Пучков Андрей Анатольевич. Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 197 c. РГБ ОД, 61:04-8/1074

**Содержание к диссертации**

Введение

I. Место и роль депозитариев в инфраструктуре рынка ценных бумаг

1.1. Сущность депозитарной деятельности 9

1.2. Виды депозитариев на рынке ценных бумаг 17

1.3. Роль центрального депозитария в национальныхрасчетно-клиринговых системах 27

II. Международный опыт депозитарной деятельности

2.1. Депозитарная деятельность в странах с развитой рыночной экономикой 43

2.2. Международные депозитарии и рынок еврооблигаций 70

2.3. Роль депозитариев в проектах выпуска депозитарных расписок 80

III.Развитие депозитарной деятельности в Российской Федерации

3.1. Характеристика правовой базы депозитарной деятельности и пути ее совершенствования 93

3.2. Депозитарии в Российской Федерации, современное состояние и проблемы развития 114

3.3. Предлагаемая модель построения депозитарной системы в Российской Федерации 146

Заключение 159

Список используемой литературы 164

Приложения 170

**Введение к работе**

*Актуальность темы диссертационного исследования.*Одним из основных элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг является депозитарная система, служащая составной частью системы учета прав на ценные бумаги. Нормативно-правовая и технологическая база депозитариев в России находится в процессе становления, многие вопросы недостаточно регламентированы действующим законодательством и требуют дальнейшего совершенствования. Большое количество сделок в России происходит вне систем организованной торговли; значительную часть от объема операций на организованных рынках по корпоративным бумагам составляют сделки с участием иностранного капитала. При этом требования инвесторов по высококачественному депозитарному обслуживанию удовлетворяются не в полной мере, степень развития депозитарных технологий в России не позволяет обеспечить унифицированный и высококачественный уровень их обслуживания. Это снижает доверие к инфраструктуре фондового рынка1 в целом, что ведет в конечном итоге к уменьшению объема средств, привлекаемых в экономику страны.

В связи с этим, важной задачей развития рынка ценных бумаг является совершенствование системы учета прав на ценные бумаги за счет обеспечения их надежного хранения, оперативного доступа и перерегистрации прав собственности с минимальным риском для владельцев. Решение этой задачи можно считать одним из условий обеспечения привлекательности фондового рынка для всех категорий национальных и иностранных инвесторов. Формирование эффективной депозитарной системы является необходимым

1 Поскольку далеко не все ценные бумаги ведут свое происхождение от денежных капиталов, постольку рынок ценных бумаг не может быть в полном объеме ^мэ^отнесен к финансовому рынку. В той части, в какой рынок ценных бумаг основывается на деньгах как на капитале, он называется фондовым рынком и в этом своем качестве является составной частью финансового рынка. Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка ценных бумаг из-за сравнительно небольших размеров не получила специального названия, и поэтому рынок ценных бумаг и фондовый рынок считаются синонимами.

*Депозитарная деятельность на рынке цепных бумаг России*

условием для стимулирования накоплений и трансформации сбережений в инвестиции, и обеспечения всего комплекса прав инвесторов.

Необходимость решения данных задач подтверждается утверждением Правительством России в 2002 году «Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации». В соответствии с данной концепцией, в качестве одного из направлений развития фондового рынка определено совершенствование депозитарного учета прав на ценные бумаги.

Несмотря на важность и актуальность задачи совершенствования депозитарной системы, данная тема недостаточно полно освещена в российской специальной литературе. Во-первых, это объясняется небольшим сроком существования рынка ценных бумаг в России и непрерывным развитием его инфраструктуры. Во-вторых, нормативно-правовая база на сегодняшний день не отвечает растущим требованиям рынка и находится в стадии разработки. В-третьих, эта тема сразу оказалась в ряду чисто практических задач обеспечения операций на рынке ценных бумаг. В связи с этим ее теоретическую проработку в значительной степени определила именно практика взаимодействия депозитариев с брокерами, дилерами, организаторами торговли, регистраторами, депонентами, а также практика взаимодействия депозитариев между собой.

Научной разработки некоторых аспектов этой проблемы касались специалисты в области финансов, финансового и банковского права. Однако/ существуют лишь отдельные публикации в периодической печати, материалы ряда научно-практических конференций и семинаров, посвященных данной проблематике.

Таким образом, определенное несовершенство технологии работы

депозитариев, не сформированная в полной мере нормативно-правовая база

государственного регулирования депозитарной деятельности и высокая

экономическая значимость исследуемого вопроса обусловили актуальность темы

настоящего диссертационного исследования.

*ю Предметом диссертационного исследования*выступает депозитарная

деятельность как один из видов профессиональной деятельности на зарубежном и

*Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России*

российском рынках ценных бумаг, а также взаимосвязи между участниками фондового рынка по поводу учета ценных бумаг и расчетов по ним.

*Объектом диссертационного исследования*являются отечественные и зарубежные депозитарии и кастодианы.

*Основной целью*диссертационного исследования является разработка предложений по совершенствованию системы депозитарного обслуживания фондового рынка в России на основе анализа особенностей построения и функционирования отечественных и зарубежных учетных и расчетных систем.

Для достижения поставленной цели в работе решаются следующие задачи:

определить место и значение депозитарной деятельности на современном этапе развития отечественного фондового рынка;

раскрыть организационную структуру и основы функционирования системы междепозитарных расчетов;

исследовать опыт функционирования депозитариев на фондовых рынках развитых зарубежных стран;

проанализировать практику депозитарной деятельности в России, а также особенности взаимодействия расчетных депозитариев в условиях отсутствия центрального депозитария;

выявить основные тенденции и наиболее острые проблемы в развитии системы междепозитарных переводов ценных бумаг, требующие скорейшего разрешения;

определить перспективные направления реформирования депозитарной системы в Российской Федерации.

*Теоретической основой исследования*стали труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам становления и развития фондового рынка и депозитарной деятельности, основные из которых Я. М. Миркин, Е. Ф. Жуков, Е. С. Демушкина, Б. В. Черкасский, М. Ю. Алексеев, К. Ю. Ратников, К. Р. Адамова, Б. Б. Рубцов, Н. Т. Клещев, В. А. Галанов, А. И. Басов.

Проблемам, связанным с депозитарной деятельностью, посвящены работы таких зарубежных экономистов, как: Х.-Й. Хессрих, Г. Либерман, П. Штольте, Б. Бойд, С. Келвин, Э. Дж. Долан.

*Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России*

Кроме того, диссертационное исследование базируется на изучении и  
анализе законодательных актов Российской Федерации и нормативных  
*W*документов Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, регулирующие" *^*

осуществление депозитарной деятельности, Банка России, а также аналитических и статистических данных Национального депозитарного центра, Депозитарно-клиринговой компании, кредитных организаций и информационных агентств.

*Методологической основой исследования*послужили принципы диалектической логики и системного подхода. В процессе работы применялись общенаучные методы и приемы: научной абстракции, классификации, группировки, сравнения, анализа и синтеза, индукции и дедукции и др.

*Научная новизна работы*заключается в разработке модели построения Учетной системы на рынке ценных бумаг России на основе всестороннего анализа теории и практики проведения депозитарных операций и междёпозитарных расчетов по ценным бумагам зарубежными и отечественными депозитариями и оценке перспектив ее развития.

Получены следующие конкретные результаты, обладающие научной  
новизной:

проведен сравнительный анализ моделей депозитарных систем США, Франций  
и Японии, который выявил общую тенденцию в развитии этих систем,  
проявляющуюся в интеграции отдельных депозитариев в единые

*\*межнациональные кастодиальные системы;

выявлены и обобщены проблемы развития российской депозитарной системы,  
к числу которых относятся: отсутствие единой централизованной расчетно-

1 клиринговой системы, неразвитость технологий информационного

' взаимодействия между депозитариями и их клиентами, высокие издержки

депозитарного обслуживания, несовершенство законодательной базы;

определены пути совершенствования деятельности российских депозитариев в  
части повышения скорости и эффективности расчетов по результатам сделок с  
ценными бумагами, а также снижения стоимости междепозитарных расчетов  
через применение прямых расчетных междепозитарных отношений и

|р электронного документооборота;

*Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России*

предложен ряд поправок в законодательные акты Российской Федерации и  
нормативные документы регулирующих государственных органов по порядку  
осуществления депозитарной деятельности с целью устранения противоречивых  
моментов в практике функционирования депозитарной системы. В частности,  
предлагается: определить перечень лиц, которые могут выступать в качестве  
номинальных держателей ценных бумаг своих клиентов; раскрыть механизм приема  
бездокументарных ценных бумаг в депозит нотариуса; урегулировать статус банка-  
депозитария, участвующего в программе выпуска депозитарных расписок;  
ликвидировать разногласия в требованиях нормативных документов,  
регламентирующих порядок действий при отзыве у кредитной организации-  
депозитария банковской лицензии и др.;

разработана модель построения депозитарной системы в России, основной задачей  
которой является совершенствование структуры и технологической базы элементов,  
входящих в ее состав, что позволяет без коренной реконструкции существующей  
депозитарной модели повысить надежность и эффективность функционирования всей  
Учетной системы.

*Практическая значимость*диссертационного исследования обусловлена возможностью использования содержащихся в настоящей работе аналитических выводов и рекомендаций при определении Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг России, Банком России и депозитарными организациями -профессиональными участниками рынка ценных бумаг стратегии совершенствования учетной инфраструктуры фондового рынка, депозитарных технологий и связанных с этим отношений.

Приведенные в работе подходы к структурированию Учетной системы рынка ценных бумаг могут найти применение при преподавании таких учебных дисциплин, как "Рынок ценных бумаг и биржевое дело", "Банки и их операции", "Деньги, кредит, банки" и др.

*Апробация работы.*

Результаты исследования апробированы в практической деятельности Национальным депозитарным центром при оказании депозитарных услуг клиентам, осуществляющим операции на секциях государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг Московской межбанковской валютной биржи.

*Публикации.*Основные результаты диссертационного исследования изложены в шести публикациях общим объемом 1,6 п.л. (автор, объем 1,45 п.л.).

*Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России*

*Структура и объем диссертации.*Структура диссертации определяется целью и основными задачами исследования. Работа изложена на 196 страницах и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и 7 приложений. Текст сопровождается пояснительными схемами, таблицами, графиками и рисунками.

*Депозитарная деятельность па рынке цепных бумаг России*

## Сущность депозитарной деятельности

Вся история возникновения и развития рынка ценных бумаг - это история все более широкого превращения отношений между кредиторами и должниками в "оборотоспособное" имущество. Сначала это превращение шло при посредстве бумажного носителя, а в современных условиях - уже без него. В последние десятилетия эта тенденция, получившая название "секьюритизация" (трансформация долговых обязательств в ценные бумаги), стала весьма распространенной на мировом финансовом рынке. Секьюритизация, превращая обычные обязательства должника к кредитору в имущество, дает этим обязательствам повышенную оборотоспособность, помещает их в готовую инфраструктуру фондового рынка и в конечном итоге делает финансовые отношения в экономике более мобильными, а саму экономику - более гибкой и эффективной1.

Принимая во внимание, что на современном рынке огромное количество ценных бумаг не оформлено на "классических" бумажных носителях - документах, основной акцент в докладе делается на создание и развитие систем, связанных с учетом прав на такие "безбумажные" ценные бумаги. Права на ценные бумаги как на имущество и права кредиторов к должникам, закрепленные ценными бумагами, учитываются во всей своей сложности целой финансовой "подотраслью". Сейчас многие "классические" бумажные ценные бумаги сложены в хранилища и продолжают свое обращение наравне с "безбумажными".

В зависимости от национальных традиций, конкретного устройства, особенностей законодательства и экономической нормативной лексики у элементов этой "подотрасли" могут быть различные наименования (депозитарии, кастодианы, регистраторы, трансфер-агенты и проч.). Для обобщения всех подобных институтов (и их функций) применяется условное понятие "Учетная система" с тем, чтобы в общем виде описать ее функции по отношению к другим составляющим рынка ценных бумаг и экономики, а затем - изучить ее состав и взаимоотношение элементов.

Задача Учетной системы на рынке ценных бумаг (УС РЦБ) - выступать "свидетелем", подтверждающим наличие и характер правоотношений, в которые вступают субъекты гражданского оборота по поводу ценных бумаг (речь идет об отношениях, связанным с правами, закрепленными ценными бумагами, и с правами на ценные бумаги как имущество). Причем подтверждение, осуществляемое УС РЦБ, является превалирующим в системе доказательств по отношению ко всем другим способам подтверждения.

Эта задача выражена в следующих двух основных ("квалифицирующих") функциях УС РЦБ: (1) подтверждение прав кредиторов, закрепленных в ценных бумагах, и (2) подтверждение прав собственности (и иных вещных прав) на ценные бумаги как на имущество. Эти функции выражаются в том, что УС РЦБ

оказывает услуги клиентам (кредиторам, должникам, собственникам и прочим), свидетельствуя о наличии и характере правоотношений по поводу ценных бумаг. С точки зрения данной работы любое лицо, выполняющее эти функции, осуществляет депозитарную деятельность/ и в дальнейшем именуется "депозитарием".

Для выполнения своих функций депозитарии организуют учет правоотношений, подтверждать которые они призваны, а также учет правоотношений, в которые они вступают друг с другом в целях выполнения своих функций.

Из вышеуказанных двух "квалифицирующих" функций вытекает ряд дополнительных ("обязательных") функций (услуг), которые депозитарии должны уметь выполнять (предоставлять клиентам): содействие в реализации прав кредиторов - по поводу пользования ценными бумагами, и содействие в реализации прав собственников ценных бумаг (и обладателей иных вещных прав на ценные бумаг) - по поводу распоряжения ценными бумагами. Эти функции предполагают организацию передачи прав собственности на ценные бумаги ("трансфертов"), подтверждение наличия разнообразных ограничений, связанных как с пользованием, так и с распоряжением ценными бумагами, наличия обременении на распоряжение ценными бумагамиУи наличия передоверениь, связанных с пользованием ценными бумагами.

Депозитарии могут выполнять также ряд "сопутствующих" функций (услуг) по отношению к "квалифицирующим" и "обязательным" функциям. Эти "сопутствующие" функции не являются обязательными для депозитария, но могут расширять спектр услуг, предоставляемых клиентам для их более качественного обслуживания. В качестве примеров можно привести услуги по хранению сертификатов "бумажных" ценных бумаг, депонирование и хранение решений о выпуске ценных бумаг и др.

Депозитарий оказывает вышеуказанные услуги клиентам на основании договора. Наличие такого договора с клиентом обязывает депозитарий осуществлять функции, отнесенные к "квалифицирующим" (вне зависимости от того, указаны они в договоре или нет). Депозитарий должен также по требованию клиента включать в договор выполнение функций, отнесенных к "обязательным". Отдельные разновидности "обязательных" функций могут не указываться в договоре и не выполняться депозитарием, если его клиент с этим согласен. Кроме того, депозитарий может осуществлять "сопутствующие" функции и предусматривать их в договоре с клиентом, однако он не обязан этого делать. Депозитарий не вправе обуславливать заключение договора с клиентом отказом клиента от любых его прав, связанных с ценной бумагой.

## Депозитарная деятельность в странах с развитой рыночной экономикой

В настоящее время в мировой финансовой системе можно выделить три основных типа депозитарных систем, функционирование которых базируется на различных правовых моделях построения фондового рынка: англосаксонской (США и Великобритания), континентальной (европейской), а также азиатской (смешанной), включающей элементы первых двух (Япония). В связи с этим, объектами исследования выбраны национальные депозитарные системы, принадлежащие к каждому из вышеперечисленных типов: США, Франции и Японии.

Депозитарная система CHIAf

Как отмечалось ранее, американской практике присуще четкое разделение депозитариев на "расчетные депозитарии" (собственно "депозитарии") и "клиентские депозитарии" ("кастодианы"). Кастодиальные функции в США исполняются банками (в том числе трастовыми) и брокерскими компаниями.

В США государственное регулирование кастодиальной деятельности носит косвенный характер. Требования, предъявляемые регулирующими органами к кастодианам, входят в требования к инвестиционным компаниям в виде критериев, которыми следует руководствоваться при выборе кастодианов. Наиболее строгие требования предъявляются к хранению активов институциональных инвесторов, в число которых входят пенсионные и взаимные фонды. В частности, институциональный инвестор должен не менее трех раз в год проверять хранение активов с привлечением независимого аудитора.

Значительная часть регулирования деятельности на рынках капиталов относится на счет саморегулируемых организаций. Саморегулируемыми организациями являются, в частности, крупнейшие фондовые биржи и Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (NASD).

Из требований, предъявляемых законодательством к деятельности кастодианов, отметим требование проведения внутренних аудиторских проверок. Эти проверки производятся силами специально созданной группы. Эта группа в кастодиане подчиняется непосредственно Совету директоров, таким образом, она не зависит от менеджмента кастодиана. Силами внутренних аудиторов в настоящее время осуществляется около 75% объема аудиторских проверок.

Базовой функцией кастодианов в США является ответственное хранение ценных бумаг клиентов. В начале развития кастодиального бизнеса физическое хранение документарных ценных бумаг представляло основную задачу кастодианов. В настоящее время физическое, хранение вытесняется централизованным хранением документарных ценных бумаг в центральных депозитариях. В настоящее время в США функционируют три депозитария для хранения акций и облигаций. Это Depository Trust Company (DTC), Midwest Securities Trust Company, Philadelphia Depository Trust Company. Кроме того, функции центрального депозитария для ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью, исполняет Participants Trust Company.

Основной задачей центральных депозитариев является обездвиживание обращения ценных бумаг. Клиентами центральных депозитариев являются брокеры/дилеры и банки, предоставляющие кастодиальные услуги. Центральные депозитарии открывают и ведут счета ценных бумаг для своих клиентов. Корпоративные ценные бумаги, хранящиеся в центральных депозитариях, зарегистрированы в реестрах владельцев на имя центрального депозитария (номинальным именем DTC является Cede&Co). Поставки ценных бумаг происходят в виде записей по счетам в центральном депозитарии.

В действительности спектр услуг, предлагаемых DTC, не ограничивается хранением документарных ценных бумаг и поставкой в виде записей, а включает также:

учет залогов хранящихся ценных бумаг в виде записей по счетам;

выплату дивидендов и других доходов по ценным бумагам;

осуществление первичного размещения новых выпусков ценных бумаг;

## Характеристика правовой базы депозитарной деятельности и пути ее совершенствования

Термин "депозитарий" в России появился в конце 1991 г. Тогда на зарождающемся российском рынке ценных бумаг получили распространение упоминавшийся ранее доклад Группы 30-ти, а также материалы, относящиеся к германскому варианту депозитария. Кстати, именно эта модель позднее была принята за основу, когда Центральный банк РФ приступил к формированию банковской системы депозитариев, выпустив ряд инструктивных документов.

В те годы на фондовом рынке среди немногочисленных участников выделялась компания РИНАКО. РИНАКО, будучи по тем временам очень большой компанией и воодушевленная указанными документами, решила, что именно ей выпала честь сделать огромный всероссийский депозитарий. РИНАКО хотелось создать большую единую сеть с представительствами по всей стране, чтобы перерегистрация сделки с ценными бумагами осуществлялась в течении одного, максимум - трех дней; чтобы все реестры велись централизованно, а представительства были связаны системой телекоммуникаций, в том числе и с Европой. Обсуждались возможные проекты, но вскоре стало понятно, что создать систему, которая будет отвечать за огромные капиталы и при этом являться достаточно надежной, не по силам не только РИНАКО, но всему государству. Стало ясно, что нужно разрабатывать другие схемы.

Были сформулированы принципы, по которым должны развиваться депозитарии: система должна быть самоорганизующейся, и желательно, чтобы создавалась она на деньги отечественных инвесторов. 7 апреля 1992 года открылся депозитарий РИНАКО и в августе 1992 г. РИНАКО сделало первые поставки своей технологии.

Депозитарная деятельность на рынке ценных бумаг России

В конце 1992 г. еще было не совсем понятно, как и в каком направлении будут развиваться депозитарии. Более четкое понимание этого вопроса наступило с появлением на рынке ваучера - приватизационного чека. Начали образовываться чековые инвестиционные фонды. Возникло второе поколение депозитариев. В 1992 году вышел Указ Президента РФ № 1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий», где впервые было дано официальное определение депозитария, но в несколько неожиданном виде. Депозитарий трактовался как бухгалтерия инвестиционного фонда, которая выполняла функции хранения его активов и одновременно обладала обширными контрольными функциями.

Депозитарий в России приблизился к своей настоящей функции, когда появились большие массивы приватизационных чеков. Процесс инкассации чеков оказался связан с большими издержками и рисками. Возникла система уполномоченных депозитариев. Формируется настоящий депозитарий, т.е. не тот, кто ведет реестр по поручению эмитента, а тот, кто принимает на хранение ценные бумаги по поручению клиента и осуществляет учет прав на них.

Эта основополагающая функция депозитария была закреплена в Положении о депозитариях, утвержденном Распоряжением Госкомимущества РФ от 20.04.1994 г. № 859-р, которое стало первым нормативным документом, определившим основные понятия, правила осуществления депозитарной деятельности и регулирования деятельности депозитариев в Российской Федерации. Но основные положения российского законодательства в области депозитарной деятельности были заложены саморегулируемой организацией (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев) в документах "Основные принципы деятельности депозитариев" и "Организация учета ценных бумаг на счетах депо (принципы классификации)". На основе этих документов были разработаны Положения Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг и Инструкции Центрального банка Российской Федерации, регламентирующие ведение депозитарной деятельности.