

ЭКОНОМИКА

УДК 336.76

*И.Г. Горловская***БАЗОВЫЕ МОДЕЛИ ОРГАНИЗАЦИИ УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
КАК ОСНОВА УСЛУГ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ СУБЪЕКТОВ**

В основе услуг профессиональных субъектов учетной системы рынка ценных бумаг лежат две базовые модели организации учетной системы. Базовая модель № 2 обеспечивает наибольший перечень услуг владельцам ценных бумаг, снижает их трансакционные издержки и риски. В статье рассматривается использование базовых моделей в России.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг; учетная система рынка ценных бумаг; депозитарий; регистратор.

Ценной бумаге присущ дуалистический характер: с одной стороны, она является видом имущества, и в этом качестве необходимо и возможно в каждый конкретный момент времени определять ее собственника. С другой стороны, ценная бумага представляет собой определенный набор обязательств эмитента, которые он обменивает на финансовые ресурсы. Отсюда возникает необходимость как в установлении количества ценных бумаг, принадлежащих каждому владельцу, так и в формировании окончательного списка владельцев на определенную дату для информирования эмитента, перед кем у него возникают обязательства.

Подтверждение прав владельцев на ценные бумаги и обеспечение реализации прав, вытекающих из ценной бумаги возложены на учетные системы национальных рынков ценных бумаг. В них можно выделить компоненты и элементы. Компонентом выступает институт, представляющий собой совокупность формальных и неформальных правил, способов (методов) фиксации и учета владельцев ценных бумаг, прав на ценные бумаги и прав, вытекающих из ценных бумаг.

Дуализм ценных бумаг обуславливает наличие двух ключевых функций учетной системы и необходимость формирования двух основных структурных компонентов учетной системы рынка ценных бумаг: регистрирующего (фиксирующего) компонента и непосредственно учетного компонента, в рамках которых функционируют профессиональные субъекты. Регистрирующий (фиксирующий) компонент выполняет функцию, касающуюся реализации прав, вытекающих из обязательств эмитента перед инвесторами.

При этом следует отличать регистрацию отдельных фактов как технику учета, которая присуща всем видам учета и регистрирующую функцию, обеспечивающую реализацию имущественных и неимущественных прав владельцев ценных бумаг. Учетный компонент подтверждает права инвесторов на ценные бумаги как имущество, выполняя учетную функцию. Регистрирующий (фиксирующий) компонент учетной системы является обязательным, поскольку он позволяет владельцам ценных бумаг получить доходы по ценным бумагам, реализовать другие свои имущественные и неимущественные права. На регистрирующий (фиксирующий) компонент возлагаются обязанности по контролю за общим количеством ценных бумаг в ходе их эмиссии и обращения, по предоставлению точного списка владельцев ценных бумаг с указанием числа и

категории принадлежащих им ценных бумаг на определенную эмитентом дату. Это позволяет обеспечить инвестору реализацию прав, которые вытекают из ценной бумаги, а эмитенту – выполнить свои обязательства перед инвестором.

Для осуществления регистрирующей функции регистрирующий (фиксирующий) компонент должен обладать информацией о количестве ценных бумаг, о правах, которые дает каждый вид, категории ценных бумаг и информацией, которая позволяет составить список владельцев на определенную дату. Учет прав на ценные бумаги в разрезе владельцев закрепляется за учетным компонентом, который обеспечивает каждого инвестора (владельца ценной бумаги) документом, свидетельствующим о количестве ценных бумаг, находящихся в его владении (собственности). Учетный компонент дает возможность определить собственника каждой ценной бумаги в любой момент времени, для чего он должен располагать информацией, позволяющей установить, кто и на основании чего владеет данной ценной бумагой и где она хранится (находится). Для обеспечения целостности учета регистрирующий (фиксирующий) и учетный компоненты находятся во взаимосвязи.

Элементами учетной системы являются профессиональные субъекты, оказывающие услуги участникам рынка ценных бумаг в рамках реализации ключевых функций. В разных странах элементами учетной системы могут быть депозитарии, кастодианы, регистраторы.

Учетная система рынка ценных бумаг может быть организована разными способами в зависимости от установившегося разделения труда на рынке ценных бумаг, модели самого рынка ценных бумаг (континентальная или американская), сложившихся традиций, особенностей законодательства, экономическо-правовой лексики, от принятых правил хозяйственного оборота, от объема обрабатываемых ценных бумаг, от степени развитости используемых технических средств. К факторам, под влиянием которых формируются компоненты и элементы учетных систем национальных рынков ценных бумаг, следует отнести: преобладающий вид ценных бумаг; права, предусмотренные для каждого вида ценных бумаг; законодательно определенные формы выпуска для разных видов ценных бумаг. В Российской Федерации корпоративные ценные бумаги выпускаются в основном как именные бездокументарные ценные бумаги. В Европе и Америке до сих пор значительную долю занимают именные доку-

ментарные ценные бумаги, идентификация владельцев которых имеет сложную конструкцию. Многообразие видов элементов учетных систем свидетельствует, прежде всего, о национальных особенностях рынков ценных бумаг, но в то же время можно выделить базовые модели организации учетной системы. Под моделью в данном случае понимается упрощенный образ организации учетной системы как составной части системы рынка ценных бумаг, выполняющей ключевые функции (регистрирующую и учетную).

Базовая модель организации учетной системы основывается на следующих допущениях: во-первых, она предполагает наличие необходимых и достаточных элементов, находящихся во взаимосвязи, для выполнения установленных функций. Такими элементами яв-

ляются владельцы ценных бумаг, профессиональные субъекты учетной системы и объекты учета. Во-вторых, модель организации учетной системы предполагает, что ключевые функции учетной системы закреплены за компонентами. В-третьих, модель описывает статичное состояние рынка ценных бумаг, предполагающее определение владельца ценной бумаги в отдельно рассматриваемый момент времени без учета перехода прав собственности на ценные бумаги.

Автором были выделены две базовые модели организации учетной системы рынка ценных бумаг. Базовую модель № 1 характеризует наличие одного уровня профессиональных субъектов, за которыми законодательно закреплены все ключевые функции учетной системы без учета различий в компонентах (рис. 1).

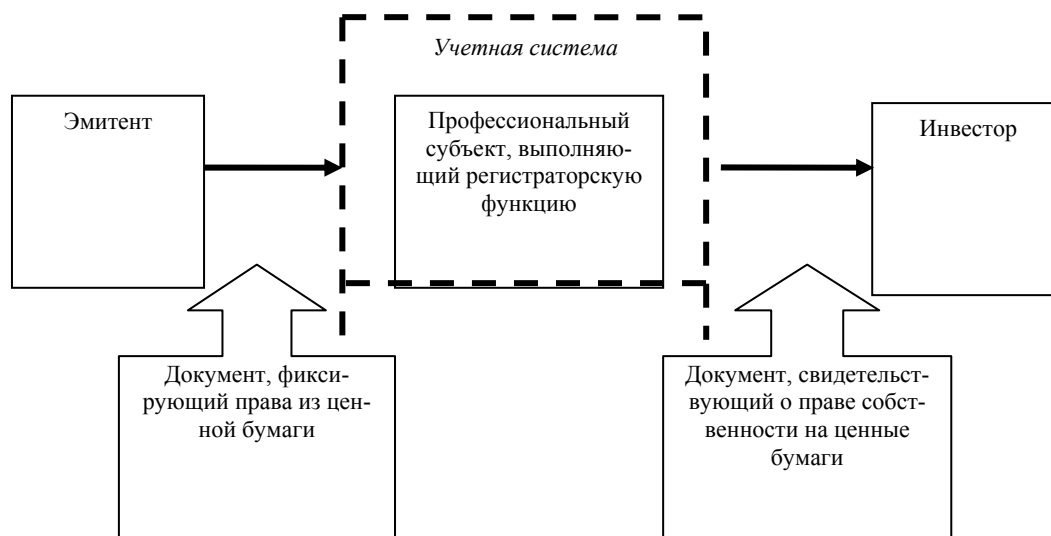


Рис. 1. Базовая модель № 1 организации учетной системы рынка ценных бумаг

Базовая модель № 1 обладает следующими характеристиками:

- отражает взаимосвязь «выпуск ценных бумаг эмитентом – дематериализованное хранение и учет ценных бумаг и их владельцев профессиональным субъектом – дематериализованное обращение ценных бумаг»;
- с точки зрения функционирования достаточно проста;
- предполагает два уровня взаимосвязей (эмитент – профессиональный субъект, профессиональный субъект – владелец ценной бумаги);
- профессиональный субъект выполняет обе специфические (основные) функции учетной системы. Ведя учет владельцев ценных бумаг с фиксацией их в списке (реестре) владельцев ценных бумаг на дату выполнения обязательств эмитента перед инвесторами, он также учитывает и фиксирует сами права в отношении каждого конкретного собственника ценной бумаги;
- эмитент выступает активным элементом, поскольку он, являясь инициатором выпуска ценных бумаг, выбирает конкретного профессионального субъекта учетной системы, с которым заключает договор;
- профессиональный субъект занимает монопольное положение по отношению к инвесторам. Инвестор играет пассивную роль, поскольку он «привязан» к выбранному эмитентом профессиональному субъекту (регистратору, головному депозитарию);

- результат деятельности профессионального субъекта – предоставление услуг эмитенту и владельцам ценных бумаг;

- существует реальная возможность унификации и стандартизации технологии и документооборота.

Недостатком модели является ее ограниченность в использовании: она может применяться на неорганизованном рынке ценных бумаг и адекватна именным бездокументарным ценным бумагам. В Российской Федерации эта модель получила свое развитие в ходе приватизации 1992–1994 гг.

Базовая модель № 2, широко используемая в мировой практике, включает два уровня профессиональных субъектов, между которыми законодательно распределены и закреплены функции регистрирующего (фиксирующего) и учетного компонентов (рис. 2). Первый уровень образуют профессиональные субъекты, выполняющие регистрирующую (фиксирующую) функцию учетной системы. Именно с этого уровня по инициативе эмитента начинает формироваться система учета ценных бумаг конкретного выпуска и их владельцев.

Второй уровень представлен профессиональным субъектом, обеспечивающим реализацию учетной функции. Он не является собственником ценной бумаги, но наделяется правом фактического владения ценной бумагой без права распоряжения ею. Такой статус называют номинальным держанием.

Базовая модель № 2 обладает следующими характеристиками:

- отражает взаимосвязь «выпуск документарных ценных бумаг – материализованное/дематериализованное хранение – дематериализованный учет ценных бумаг – дематериализованное обращение ценных бумаг». В экономической литературе и практике депозитарного хранения сертификатов ценных бумаг выделяют их обездвиживание (перевод в безналичную форму) и дематериализацию (перевод в бездокументарную форму). Обездвиживание происходит тогда, когда сертификаты, выпущенные на одну или несколько ценных бумаг, помещаются на хранение в депозитарий и дви-

жение ценных бумаг учитывается в виде записей на счетах для ускорения обращения ценных бумаг [1. С. 119–120]. Если эмитент выпускает ценные бумаги в документарной форме, он несет значительные издержки по изготовлению бланков сертификатов. Дематериализация удешевляет затраты эмитента в ходе эмиссии ценных бумаг. Если документарная форма ценных бумаг предполагает выпуск глобального сертификата, то он передается эмитентом профессиональному субъекту учетной системы, выполняющему функцию регистрирующего (фиксирующего) компонента для хранения и дальнейшего учета владельцев ценных бумаг;

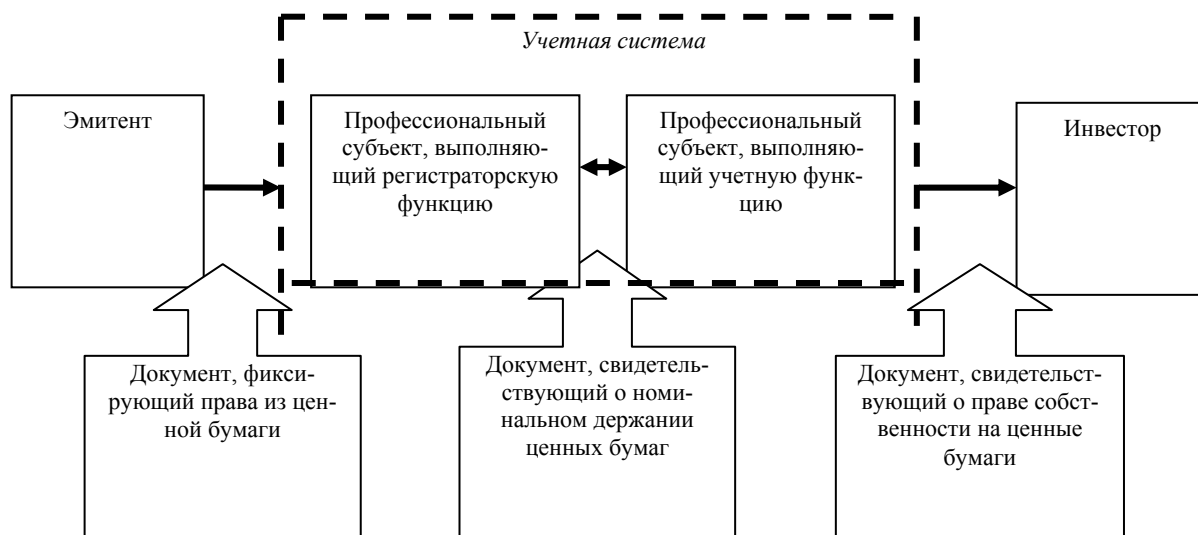


Рис. 2. Базовая модель № 2 организации учетной системы рынка ценных бумаг

- предполагает три уровня взаимосвязей (эмитент – профессиональный субъект, профессиональный субъект – профессиональный субъект, профессиональный субъект – инвестор);

- профессиональный субъект первого уровня выполняет регистрирующую функцию, профессиональный субъект второго уровня – учетную функцию, т.е. происходит разделение труда между элементами и компонентами учетной системы;

- профессиональный субъект регистрирующего (фиксирующего) компонента занимает монопольное положение по отношению к профессиональным субъектам учетного компонента;

- инвестор самостоятельно определяет, какой конкретно профессиональный субъект учетного компонента будет учитывать его права на ценные бумаги исходя из удобства и стоимости обслуживания;

- результатом деятельности профессиональных субъектов разных уровней является предоставление услуг в соответствии с иерархией взаимосвязей.

Недостатком модели является то, что при ее функционировании возникают проблемы в согласованности действий профессиональных субъектов разных компонентов в отношении унификации и стандартизации технологии и документооборота. Обычно эти проблемы решаются путем создания саморегулируемых организаций, объединяющих все элементы учетной системы, или создания центральных депозитариев.

Достоинства модели заключаются, во-первых, в том, что она применима к любым видам и формам ценных бумаг и, во-вторых, может использоваться как на неорганизованном, так и на организованном рынке ценных бумаг.

Выявленные базовые модели лежат в основе учетных систем рынка ценных бумаг разных стран. В странах с развитым рынком ценных бумаг (США, Великобритания) основной является базовая модель № 2. Англо-американская правовая система способствует реализации базовой модели № 2, поскольку делает возможным четкое разделение функций компонентов учетной системы между ее профессиональными субъектами в процессе выпуска и обращения документарных ценных бумаг. В Европе преобладает базовая модель № 1. Национальные модели организации учетных систем, действующие в рамках европейского законодательства, не лишены противоречий и недостатков, вызванных тем, что традиционные нормы континентального права не всегда применимы к бездокументарным ценным бумагам. Справедливо замечает А. Аксаков: «...европейские правовые порядки пока не прошли до конца путь от систем передачи бумажных документов до электронных систем исполнения сделок. Как следствие нормы вещного права с большим трудом могут быть приспособлены для описания способов передачи бестелесных вещей» [2. С. 9]. В основе учетных систем стран постсоветского пространства лежат разные базовые модели, кото-

рые получают закрепление в законодательных актах каждой страны. Страны с развивающимися рынками ценных бумаг имеют возможность строить свои учетные системы рынка ценных бумаг наиболее эффективным способом. Например, Республика Казахстан, Украина, Азербайджанская республика используют базовую модель № 2.

Учетная система российского рынка ценных бумаг развивается неравномерно. На разных сегментах рынка ценных бумаг закреплено использование разных базовых моделей, что порождает фрагментарность отечественного рынка ценных бумаг. На неорганизованном рынке корпоративных ценных бумаг преимущественно используется базовая модель № 1, а на организованном – преимущественно базовая модель № 2. В основу учетной системы, действующей в сегменте государственных и муниципальных ценных бумаг, изначально (с 1993 г.) была положена базовая модель № 1, на рынке коллективных инвестиций с 1992 г. действует базовая модель № 2. Между тем нормы действующего законодательства, спроецированные на базовую модель № 1, не позволяют четко специфицировать права собственности владельцев на ценные бумаги. В Российской Федерации регистраторы выполняют не только свои прямые функции по обеспечению прав, вытекающих из ценных бумаг, но и функции по удостоверению прав собственности на ценные бумаги владельцев. Отечественная практика не предусматривает контрактного оформления отношений между регистратором и владельцем ценных бумаг. Они вытекают из норм действующего законодательства, которое не является совершенным. Это порождает ошибки и злоупотребления в регистраторском бизнесе [3. С. 5–9].

Профессиональные субъекты в рамках базовых моделей предоставляют разный набор финансовых услуг участникам рынка ценных бумаг. В Российской Федерации профессиональные субъекты учетной системы (регистраторы и депозитарии) включены в состав лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг. Законодательством за регистраторами закреплены услуги как регистрирующего (фиксирующего), так и учетного компонента, тогда как за депозитариями – только учетного компонента.

Так, отечественные регистраторы в рамках регистрирующего (фиксирующего) компонента оказывают эмитенту услуги, связанные со сбором и хранением информации о владельцах ценных бумаг акционерного общества в электронном виде и на бумажных носителях; с выдачей информации из реестра; с предоставлением списка владельцев именных ценных бумаг, выписок, справок и иной информации из системы ведения реестра; с организацией и проведением общих собраний акционеров; с рассылкой бюллетеней, иных информационных материалов; расчетом годового и промежуточного дивиденда, причитающегося каждому акционеру; выполнением функций счетной комиссии; организацией выплат доходов по ценным бумагам.

В то же время регистраторы оказывают эмитентам и владельцам услуги, связанные с перерегистрацией прав собственности на ценные бумаги, учетом обременения ценных бумаг, выдачи информации из реестра (выписки, уведомления, справки, предоставление списка вла-

дельцев именных ценных бумаг – лицам, владеющим более 1% голосов), что относится к функциям учетного компонента.

Депозитарии не являются обязательным элементом учетной системы, обслуживающей российский неорганизованный рынок ценных бумаг. Тем не менее законодательно закреплены за ними услуги по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и удостоверению прав на ценные бумаги путем открытия и ведения депозитарием счета депо владельцам ценных бумаг; услуги, связанные с ведением денежных счетов владельцев при проведении операций с ценными бумагами и получении доходов по ценным бумагам. Депозитарии по поручению владельца могут представлять его интересы на общих собраниях акционеров. К дополнительным услугам депозитариев относятся: предоставление владельцам сведений о ценных бумагах, объявленных недействительными или похищенными, находящихся в розыске или по иным причинам включенных в стоп-листы эмитентами, правоохранительными органами или органами государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Кроме того, на депозитарии возлагается отслеживание корпоративных действий эмитента, информирование владельца об этих действиях и возможных для него негативных последствиях; выполнение действий, позволяющих минимизировать ущерб владельцу в связи с выполнением эмитентом корпоративных действий; предоставление владельцам ценных бумаг имеющихся у депозитария сведений об эмитентах, в том числе сведений о состоянии эмитента; предоставление сведений о состоянии рынка ценных бумаг; содействие в оптимизации налогообложения доходов по ценным бумагам; организация инвестиционного и налогового консультирования, предоставление сведений о российской и международной системах регистрации прав собственности на ценные бумаги и консультаций по правилам работы этих систем.

Использование базовой модели № 1 не позволяет владельцу ценных бумаг получить весь спектр услуг, предусмотренных законодательством. Российские регистраторы предоставляют услуги в достаточно жестких рамках, определенных лицензионными требованиями и условиями, а также правилами осуществления деятельности. Это относится к информационным услугам, например к срокам выдачи информации из системы ведения реестра. Территориальная привязанность регистратора не всегда удобна для владельцев ценных бумаг, увеличивает их транзакционные издержки, замедляет скорость обращения ценных бумаг, что увеличивает риски владельцев ценных бумаг и потенциальных инвесторов. Встраивание учетного компонента (в лице депозитариев), т.е. использование базовой модели № 2, способствует более четкой спецификации прав собственности на информацию, на основании которой обеспечивается право на ценные бумаги, поскольку отношения в цепочке «эмитент – регистратор – депозитарий – владелец» оформлены попарно контрактами. Услуги каждого профессионального субъекта учетной системы специализированы; депозитарий предоставляет услуги, связанные с учетом ценных бумаг и учетом перехода права собственности на ценные бумаги, а ре-

регистратор оказывает услуги, связанные с формированием и передачей эмитенту сведений о тех лицах, перед кем у эмитента существуют обязательства по ценной бумаге. Конкуренция развивается не между компонентами, а внутри их: регистраторы конкурируют между собой за право обслуживать эмитента, а депозитарии – за право обслуживать инвестора. У владельца ценных бумаг появляется право выбора депозитария, который может предоставить более качественные услуги, отвечающие его требованиям. Базовая модель № 2 закрепляет функции по учету прав на ценные бумаги за учетным компонентом, а функции по обеспечению прав, вытекающих из ценных бумаг, за регистрирующим (фиксирующим) компонентом. Тем самым она создает фундамент для обеспечения владельца ценных бумаг всем спектром законодательно закрепленных за учетной системой услуг, повышает степень защищенности интересов владельцев ценных бумаг, снижает их риски, создает

более безопасные и удобные условия для сделок с ценными бумагами.

Таким образом, в Российской Федерации предлагается использовать базовую модель № 2, которая способствует размещению и обращению именных и предъявительских ценных бумаг на организованном и неорганизованном рынке. Переход на эту базовую модель возможен при условии создания центрального депозитария, который должен взять на себя функции:

- головного депозитария в отношении государственных и муниципальных ценных бумаг;

- номинального держателя, зарегистрированного в системе ведения реестров владельцев ценных бумаг у регистраторов;

- субъекта, унифицирующего и стандартизирующего технологии и документооборот в отечественной учетной системе.

Это позволит усилить степень защищенности инвесторов, повысить ликвидность рынка ценных бумаг в целом.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Алексеев М.* Депозитарная деятельность (главы из монографии) // Рынок ценных бумаг. 1997. № 22.
2. *Аксаков А.* Учетная система развитого рынка: // Депозитариум. 2007. № 1.
3. *Шаститко А.Е., Кокорев Р.А.* Оценка регулирующего воздействия «Распределение прав и ответственности при хищении бездокументарных ценных бумаг» // БЭА. Информационно-аналитический бюллетень. 2006. № 77.

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 11 апреля 2009 г.