проблем в списании ценных бумаг

¹⁷ См. Никифоров А.Ю. Бездокументарные ценные бумаги // СПС КонсультантПлюс. 2014.

по всей депозитарной цепочке не возникает. Депозитарии нижнего уровня будут проводить такую же процедуру, что и депозитарии верхнего уровня. Однако если использовать подход очередности, потребуются сложная процедура коммуникации между депозитариями.

Аналогичные проблемы возникают в случае блокирования ценных бумаг иностранными организациями на счетах, открытых российским депозитариям в интересах их клиентов. В России по общему правилу блокировать ценные бумаги можно только по счетам владельцев, но не по счетам номинального держателя. Однако ситуация меняется в связи с блокировкой ценных бумаг в иностранной юрисдикции. В этом случае представляется возможным выделить два возможных варианта действий:

1. заблокировать соответствующее количество ценных бумаг у всех их владельцев по всей цепочке номинальных держателей, тем самым изъяв их из гражданского оборота до снятия блокировки;
2. маркировать соответствующее количество иностранных ценных бумаг, которые невозможно вывести в иностранную юрисдикцию, у всех владельцев по всей цепочке номинальных держателей, тем самым сохранив их оборот в Российской Федерации, однако без возможности смены депозитария «первого уровня». Это решение создаст в отношении одних и тех же ценных бумаг два рынка с различным ценообразованием. Один рынок будет рынком заблокированных ценных бумаг, другой – рынком незаблокированных ценных бумаг. Также следует отметить, что в отношении заблокированных ценных бумаг ни выплаты, ни иные права осуществляться не будут.

В случае частичной блокировки также необходимо будет решить, ценные бумаги каких держателей и в какой пропорции следует блокировать. Представляется, что подход к решению этого вопроса должен быть аналогичен подходу к решению вопроса о необоснованном списании ценных бумаг со счета номинального держателя.

Самостоятельным вопросом, требующим решения при пересмотре подходов к учету иностранных ценных бумаг, является обязанность депозитария осуществлять сверку количества ценных бумаг, учитываемых на счетах депо и счетах неустановленных лиц, с количеством, учитываемым на счетах самого депозитария. Этот механизм необходим в системе учета ценных бумаг по модели прямой собственности для обеспечения режима абсолютного права на ценные бумаги. Однако, как было указано выше, применение такого механизма в условиях учета ценных бумаг в иностранной юрисдикции на принципе относительного права лишено всякого смысла.

В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть вопрос о применении правила о сверке с иностранной юрисдикцией только в отношении ценных бумаг на абсолютном праве (модель прямого допуска).

ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Считаете ли вы целесообразным при учете иностранных ценных бумаг в российской системе учета принимать во внимание особенности иностранных систем учета, в том числе построенных по модели опосредованного владения? Какие особенности, по вашему мнению, также следует учитывать? Какие из предложенных подходов к организации учета в связи с этим вам видятся наиболее предпочтительными? Видятся ли альтернативные варианты организации учета прав на иностранные ценные бумаги?
2. Какие вы видите препятствия для развития российских депозитарных расписок, в том числе в предложенном в настоящем докладе направлении?
3. Какие подходы к распределению рисков (ответственности) между российскими депозитариями и инвесторами вы поддерживаете?
4. Каким критериям¹⁸, по вашему мнению, должны соответствовать иностранные организации, в которых российские депозитарии открывают счета для учета прав на иностранные ценные бумаги в интересах своих клиентов?
5. Поддерживаете ли вы блокировку иностранных ценных бумаг владельца вследствие блокировки счетов номинального держателя или полагаете возможным осуществлять их маркированный оборот (учет)?
6. В случае частичного списания иностранных ценных бумаг у номинального держателя какие из предложенных подходов к распределению в учете оставшихся иностранных ценных бумаг между владельцами вы полагаете наиболее обоснованными?

¹⁸ Помимо критериев, установленных Указанием Банка России от 27.09.2024 № 6867-У «О критериях, которым должна соответствовать организация, осуществляющая учет прав на ценные бумаги, в которой осуществляется учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, и критериях, которым должна соответствовать иностранная организация, осуществляющая учет прав на ценные бумаги, в которой депозитарию, осуществляющему учет прав на ценные бумаги иностранных эмитентов, открыт счет лица, действующего в интересах других лиц».

3. ДОСТУП ИНОСТРАННОЙ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ НА РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК (ИНСТИТУТ ИНД И ИУД)

Применяемая в настоящее время модель системы учета, базирующаяся на использовании счетов депо ИНД и ИУД, обладает неоспоримыми плюсами как для российской учетной инфраструктуры, так и для иностранных инвесторов. Однако ненадлежащее исполнение отдельными иностранными финансовыми организациями функций ИНД и ИУД негативно повлияло на корпоративное управление эмитентов и обеспечение прав иностранных инвесторов.

В связи с этим предлагается рассмотреть несколько возможных подходов, направленных на решение указанных проблем, включая модернизацию института ИНД и ИУД либо возможность полного отказа от применения концепции отдельных счетов для указанных лиц с переходом к учету ценных бумаг в интересах иностранных инвесторов только на счетах владельцев.

3.1. Особенности российской системы учета прав на ценные бумаги

Архитектура современной российской учетной системы предусматривает необходимые условия для привлечения российскими эмитентами иностранного капитала. Российское право интегрирует российскую учетную инфраструктуру в глобальный рынок, позволяя иностранным инвесторам приобретать и хранить российские активы, так сказать, не выходя из дома. Указанная интеграция обеспечивается посредством корреспонденции между российским и иностранным депозитариями путем открытия последнему счета депо ИНД. Так, по состоянию на 31.12.2024 учет прав на ценные бумаги ведется на 2373 счетах депо иностранных номинальных держателей в 30 российских депозитариях.

При этом российское законодательство защищает имущественные права иностранного инвестора от взысканий со стороны кредиторов по обязательствам ИНД, обслуживающего указанного иностранного инвестора.

Один из основных плюсов действующей модели – низкая операционная нагрузка на российские депозитарии, ведущие счета депо ИНД: учет осуществляется без сегрегации по конечным владельцам ценных бумаг, что позволяет российским депозитариям оптимизировать издержки, связанные с организацией и ведением учета. Одновременно в рамках этой модели информация о конечных инвесторах предоставляется ИНД российскому депозитарию только в определенных законодательством случаях¹⁹.

Кроме счетов депо ИНД, российские депозитарии осуществляют ведение счетов депо ИУД. Указанные счета открываются иностранным организациям, которые в соответствии с их личным законом вправе, не являясь собственником ценных бумаг, осуществлять от своего имени и в интересах других лиц любые юридические и фактические действия с ценными бумагами,

¹⁹ Статьи 8.4 и 8.6-1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», Указание Банка России от 15.06.2015 № 3680-У «О требованиях к порядку и форме предоставления иностранными организациями, действующими в интересах других лиц, информации о владельцах ценных бумаг и об иных лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, а также о количестве ценных бумаг, которыми владеют такие лица».

а также реализовывать права по ценным бумагам, то есть иностранным организациям, осуществляющим доверительное управление ценными бумагами. Такие счета, как и счета ИНД, обеспечивают защиту учитываемых на них ценных бумаг от взысканий по обязательствам ИУД²⁰.

При этом необходимо отметить отсутствие действенных мер, применимых к ИНД и ИУД, в случае нарушения ими требований российского законодательства и неисполнения ими обязанностей по обеспечению прав, удостоверенных ценными бумагами. Так, например, в случае неисполнения ИНД (ИУД) требования о раскрытии владельцев российских ценных бумаг в установленных российским законодательством случаях, крайней мерой воздействия к такому ИНД (ИУД) является запрет (ограничение) операций по счету депо указанного ИНД (ИУД)²¹.

Следует отметить, что с 2017 г. европейское регулирование пошло по пути обеспечения прямого взаимодействия европейских эмитентов и владельцев их акций в рамках корпоративного управления²². Так, Директива ЕС SRD II предусматривает право эмитента или его агента запросить у любого из депозитариев, осуществляющих учет прав на ценные бумаги, раскрытие информации о владельце ценной бумаги, выпущенной эмитентом, зарегистрированным в государствах, входящих в Европейскую экономическую зону, независимо от места нахождения акционера и учета прав на ценные бумаги. При этом указанная информация передается напрямую инициатору запроса (минуя цепочку учетных институтов).

3.2. Проблемы действующей российской модели ИНД (ИУД)

ИНД, по своей сути, является для российского депозитария черным ящиком ввиду отсутствия у последнего актуальной информации о конечных владельцах ценных бумаг, поскольку такие сведения предоставляются только по запросам российских депозитариев в предусмотренных законодательством случаях. Это ставит проведение эмитентом корпоративных действий, обеспечение российскими депозитариями проведения таких действий, реализацию иных прав владельцев, являющихся клиентами ИНД, в зависимости от воли и действий (бездействия) такого ИНД. Особенно ярко такая зависимость проявляется в условиях прекращения функционирования стандартных цепочек обмена информацией с иностранными организациями, когда российские депозитарии лишены возможности обеспечивать права конечных инвесторов (включая получение выплат по ценным бумагам, участие в корпоративном управлении эмитента) посредством стандартных каналов взаимодействия.

Описанная модель ИНД является не единственной в практике иностранных правопорядков. Так, в КНР применяется фактически полная сегрегация – на уровне центрального депозитария требуется раскрытие до конечного владельца ценной бумаги. Менее жесткая сегрегация применяется в учетной системе Республики Казахстан – раскрытие требуется в отношении прямых клиентов депонента-депозитария. В свою очередь для США, стран ЕС и фондового рынка Гонконга характерно ведение омнибусных счетов финансовых посредников, включая иностранных лиц. Однако права и обязанности иностранных лиц, которым в указанных странах открыты счета в интересах их клиентов, существенно отличаются от прав и обязанностей лиц, которым открываются счета депо ИНД по российскому праву. Следовательно, по этим счетам законодательно не обеспечивается аналогичный российскому ИНД уровень защиты активов, но такую защиту могут обеспечивать условия договора, заключенного российским депозитарием с иностранным кастодианом.

²⁰ Пункт 5 статьи 8.4 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

²¹ Пункт 16 статьи 8.4 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

²² Директива ЕС SRD II (Directive (eu) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017).

Используемая в России модель омнибусного учета на счете ИНД, кроме перечисленных выше проблем, с 2022 г. обострила и вопросы соблюдения иностранными инфраструктурными организациями и инвесторами требований, установленных российским законодательством. Длинные цепочки учета ценных бумаг, выстроенные под ИНД, существенно отдаляют конечного инвестора от эмитента, затрудняя или даже препятствуя восстановлению прав инвестора на ценную бумагу в связи с прекращением осуществления своих функций иностранными учетными институтами. Так, например, инвесторы, обслуживаемые ИНД, из-за действий некоторых ИНД фактически были лишены возможности участвовать в голосовании по вопросам повестки дня общих собраний акционеров российских эмитентов, принимать участие в офертах, предлагаемых российскими эмитентами, были ограничены в возможности получить выплаты по российским ценным бумагам.

Аналогичные проблемы возникали и в отношении реализации прав по ценным бумагам, учитываемым на счетах депо ИУД.

3.3. Возможные пути развития доступа иностранной инфраструктуры к российскому фондовому рынку

В качестве возможных путей решения перечисленных проблем могут быть рассмотрены подходы к модернизации счетов депо ИНД и ИУД либо отказ от них. При этом подходы, изложенные в пунктах 3.3.1 и 3.3.2 настоящего доклада (о счете депо ИНД (ИУД) с раскрытием и счете депо ИНД с сегрегацией), не являются взаимоисключающими. Кроме того, доступ иностранных инвесторов возможен и через приобретение «производных инструментов».

3.3.1. Введение требования о раскрытии ИНД (ИУД) информации о владельцах ценных бумаг (счет депо ИНД (ИУД) с раскрытием)

Введение требований об обязательном регулярном раскрытии ИНД и ИУД депозитарию, который осуществляет ведение счетов депо таких лиц, информации о владельцах ценных бумаг позволит усилить защиту прав владельцев ценных бумаг. В качестве недостатков такого решения можно отметить повышение издержек для российских и иностранных учетных институтов (персонал, программное обеспечение), связанных с необходимостью обрабатывать значительные объемы информации.

В целях снижения рисков, связанных с проведением корпоративных действий (КД) и омнибусным характером счета депо ИНД (ИУД), предлагается предусмотреть отдельные ограничения, обусловленные участием ИУД и клиентов ИНД в корпоративных действиях.

В частности, в случае прекращения ИНД взаимодействия с российской учетной инфраструктурой (нераскрытие информации, отказ от обеспечения выполнения КД) ценные бумаги, учитываемые на счете депо ИНД, перестают предоставлять право голоса, не учитываются при подсчете при определении кворума, по ним не выплачиваются дивиденды. Аналогичный подход может быть применен и в отношении ИУД.

Такой подход позволит, с одной стороны, минимизировать негативное влияние действий (бездействия) ИНД (ИУД) на эмитента и его корпоративное управление, с другой – создать определенное давление на ИНД (ИУД) со стороны инвесторов, принимающих на себя в описанной ситуации риск ограничения в реализации прав, удостоверенных российской

ценной бумагой (участие в управлении, получение выплат и другие). Также предлагаемый подход, как представляется, может иметь стимулирующий эффект и будет побуждать инвесторов учитывать права на ценные бумаги с использованием прямых счетов в российских депозитариях, а также будет дестимулировать российских инвесторов использовать иностранную инфраструктуру для целей приобретения российских ценных бумаг.

3.3.2. Введение требования о сегрегации ценных бумаг на счете депо ИНД

В качестве альтернативы счету депо ИНД с раскрытием может быть рассмотрен вариант введения требования о сегрегации ценных бумаг на счете депо ИНД (счет депо ИНД с сегрегацией). Поручения к такому счету депо могут подаваться не только непосредственно ИНД, но и при определенных обстоятельствах (например, при прекращении взаимодействия ИНД с российской учетной инфраструктурой или своими клиентами) владельцами ценных бумаг, которых обслуживает ИНД. К указанному счету депо будут открываться субсчета владельцам ценных бумаг. Переход права собственности на ценные бумаги от одного клиента ИНД к другому будет возможен только при условии проведения соответствующей операции по субсчетам такого счета депо ИНД в российском депозитарии.

Предполагается, что при использовании варианта счета депо ИНД с сегрегацией возможна организация проведения КД как непосредственно в отношении конечных владельцев, так и в отношении ИНД. При этом в качестве дополнительной меры в отношении недобросовестных ИНД при использовании счета депо ИНД с сегрегацией предлагается установить возможность перевода российским депозитарием, осуществляющим ведение такого счета депо ИНД, ценных бумаг по поручению конечных владельцев в реестр владельцев ценных бумаг либо иной иностранный или российский депозитарий в случаях, определенных законом.

В качестве недостатков такого решения можно отметить рост издержек, связанных с дополнительной автоматизацией процессов как в российской, так и в иностранной учетной инфраструктуре, а также увеличение времени расчетов по сделкам с ценными бумагами. В то же время опыт КНР показывает, что указанные недостатки не являются непреодолимым фактором.

Кроме того, для гармонизации и унификации регулирования отношений российских депозитариев с иностранными финансовыми институтами предлагается рассмотреть, насколько целесообразно объединение понятий ИНД и ИУД в одну сущность – «иностраный финансовый посредник», с условием введения указанной выше сегрегации.

Отдельной проблемой остается обеспечение защищенности выплат по ценным бумагам, учет прав на которые осуществляется на счетах депо ИНД (ИУД): на указанные денежные средства могут обращаться взыскания по обязательствам самого ИНД (ИУД), так как их учет ведется на обычных банковских счетах, открытых соответствующему ИНД (ИУД). Российское право уже предусматривает защиту выплат по ценным бумагам в интересах клиентов российских депозитариев: российским депозитариям, не являющимся кредитными организациями, открываются специальные счета, на которые зачисляются выплаты по ценным бумагам клиентов, не позволяющие обратить на них взыскание по обязательствам самого депозитария²³. Для решения проблемы незащищенности выплат по ценным бумагам в пользу клиентов ИНД и ИУД предлагается установить требования об открытии на имя ИНД (ИУД) в российских кредитных организациях специальных банковских счетов для зачисления на них таких выплат в пользу клиентов ИНД (ИУД).

²³ Пункт 12 статьи 7 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

3.3.3. Отмена институтов ИНД и ИУД

Еще один вариант решения обозначенных проблем – полный отказ от использования института ИНД и ИУД для обеспечения доступа иностранной инфраструктуры к российскому и переход к использованию в целях учета счета депо владельца, открытого конечному инвестору.

В качестве очевидного преимущества этого подхода следует указать возможность российского депозитария взаимодействовать напрямую с конечным владельцем.

При этом обеспечение прямого взаимодействия российского депозитария с иностранным инвестором представляется весьма затратным и сложным для иностранного инвестора и российских депозитариев с точки зрения построения клиентского пути и проведения процедуры его идентификации (сбор и легализация документов для открытия счета, обеспечение личного присутствия для открытия счета), что является очевидным минусом этого механизма.

Снижение негативного эффекта для иностранного инвестора может быть обеспечено посредством установления возможности привлекать иностранного финансового посредника в качестве попечителя по такому счету, что, вероятно, облегчит процесс коммуникации с российским депозитарием, однако с высокой степенью вероятности увеличит расходы инвестора.

Необходимо дополнительно отметить, что в результате отмены счетов депо ИНД существует высокая вероятность появления счетов депо так называемых квазиИНД, то есть возникновения практики учета иностранным брокером клиентских ценных бумаг на своем счете депо владельца (вместо ИНД). Это может привести к формированию дополнительных рисков инвестора, например, в части волеизъявления в рамках корпоративных действий эмитента. В частности, в отличие от учета прав на счете депо ИНД, подразумевающего доступность инвесторам разнонаправленного голосования по вопросам, поставленным эмитентом, учет прав на ценные бумаги на счете владельца, являющегося квазиИНД, предполагает выражение по таким вопросам единой воли лиц, чьи права учтены на таком счете.

Также в качестве дополнительного риска для инвестора при учете его прав на ценные бумаги на счете депо владельца иностранного финансового посредника нельзя не отметить риск наложения ареста и обращения взыскания на ценные бумаги, права на которые учитываются на таком счете, по обязательствам иностранного финансового посредника.

В совокупности обозначенные минусы и риски инвестора, возникающие при отмене института ИНД и ИУД, могут негативно отразиться на инвестиционной привлекательности российского фондового рынка и, как следствие, привести к спаду инвестиционной активности зарубежных инвесторов.

3.3.4. Опосредованный допуск иностранных инвесторов на российский фондовый рынок через «производные инструменты»

Опосредованный доступ иностранных инвесторов к ценным бумагам российских эмитентов может быть обеспечен посредством выпуска «производных инструментов», позволяющих их обладателям реализовывать права (все или часть), которые предоставляются базовыми активами (ценными бумагами), включая получение дохода или номинальной стоимости, осуществление права голоса по акциям и так далее.

В числе таких инструментов можно назвать депозитарные расписки иностранных эмитентов и структурные ноты, цифровые финансовые активы (цифровые права), а также иные производные инструменты. При этом в дополнение к традиционной финансовой инфраструктуре предлагается рассмотреть возможность операций с такими инструментами и с использованием децентрализованной инфраструктуры – путем обращения цифровых финансовых активов²⁴ в информационных системах, созданных не в соответствии с законодательством Российской Федерации. При этом за пределами настоящего доклада потребуются обсуждение вопросов, относящихся к установлению правового режима, порядка и ограничений, связанных с осуществлением прав, удостоверяемых подобными производными инструментами.

ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Какая из описанных выше моделей модернизации института ИНД (ИУД) видится более предпочтительной?
2. Какая, по вашему мнению, периодичность раскрытия ИНД информации о лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, является наиболее целесообразной для российского депозитария и эмитента?
3. Как вы оцениваете введение предлагаемых ограничений корпоративных прав иностранных инвесторов в случае неисполнения со стороны ИНД (ИУД) соответствующих функций?
4. Считаете ли вы возможным объединение понятия ИНД и ИУД в одну сущность – «иностранный финансовый посредник» – в целях гармонизации регулирования отношений российских депозитариев со схожими финансовыми институтами?
5. Является ли необходимым установление требований об открытии для ИНД (ИУД) в российской кредитной организации специального банковского счета с целью защиты выплат по ценным бумагам, предназначенных для передачи клиентам ИНД (ИУД), от обращения взысканий по его обязательствам?
6. Является ли целесообразным отказ от институтов ИНД и ИУД в пользу перехода к учету ценных бумаг иностранных инвесторов на счетах владельцев?
7. Считаете ли вы актуальным использование производных инструментов для допуска иностранных инвесторов на российский финансовый рынок? Какие производные инструменты считаете перспективными?

²⁴ Согласно части 2 статьи 1 Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» цифровыми финансовыми активами признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы.