

**ЎЗБЕКИСТОНДА ЭГАСИНИНГ НОМИ ЁЗИЛГАН АКЦИЯЛАР БОЗОРИГА
ДЕПОЗИТАРИЙ-РЕЕСТРЮРИТИШ ХИЗМАТИ КЎРСАТИШ ҲАҚИДА
О ДЕПОЗИТАРНО-РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКОМ ОБСЛУЖИВАНИИ
РЫНКА ИМЕННЫХ АКЦИЙ УЗБЕКИСТАНА.**

DEPOSITORY AND REGISTER-HOLDING MAINTENANCE OF THE MARKET OF REGISTERED SHARES IN UZBEKISTAN

О. ЯКУПОВ, директор брокерской фирмы "Прогноз"

1. ВВЕДЕНИЕ. НЕМНОГО ИСТОРИИ

С 1994 года весь рынок именных акций приватизируемых предприятий Республики Узбекистан обслуживался единственным депозитарием - Национальным депозитарием "ВАКТ", который был для акционерных обществ и депозитарием, и реестродержателем одновременно. Подобное положение вещей на тот период времени было объективно оправданным, так как акционерных обществ в Узбекистане было не так много. Но с каждым годом их становилось все больше, и к 1996 году их число превысило 4 тысячи. Депозитарно-реестродержательское обслуживание такого значительного числа эмитентов потребовало создания более мощной инфраструктуры и соответственно законодательства, регулирующего его деятельность.

Для решения основных вопросов деятельности акционерных обществ 26 апреля 1996 года был принят Закон Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров", в котором целый раздел посвящен ведению реестра акционеров. Если АО насчитывает более 500 акционеров, то его реестр может вести только специализированный реестродержатель (регистратор). В указанном разделе, помимо основных вопросов по ведению реестра акционеров, упомянуты депозитарии - как организации, где владельцы акций могут осуществлять их хранение, а также номинальные держатели - как субъекты, могущие осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, от имени владельца этой ценной бумаги.

25 апреля 1996 года был введен в действие Закон Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", в котором отдельными статьями регламентирована профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, в том числе депозитарная, деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг и деятельность номинального держателя. Отметим также регламентированную этим законом посредническую деятельность на рынке ценных бумаг, которая имеет непосредственное отношение к рассматриваемым в статье вопросам. Закон допускает совмещение деятельности по ведению реестра с депозитарной, а также определяет, что в роли номинального держателя ценных бумаг могут выступать банки, депозитарии (кроме акций инвестиционных фондов), инвестиционные институты, совершающие сделки с ценными бумагами от имени и по поручению владельца или уполномоченного им лица.

После введения в действие упомянутых выше законов начали зарождаться независимые реестродержательские компании, а также первые депозитарии, которые были готовы взять на себя часть функций, ранее осуществляемых только Национальным депозитарием "ВАКТ". Законодательно определенный процесс перераспределения полномочий между "ВАКТом" и зарождающимися независимыми реестродержательскими и депозитарными компаниями был необходим. Одному депозитарию, даже такому крупному, как Национальный депозитарий "ВАКТ", было все сложнее справляться с хранением и учетом возрастающего объема именных акций, совмещая при этом и функции реестродержателя. И все же процесс перераспределения полномочий между Национальным депозитарием "ВАКТ" и независимыми реестродержателями и депозитариями идет медленно и с большими трудностями. Естественно, что этому имеется немало причин, и не последними в их ряду являются следующие:

а) слабо развитая материально - техническая и финансовая база независимых реестродержателей и депозитариев. Парадокс заключается в том, что она такой и останется, если у этих компаний не прибавится клиентов, большая часть которых в настоящее время обслуживается НД "ВАКТ";

б) уже сложившиеся за несколько последних лет отношения между Национальным депозитарием "ВАКТ" и Госкомимуществом, в том числе и Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг (далее - ЦККФРЦБ) и другими государственными структурами, которым удобнее получать информацию по всем вопросам деятельности рынка корпоративных ценных бумаг из единственного источника. Но по мере развития самого рынка предоставлять точную информацию становится все труднее, если работаешь в одиночку;

в) очень трудно, а, возможно, с первого взгляда и опасно (с точки зрения целостности уже сформированного рынка корпоративных ценных бумаг) передоверить независимым реестродержателям и депози-

тариям часть функций НД "ВАКТ".

Перераспределение полномочий между Национальным депозитарием "ВАКТ" и независимыми реестродержателями и депозитариями - это глубокая реструктуризация рынка депозитарно-реестродержательских услуг. Ее начало положено с введением в действие с 29 августа 1998 года Закона РУз "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг" и выходом 21 мая 1999 года Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № 263 "О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг". А конечный успех во многом будет зависеть от того, насколько удачная модель будущего рынка депозитарно-реестродержательских услуг будет заложена в ее основу. При разработке этой модели необходимо как можно полнее использовать опыт других стран, чтобы максимально застраховать себя от возможных ошибок и неудач.

Предлагаемая нами вниманию читателей статья посвящена описанию одной из возможных моделей функционирования депозитарно-реестродержательского рынка услуг. При ее разработке мы учитывали тот факт, что мировой опыт развития рынка ценных бумаг уже в достаточно полной мере учтен и использован в Узбекистане при разработке законодательных актов, регламентирующих деятельность депозитарно-реестродержательского рынка услуг. Другая краеугольная установка, которой мы придерживались при разработке модели депозитарно-реестродержательского рынка услуг и которая непосредственно вытекает из первого предложения, следующая: при построении модели необходимо свести к минимуму количество изменений, вносимых в уже существующие законодательные акты. Исходя из этих условий, мы, базируясь на уже действующих законодательных и нормативных актах, принятых в Республике Узбекистан, проанализировали свойства субъектов и объектов депозитарно-реестродержательского рынка услуг. К настоящему времени законодательно определена деятельность основных субъектов этого рынка - Центрального депозитария, независимых депозитариев второго уровня, к числу которых относится и Национальный депозитарий "ВАКТ", специализированных реестродержателей (регистраторов), номинальных держателей. Перечисленные институты рынка ценных бумаг и являются основными компонентами депозитарно-реестродержательского (этот сектор имеет еще одно наименование - Учетный) рынка ценных бумаг Узбекистана (далее - РЦБУ). В ходе проведенной работы мы произвели сопоставление некоторых законодательно установленных понятий с аналогичными понятиями, определенными в законодательствах о рынках ценных бумаг других стран.

Модель депозитарно-реестродержательского рынка услуг, которую мы предлагаем положить в основу проводимой реструктуризации этого рынка, представляется в эволюционной форме. Отправной точкой является сложившаяся в настоящее время учетная система, а конечной точкой является наиболее оптимальная, с нашей точки зрения, система депозитарно-реестродержательских отношений, к которой следует стремиться. Все промежуточные состояния модели депозитарно-реестродержательского рынка услуг могут быть получены путем временного интерполирования между тем, что имеем в настоящее время, и тем, что мы предлагаем получить в будущем.

2. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ДЕПОЗИТАРНО-РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКИХ УСЛУГ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН. ОСНОВНЫЕ ИНСТИТУТЫ И ОСОБЕННОСТИ ИХ НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЙ БАЗЫ

Депозитарии и реестродержатели совместно с институтами, осуществляющими андеррайтинг*, обслуживают эмиссии ценных бумаг с момента их регистрации уполномоченным государством органом и до завершения этапа первичного размещения эмиссии. После этого депозитарии и реестродержатели совместно с торговыми системами - как организованными, так и неорганизованными (мы предлагаем неорганизованные системы именовать "безаукционными") обслуживают сделки с именными корпоративными ценными бумагами, то есть последующее обращение ценных бумаг на фондовом рынке. Сделки с ценными бумагами, которые могут осуществляться без участия реестродержателя, мы не будем рассматривать. Но любая ценная бумага, кроме этапов выпуска и обращения, когда-то достигнет этапа ликвидации. Это может быть обусловлено аннулированием выпуска ценных бумаг в связи с реорганизацией эмитента или в связи с другими корпоративными действиями, предпринятыми эмитентом, которые привели к таким глобальным операциям над выпуском, как дробление (сплит), консолидация, полная конвертация. Независимо от того, в какой форме и по какой причине выпуск ценных бумаг прекращает свое обращение, депозитарии и реестродержатели участвуют в этом процессе совместно с эмитентом. И во всех трех случаях депозитарий и реестродержатель

* Андеррайтинг - способ оперативного и эффективного ведения открытого (публичного) размещения ценных бумаг.

тель действуют как неразрывные части целого, строго выполняя свойственные каждому из них функции.

Что же это за функции, в чем их принципиальные различия и в чем наблюдается сходство, как они соотносятся с аналогичными нормами, принятыми в зарубежных странах? Рассмотрим эти вопросы, опираясь при этом на законодательные акты, принятые в Республике Узбекистан.

2.1. Что такое депозитарная деятельность? Что хранят и учитывают депозитарии?

Начнем с определения деятельности. В Законе РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" депозитарной деятельностью "признается оказание услуг по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на эти ценные бумаги". "Инвестиционный институт, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием". А в Законе РУз "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг", принятом двумя годами позже, депозитарии определяются "как институты рынка ценных бумаг, осуществляющие деятельность по хранению ценных бумаг и учету прав на ценные бумаги". Во втором определении "или" опущено, что обязывает депозитарии совмещать деятельность по хранению ценных бумаг и учету прав по ним. По юридическим нормам, если два документа имеют одинаковую силу, но один из них принят позже, то действует та норма, что записана в документе, принятом в более поздний срок.

Учитывая, что рынок ценных бумаг формируется с учетом опыта зарубежных стран, приведем определение депозитарной деятельности из Федерального закона РФ "О рынке ценных бумаг". В первом абзаце Ст.7 указанного закона записано, что "Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. По данным экспертов МИРПЭ, основная задача депозитариев США, например, состоит в иммобилизации сертификатов ценных бумаг с целью упрощения и ускорения процесса их обращения, а также снижения возможных рисков. Депозитарии США предоставляют ограниченный спектр услуг, в основном по ответственному хранению (кстати, в США депозитариями называются банки, принимающие вклады в виде денег или ценных бумаг). Так, например, крупнейший в мире депозитарий - Депозитарно-трастовая компания (ДТС) - оказывает следующие услуги:

- ◆ принятие на хранение и хранение сертификатов (курсив мой - О.Я.) ценных бумаг;
- ◆ иммобилизацию ценных бумаг, учет прав собственности на ценные бумаги в электронной системе учета;
- ◆ обеспечение поставки ценных бумаг, помещенных в хранилище, от продавца покупателю путем проводок по счетам ценных бумаг, учитываемых в электронной форме;
- ◆ учет информации об обременении обязательствами ценных бумаг, находящихся в хранилище, при их изъятии;
- ◆ получение от эмитентов, распределение на денежные счета клиентов доходов по ценным бумагам;
- ◆ погашение ценных бумаг;
- ◆ взаимодействие с клиринговыми и расчетными системами с целью обеспечения расчетов по сделкам с ценными бумагами.

Предоставляя услуги по ценным бумагам, принятым на хранение, ДТС регистрируется в качестве номинального держателя в реестре владельцев ценных бумаг эмитента.

Мы привели полный перечень услуг, которые предоставляет ДТС своим клиентам именно потому, что она - крупнейший депозитарий в мире, и к списку приведенных услуг мы будем неоднократно обращаться, обсуждая вопросы, поднятые в статье. В данном случае мы хотели подчеркнуть, что и в РФ, и в США основная деятельность депозитариев заключается в хранении сертификатов ценных бумаг и учете прав в электронной форме по ценным бумагам, сертификаты которых хранятся в депозитарии. В определении депозитарной деятельности, приведенном в законах Узбекистана, слово сертификат опущено, и депозитариям в связи с этим предписывается хранить не сертификаты ценных бумаг, а сами ценные бумаги, изготовленные в наличной или безналичной форме. Наличная и безналичная форма выпуска привнесена в депозитарную деятельность из банковской, где объектом учета является сум, который может обращаться в наличной или безналичной форме. Но между депозитарной и банковской деятельностью имеются существенные различия. Если в денежной сфере единственным эмитентом единой национальной валюты является Центральный банк РУз, то на рынке корпоративных ценных бумаг обращаются различные ценные бумаги, эмитированные тысячами эмитентов, которые являются гарантами исполнения обязательств перед владельцами ценных бумаг. Сам процесс принятия решения о выпуске ценных бумаг и эмиссии ценных бумаг значительно отличается от такового при денежном обращении. Поэтому понятия "наличная акция" и "безналичная акция" недостаточно полно характеризуют суть вопроса, так как для акции необходимо определить и этап, о котором идет речь, - о выпуске акции, хранении акции или об обращении акции. А учитывая, что

акция когда-нибудь будет аннулирована, то перечисленные четыре этапа можно назвать этапами "жизни" ценной бумаги, которые начинаются с ее выпуска (рождения), последующего обращения (жизни) и заканчиваются аннулированием (смертью) ценной бумаги. Если на одном из перечисленных этапов акция имеет наличную форму, например, на этапе выпуска, то после передачи сертификата на специальное хранение в депозитарий обращаться эта акция будет в безналичной форме. Это только один из примеров, указывающих на то, что при определении формы акций - наличная или безналичная - необходимо уточнять этап, который имеется в виду. Более того, если на этапе обращения наличные и безналичные акции различимы, то подобная классификация на этапе выпуска уже не столь однозначна. Именно поэтому в законодательстве о фондовом рынке РФ применяются понятия документарных и бездокументарных выпусков ценных бумаг. Для понятия документарного выпуска большое значение имеет понятие сертификата ценной бумаги, выпускаемого эмитентом. Отметим, что сертификаты акций могут выпускать не только эмитенты, но и депозитарии, и реестродержатели, но для документарного выпуска определяющим является выпуск именно сертификатов эмитента. Эмитент может выпустить на каждую акцию один сертификат, и это уже случай выпуска наличных акций. То есть выпуск акции в наличной форме - это не что иное, как документарная форма выпуска, при которой на каждую акцию изготавливается сертификат эмитента. Эмитентом могут выпускаться суммарные сертификаты - когда на несколько акций изготавливается один сертификат эмитента и даже один - единственный сертификат на весь выпуск, который в этом случае именуется Глобальным сертификатом. В фундаментальной работе по депозитарной деятельности (монография М. Ю. Алексеева "Депозитарная деятельность") отмечено, что "вопрос о том, является ли выпуск ценных бумаг, оформленный одним Глобальным сертификатом, наличным или безналичным, пока не имеет однозначного ответа. Теоретически такой выпуск является наличным, однако по существу выпуски, оформляемые одним Глобальным сертификатом, вполне обоснованно можно относить к разряду безналичных". Но если для характеристики выпуска акций использовать определение документарного и бездокументарного выпусков, понимая под наличным выпуском акций лишь те, когда для каждой акции изготавливается свой сертификат эмитента, то все перечисленные варианты изготовления сертификатов эмитента (суммарный и глобальный) также остаются в рамках документарного выпуска. Учитывая, что первые эмиссии акций приватизированных предприятий в Узбекистане эмитенты выпускали либо в наличной форме, либо оформляли на весь выпуск Глобальный сертификат, который сдавали на хранение в Национальный депозитарий "ВАКТ", можно утверждать, что все они были выпущены в документарной форме.

Фактически под безналичными акциями в Узбекистане понимаются те акции, учет обращения которых ведется в электронной (безналичной) форме, после того как в Национальный депозитарий "ВАКТ" эмитентами были сданы на хранение Глобальные сертификаты, или наличные акции на бессрочное хранение.

Подводя итог вышеизложенному, можно сделать следующий вывод: несмотря на то, что при определении депозитарной деятельности в законодательстве Узбекистана не указано, что депозитарии хранят сертификаты ценных бумаг, фактически депозитарии хранят именно сертификаты акций, выпущенных эмитентами, что вполне согласуется с мировой практикой депозитарной деятельности.

Понимание того, что хранят депозитарии, важно еще и потому, что в настоящее время в Узбекистане создается Центральный депозитарий, одной из исключительных функций которого, согласно ст.10 Закона РУз "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг" является "хранение безналичных выпусков ценных бумаг". Центральный депозитарий будет хранить Глобальные сертификаты всех выпусков акций, безналичный учет обращения которых будут вести депозитарии второго уровня совместно с реестродержателями. Отметим, что депозитарии второго уровня могут хранить сертификаты наличных ценных бумаг и вести учет их обращения в безналичной форме. Открытым остается вопрос с хранением суммарных сертификатов. Нам кажется, что при второй и последующих эмиссиях следует разбивать выпуск на два суммарных сертификата - один на долю государства и другой - на все остальные акции. Так как подобный выпуск также является наличным, то, оставаясь в рамках закона, можно передать суммарный сертификат на акции госдоли на хранение в Центральный депозитарий, а другой суммарный сертификат - на хранение в депозитарий второго уровня.

Особенностью депозитарного учета является то, что депозитарии призваны наиболее полно учитывать ценные бумаги, принадлежащие инвестору, хранение и учет которых он им поручил. То есть основной единицей учета в депозитарии является инвестор с принадлежащими ему ценными бумагами. Депозитарий призван защищать права собственности на ценные бумаги инвестора. После введения в действие Закона РУз "О деятельности депозитариев..." уже не Национальный депозитарий "ВАКТ", а двухуровне-

вая депозитарная система в целом хранит данные о всех именных корпоративных ценных бумагах, выпущенных в документарной форме и оформленных Глобальными сертификатами, а также о тех наличных акциях, которые их владельцы сдали в депозитории на бессрочное хранение.

2.2. Реестродержатели и их место на рынке ценных бумаг Узбекистана

Если в разделе V Закона РУз "Об акционерных обществах и защите прав акционеров" нормативно задан круг принципиальных вопросов, связанных с ведением реестра акционеров акционерного общества, то в статье 15 Закона РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" определено понятие деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Согласно указанной статье, "Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих и относящихся к системе ведения реестра владельцев ценных бумаг". Считается, что это определение относится и к деятельности по ведению реестра акционеров акционерных обществ. Если это так, то в глаза сразу бросается следующая неопределенность: в первом абзаце статьи 47 Закона РУз "Об акционерных ..." указывается, что "Общество с числом акционеров владельцев простых (обыкновенных) акций (курсив мой - О. Я.) 500 и более обязано по договору поручить ведение и хранение реестра специализированному реестродержателю (регистратору). В 5-м же абзаце статьи 15 Закона РУз "О механизме..." читаем: "В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая, специализированная на ведении реестров организация". Допустим, в акционерном обществе 600 акционеров, из них 400 владеют простыми (обыкновенными) акциями, а 200 являются владельцами привилегированных акций. В этом случае по одному закону общество обязано поручить ведение реестра независимой, специализированной на ведении реестра организации, так как общее число владельцев превышает 500, но по другому закону оно делать это не обязано, так как из 600 владельцев лишь 400 акционеров имеют простые (обыкновенные) акции. Если придерживаться того принципа, что из двух равносильных нормативных документов силу имеет документ с более поздним сроком введения в действие, то в нашем примере поручать ведение реестра независимому реестродержателю в обязательном порядке не следует, так как Закон РУз "Об акционерных..." принят на день позже Закона РУз "О механизме...". Но таким образом выходить из положения можно лишь до того, как законодательно будет урегулировано это противоречие. С нашей точки зрения, предпочтение следует отдать формулировке, приведенной в Законе РУз "О механизме...", как более общей, так как и владельцы привилегированных акций наряду с владельцами простых акций в определенных ситуациях имеют право голоса на общих собраниях акционеров.

Особенностью реестродержательской деятельности по отношению к депозитарной является то, что именно на реестродержателя законодательно возложена обязанность по полному учету эмиссий именных акций, независимо от формы их выпуска. Это значит, что у реестродержателя находится самая полная информация о состоянии размещения акций любой эмиссии именных акций. А в соответствии со статьей 47 Закона РУз "Об акционерных..." ответственность за своевременное информирование реестродержателя обо всех изменениях ложится на акционера.

Еще одна особенность - право эмитента самостоятельно вести реестр своего акционерного общества, причем без получения на это специальной лицензии.

В таблице 1 приведены основные различия между депозитарной и реестродержательской деятельностью.

Табл. № 1. Принципиальные различия между депозитарной и реестродержательской системами учета

№ п/п	Пункты, по которым различаются системы учета	Депозитарная деятельность	Реестродержательская деятельность
1.	Название счетов, на которых ведется учет, и характер хранящихся данных	Счета "депо", на которых ведется учет прав по ценным бумагам	Лицевые счета, на которых учитывается информация, необходимая для защиты прав акционеров и для перерегистрации этих прав
2.	Защищаемые права	Право собственности на ценные бумаги	Права акционеров, вытекающие из права собственности на акции
3.	Основная единица учета	Инвестор	Эмитент (эмиссия)
4.	Полнота учета выпусков ценных бумаг	Неполный учет выпусков	Полный учет выпусков ценных бумаг
5.	Субъекты деятельности	Лицензированные инвестиционные институты	1. Лицензированные инвестиционные институты 2. Эмитенты без получения специальной лицензии

(Окончание следует)

**ЎЗБЕКИСТОНДА ЭГАСИНИНГ НОМИ ЁЗИЛГАН АКЦИЯЛАР БОЗОРИГА
ДЕПОЗИТАРИЙ-РЕЕСТРЮРИТИШ ХИЗМАТИ КЎРСАТИШ ҲАҚИДА
О ДЕПОЗИТАРНО - РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКОМ ОБСЛУЖИВАНИИ
РЫНКА ИМЕННЫХ АКЦИЙ УЗБЕКИСТАНА**

**DEPOSITORY AND REGISTER-HOLDING MAINTENANCE
OF THE MARKET OF REGISTERED SHARES IN UZBEKISTAN**

О. ЯКУПОВ, директор брокерской фирмы "Прогноз"

2.3. Совмещение деятельности по ведению реестра с депозитарной деятельностью

Если мы сравним определение деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг, приведенную в первом абзаце статьи 15 Закона РУз "О механизме...", с таким же, приведенным в первом абзаце статьи 8 Закона РФ "О рынке ценных бумаг", то обнаружим их полное сходство, за исключением одного слова, которое сути определения не затрагивает. Но если мы, продолжая сопоставление и анализ, сравним установления двух законов относительно совмещения видов деятельности на рынке ценных бумаг, то также обнаружим расхождение лишь в одном слове, но это, на первый взгляд незначительное расхождение, закладывает принципиальные особенности депозитарно-реестродержательского учета в Узбекистане. Приведем дословные выдержки из Закона РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг", статья 18, абзац 2: "Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами деятельности (кроме депозитарной) на рынке ценных бумаг"; из Закона РФ "О рынке ценных бумаг", статья 10, абзац 1: "Осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг".

Депозитарную деятельность и деятельность по ведению реестра на рынке ценных бумаг Узбекистана можно совмещать. Нам представляется, что у подобного совмещения больше положительных сторон. И в первую очередь подобное совмещение видов деятельности одним юридическим лицом содержит большие потенциальные возможности по ускорению оборота ценных бумаг и сокращению накладных затрат со стороны инвесторов по оплате сделок с именными ценными бумагами. Ускорение прохождения сделки произойдет за счет того, что отпадет необходимость обмена информацией по сделке между двумя независимыми компаниями - депозитарием и реестродержателем. При сегодняшнем уровне коммуникаций подобный обмен - достаточно сложная и длительная процедура. А удешевление сделки произойдет за счет того, что технологически внутренний учет в депозитарии и у реестродержателя, за незначительным исключением, идентичен. По тем эмиссиям, по которым реестродержатель ведет полный учет и параллельно, как депозитарий, ведет учет прав на ценные бумаги, нет необходимости для каждого акционера (депонента) открывать два пассивных счета. А это значительно удешевляет учет. Справедливости ради следует отметить, что риск недобросовестного исполнения сделки также возрастает в связи с совмещением двух видов деятельности одним лицом. Но дать количественную оценку возрастания степени риска на сегодняшний момент нам представляется невозможным.

**2.4. Номинальный держатель и его роль
в системе депозитарно-реестродержательского обслуживания**

В соответствии с определением, данным в статье 16 Закона РУз "О механизме...", "Номинальный держатель ценных бумаг - лицо, которое держит акции от своего имени по поручению другого лица (собственника), не являясь собственником этих ценных бумаг". Далее в статье указывается, что функции номинального держателя могут выполнять банки, депозитарии, инвестиционные институты, совершающие сделки с ценными бумагами от имени и по поручению владельца или уполномоченного им лица, то есть инвестиционные посредники. Для выполнения функций номинального держателя законом предписывается всем участникам рынка ценных бумаг, которым разрешено выполнять функции номинального держателя, а также и банкам "осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит по поручению других лиц, на отдельных забалансовых счетах...". Законом не определено, какие забалансовые счета следует использовать для учета ценных бумаг своих клиентов. Что касается депозитариев и банков, которым разрешена депозитарная деятельность, то забалансовыми счетами, на которых эти организации ведут учет ценных бумаг своих клиентов, будут служить счета "депо". Для инвестиционного посредника, выполняющего функции номинального держателя, которому Законом РУз "О деятельности депозита-

риев..." не разрешено осуществлять депозитарную деятельность, счетами, на которых он будет вести учет ценных бумаг своих клиентов, могут служить забалансовые активные и пассивные бухгалтерские счета. Депозитарий и банк, выполняющий функции депозитария, в соответствии со статьей 13 Закона РУз "О деятельности депозитариев..." "...может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя в реестре владельцев ценных бумаг на основании поручения владельца ценных бумаг".

Роль номинального держателя - связующий инструмент во взаимоотношениях между депозитариями и реестродержателями, между депозитарно-реестродержательским сектором и торговыми системами. Но в силу того, что, вопреки ожиданиям инвестиционных посредников, этим инвестиционным институтам до настоящего времени законодательство не позволяет совмещать основную деятельность с депозитарной, они не могут в качестве самостоятельных депозитарных структур, даже с ограниченными функциями, представлять своих клиентов на организованных торговых площадках с одной стороны и в реестрах - с другой. Поэтому до того, как законодательно не будет разрешено получение хотя бы ограниченной депозитарной лицензии инвестиционным посредникам, такой мощный инструмент фондового рынка не будет использоваться в полной мере. Для более эффективного использования возможностей номинального держателя при осуществлении сделок с ценными бумагами мы предлагаем дополнить его возможностями, которые содержатся в институте трансфер-агентов.

2.5. Трансфер-агенты на рынке депозитарно-реестродержательских услуг

Институт трансфер-агентов, несмотря на то, что он широко используется в зарубежных странах при осуществлении деятельности на фондовом рынке, еще не получил законодательной прописки на фондовом рынке Узбекистана. Возможно, это и не так плохо, как может показаться на первый взгляд, так как при этом имеются определенные преимущества при использовании этого института на рынке ценных бумаг Узбекистана. Поскольку нет прямых законодательных ограничений на осуществление трансфер-агентской деятельности, а в мировой практике имеется много примеров положительного и эффективного использования этого института, мы предлагаем использовать трансфер-агентские отношения для заполнения некоторых пробелов в законодательстве по регулированию отношений между депозитариями и инвестиционными посредниками, а также между реестродержателями и их представителями на местах.

Но прежде обратимся к зарубежному опыту. В Канаде трансфер-агенты выполняют функции, похожие на те, что в Узбекистане выполняют реестродержатели. Те же функции по перерегистрации прав собственности трансфер-агенты выполняют и в США. Депозитарно-трастовая компания (DTC), которая обслуживает Нью-Йоркскую фондовую биржу, при поддержке трансфер-агентов оказывает услугу, именуемую "быстрым автоматическим переводом акций" (FAST). Суть операции заключается в следующем: DTC передает в банк трансфер-агента (трансфер-агентом может быть банк или трастовая компания) свой сертификат на все или большинство акций данного выпуска, находящихся на хранении в DTC. Когда требуется перевод собственности через DTC, последняя, в свою очередь, требует от трансфер-агента выдать сертификат покупателю в счет "большого". Банк дебетует этот счет, и "большой" сертификат уменьшается на сумму переведенных акций. В РФ трансфер-агенты выполняют функции представительства столичных реестродержательских компаний в регионах, в частности, они берут на себя по договору выполнение некоторых строго определенных вспомогательных функций, например, сбор, подготовку, обработку и передачу документов для своей головной организации. Причем трансфер-агенту не обязательно иметь лицензию как головной организации, так как он выполняет исключительно вспомогательные функции по отношению к своему принципалу. Разумеется, это не значит, что функции, выполняемые трансфер-агентом, малозначимы и не требуют высокого профессионального мастерства.

Из изложенного следует, что сфера приложения усилий трансфер-агента весьма широка. Мы предлагаем два конкретных направления использования трансфер-агентов. Первое из них - расширение системы реестродержательских услуг, доведя их до каждого населенного пункта и крупного акционерного общества. Вторая сфера их применения - налаживание эффективного взаимодействия между всеми инвестиционными институтами, отвечающими за обращение ценных бумаг, а именно: между торговой системой, Центральным депозитарием, депозитариями второго уровня и реестродержательскими компаниями. Функции трансфер-агента должен взять на себя инвестиционный посредник, перед которым будет поставлена задача - организовать прохождение сделки с ценными бумагами, начиная от ее заключения и завершая записью в реестре или у номинального держателя. Причем в этом случае функции организатора сделки существенно отличаются от функций организатора торгов и близки к кастодиальным функциям.

2.6. Центральный депозитарий и депозитарии второго уровня

В Узбекистане с 29 августа 1998 года введен в действие Закон РУз "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг", в соответствии с которым депозитарная система стала двухуровневой. Первый уровень в единственном числе представляет Центральный депозитарий. На втором располагаются все остальные депозитарии, которые получили название депозитариев второго уровня. Таким образом, на рынке ценных бумаг законодательно регламентирована трехзвенная учетная система, включающая Центральный депозитарий, депозитарии второго уровня и реестродержателей.

В статье 10 Закона РУз "О деятельности депозитариев..." перечислены исключительные функции Центрального депозитария. Этих функций девять. Исполнение десятой исключительной функции - депозитарное обслуживание приватизационных инвестиционных фондов - возложено на Центральный депозитарий постановлением Кабинета Министров РУз № 263 от 21.05.99 г. Думается, каждая из этих функций требует дополнительных комментариев, а некоторые из них и развернутых инструкций по их осуществлению. Сведем наши краткие комментарии по поводу некоторых исключительных функций Центрального депозитария в таблицу № 2.

Таблица № 2 Исключительные функции Центрального депозитария

№ п/п	Исключительные функции	Комментарии
1	Хранение безналичных выпусков ценных бумаг	Хранение глобальных сертификатов, оформляемых на весь выпуск ценных бумаг. Не ясно, как быть со вторыми и последующими эмиссиями обществ, созданных на базе госпредприятий, а также с эмиссиями обществ, в уставных фондах которых нет доли государства
2	Хранение до выкупа наличных ценных бумаг разгосударственных и приватизированных объектов	Покупатель может передать на хранение в депозитарии второго уровня по своему выбору единичные сертификаты эмитента. Не ясно, как быть с суммарными сертификатами эмитента
3	Учет прав государства на наличные и безналичные ценные бумаги	Имеет ли право Центральный депозитарий включаться в реестр в качестве номинального держателя акций, принадлежащих государству?
4	Ведение корреспондентских счетов депозитариев	План счетов "дело" Центрального депозитария должен обеспечивать учет и блокировку на разделах корреспондентских "лоро"-счетов депозитариев второго уровня ценных бумаг, предназначенных для поставки участникам биржевых и внебиржевых торгов по заключенным на торгах сделкам
5	Подтверждение наличия и подлинности ценных бумаг участников биржевых и внебиржевых торгов перед выставлением их на торги	Необходимо разработать процедуру (регламент) подтверждения наличия и подлинности ценных бумаг, хранящихся и/или учитываемых в депозитариях второго уровня и отраженных на их корреспондентских "лоро"-счетах, открытых в Центральном депозитарии
6	Обеспечение поставки ценных бумаг участникам биржевых и внебиржевых торгов по заключенным на торгах сделкам	Необходимо разработать Регламент поставки ценных бумаг участникам биржевых и внебиржевых торгов по заключенным на торгах сделкам через корреспондентские счета, открытые в Центральном депозитарии депозитариям второго уровня
7	Хранение документов, подтверждающих выпуск в обращение безналичных и наличных ценных бумаг	Наряду с Глобальным сертификатом эмитент сдает на хранение в Центральный депозитарий комплект документов, содержащий решение эмитента о выпуске ценных бумаг и зарегистрированные учредительские документы, в том числе все зарегистрированные изменения и дополнения к ним, связанные с эмиссией ценных бумаг
8	Учет на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, а также на зарубежных фондовых рынках ценных бумаг, выпущенных резидентами Республики Узбекистан	Для осуществления этих функций необходимо разработать интерфейс, который позволит взаимодействовать депозитарной системе Республики Узбекистан с депозитарными системами тех стран, на фондовых рынках которых предполагается работа
9	Сбор и систематизация информации о движении ценных бумаг в системе депозитариев	Помимо информации о движении ценных бумаг в системе депозитариев, необходима информация о перерегистрации владельцев именных ценных бумаг у реестродержателей
10	Хранение, ведение реестра владельцев ценных бумаг, выпущенных и принадлежащих приватизационным инвестиционным фондам, а также участие в обеспечении целевого использования денежных средств приватизационными инвестиционными фондами до погашения ими полученного государственного кредита	Десятая исключительная функция возложена на Центральный депозитарий постановлением Кабинета Министров РУз № 263 от 21.05.99 г. "О вопросах организации деятельности Центрального депозитария ценных бумаг"

Из приведенного перечня исключительных функций Центрального депозитария следует, что Центральный депозитарий - доверенный агент государства по хранению и учету всех государственных активов. Второе назначение Центрального депозитария - организатор всей депозитарной системы в Узбекистане. Третье направление его деятельности - налаживание депозитарных связей с зарубежными фондовыми рынками. И четвертое - выступать от лица всей депозитарной системы гарантом осуществления сделок на биржевых и внебиржевых торгах в части наличия ценных бумаг и своевременности их поставки. Очевидно, что чем лучше будет отлажена депозитарная система в целом, тем надежнее будут гарантии, предоставляемые Центральным депозитарием торговым системам.

В статье 17 Закона РУз "О деятельности депозитариев..." специально оговариваются виды деятельности, которые запрещено осуществлять Центральному депозитарию, если иное не предусмотрено законодательством. Нам кажется, преодолеть вето, наложенное настоящим законом, способен только равносильный законодательный акт более поздней редакции. В таблицу № 3 мы свели те виды деятельности, которые на сегодняшний день не вправе вести Центральный депозитарий, и привели наши комментарии.

Таблица № 3. Виды деятельности, которые не вправе осуществлять Центральный депозитарий

№ п/п	Запрещенные виды деятельности	Краткие комментарии
1	Вести учет прав на безличные и наличные ценные бумаги, не принадлежащие государству, кроме случаев, предусмотренных статьями 7 и 10 настоящего закона	Перечислим эти случаи (фактически случаи, в которых Центральный депозитарий вправе вести учет прав). Всего их три: 1. В случае принятия решения о прекращении деятельности депозитария второго уровня и при отсутствии на этот момент решения депонента ликвидируемого депозитария о том, в какой депозитарий второго уровня он передает учет своих ценных бумаг, учет ценных бумаг этого депонента передается в Центральный депозитарий для последующего перевода в депозитарий, выбранный депонентом, в установленные сроки (ст. 7) 2. Учет прав государства на наличные и безличные ценные бумаги (ст. 10) 3. Учет на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, а также на зарубежных фондовых рынках ценных бумаг, выпущенных резидентами Республики Узбекистан (ст. 10)
2	Вести реестры акционеров	Организатором корпоративных действий (конвертация, сплит, консолидация, распределение дополнительных акций, аннулирование ценных бумаг, формирование списков владельцев ценных бумаг для участия в общих собраниях и выплаты дивидендов и т. д.) является эмитент со своим реестродержателем. Центральный депозитарий участвует в указанных действиях в той мере, в которой ему указано законодательством, а именно: прием и снятие с хранения выпусков ценных бумаг, сбор информации по депозитариям второго уровня, в которых ведется учет прав по соответствующим выпускам ценных бумаг, а также учет прав государства и тех лиц, которые на момент совершения корпоративного действия являются депонентами Центрального депозитария
3	Оказывать финансовую помощь другим юридическим и физическим лицам	Необходимо четко определить, что подразумевается под финансовой помощью. Например, передача технологии депозитарного учета или предоставление технической базы Центрального депозитария другим депозитариям для осуществления ими профессиональной деятельности и т. д.
4	Участвовать в уставных фондах других юридических лиц	Как будут строиться отношения между Центральным депозитарием и его филиалами?

Клиенты Центрального депозитария

Из вышеприведенного перечня функций, разрешенных и запрещенных для исполнения Центральным депозитарием, можно сделать однозначный вывод, что основным депонентом Центрального депозитария является государство. Исходя из этого, при разработке операционных условий Центрального депозитария следует уделить особое внимание взаимодействию Центрального депозитария с государством.

Помимо государства, депонентами Центрального депозитария могут быть:

- владельцы ценных бумаг, выпущенных нерезидентами Республики Узбекистан и обращающихся на внутреннем фондовом рынке;
- владельцы ценных бумаг, выпущенных резидентами Республики Узбекистан и обращающихся на зарубежных фондовых рынках;
- временно, на период до передачи другим депозитариям, владельцы счетов "депо", переданных в Центральный депозитарий из Национального депозитария "ВАКТ", согласно постановлению КМ РУз № 263 от 21.05.99 г.;
- временно, до передачи другим депозитариям, клиенты ликвидируемых депозитариев;
- акционеры приватизационных инвестиционных фондов, до погашения приватизационными инвестиционными фондами специальных государственных кредитов.

По каждой из перечисленных групп депонентов операционные условия должны предусмотреть порядок взаимодействия с ними Центрального депозитария.

О нормативно-творческой деятельности Центрального депозитария

Ни в Законе РУз "О деятельности депозитариев...", ни в постановлении Кабинета Министров РУз № 263 от 21.05.99 г. не отражены такие функции Центрального депозитария, как разработка нормативной базы, обеспечива-

ющей функционирование всей депозитарной системы Республики Узбекистан в целом. Несмотря на это, в этих двух правовых документах однозначно просматривается руководящая роль Центрального депозитария во всей депозитарной системе страны. Нам кажется целесообразным (по аналогии с тем, что регулированием банковской системы занимается Центральный банк) возложить на Центральный депозитарий функции по разработке нормативно-правовой базы относительно деятельности депозитарной системы в Республике Узбекистан.

Депозитарии второго уровня

По данным периодической печати, в августе 1999 года в Узбекистане насчитывалось 23 депозитария второго уровня, 15 независимых депозитариев установили корреспондентские отношения с Национальным депозитарием "ВАКТ", что свидетельствует, с нашей точки зрения, о готовности этих депозитариев взаимодействовать с Центральным депозитарием с начала деятельности этого ключевого института депозитарно-реестродержательского сектора рынка ценных бумаг. Мы уверены в том, что именно Центральный депозитарий должен представить стандарты деятельности депозитариев второго уровня, и в первую очередь в части корреспондентских отношений с ним. Также нам представляется целесообразным разработать для депозитариев второго уровня единый план счетов "депо", согласованный с планом счетов Центрального депозитария.

3. МОДЕЛИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ДЕПОЗИТАРНО-РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКОГО СЕКТОРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УЗБЕКИСТАНА ПРИ ОБЕСПЕЧЕНИИ СТОЯЩИХ ПЕРЕД НИМ ЗАДАЧ

В предыдущей главе мы охарактеризовали основные институты, из которых складывается депозитарно-реестродержательский сектор рынка ценных бумаг Узбекистана. Но для того, чтобы все эти институты действительно образовали единый сектор, необходима концепция их совместной деятельности, в рамках которой требуется очертить круг обязанностей и полномочий каждого члена единого сектора и рассмотреть порядок их взаимодействия при решении задач, стоящих перед депозитарно-реестродержательским сектором. Разработка подобной концепции - коллективный труд большого числа специалистов, и пусть это станет одной из первых задач, стоящих перед будущим общественным комитетом депозитариев и реестродержателей, функционирующим в рамках будущей саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг Узбекистана.

Мы же рассмотрим возможную модель государственного регулирования деятельности депозитарно-реестродержательского (учетного) сектора рынка ценных бумаг Узбекистана, а также модели взаимодействия депозитарно-реестродержательской системы с другими участниками рынка ценных бумаг при первичном выпуске именных ценных бумаг в обращение, при их обращении на вторичном рынке и при обеспечении прозрачности оборота именных ценных бумаг.

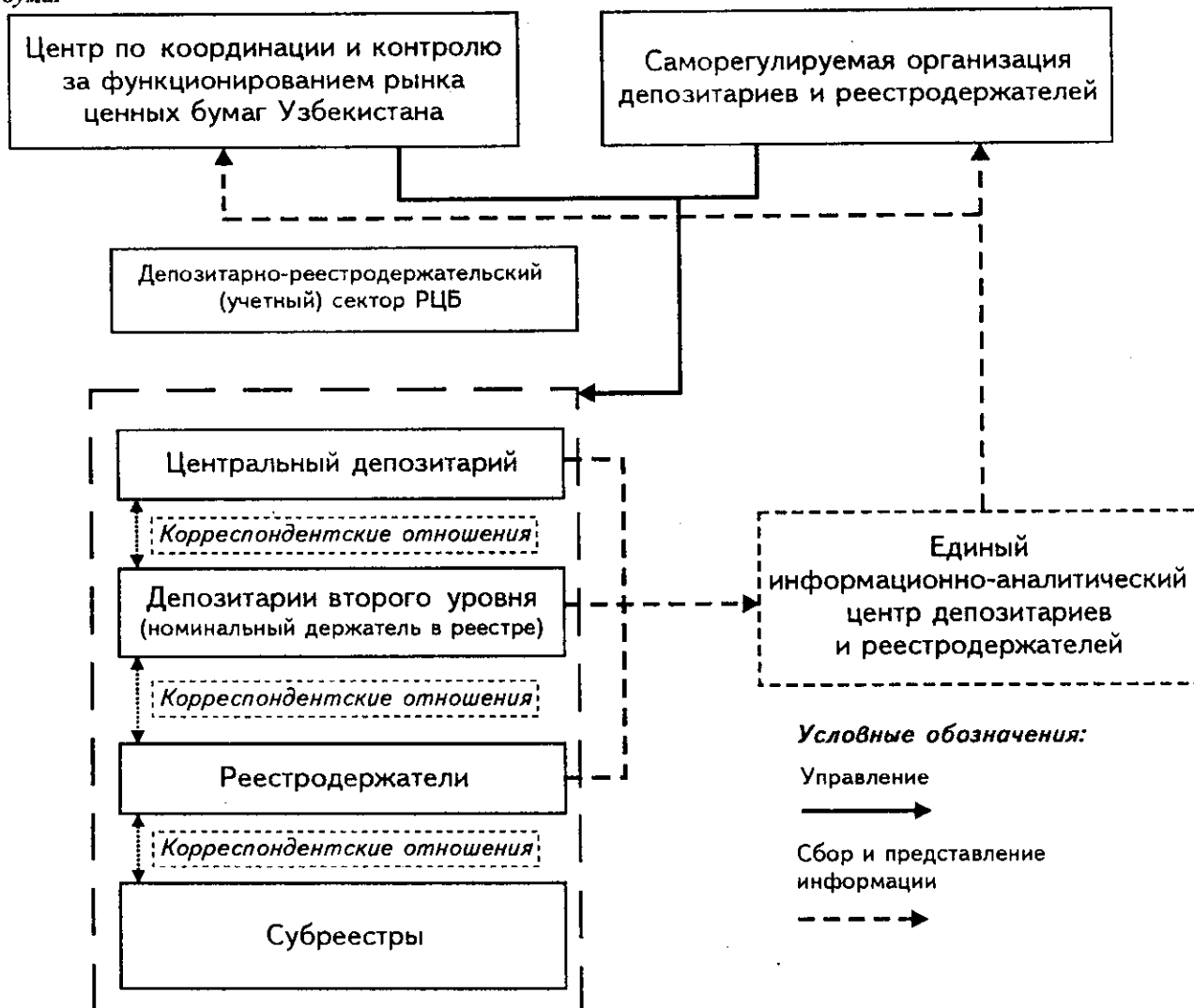
3.1. Государственное регулирование деятельности депозитарно-реестродержательского сектора РЦБ Узбекистана

Государственное регулирование деятельности депозитарно-реестродержательского сектора осуществляется путем лицензирования отдельных видов деятельности, аттестации специалистов, установления финансовых нормативов, установления стандартов и нормативов деятельности и контроля за их исполнением.

Давно настало время создать единую саморегулируемую организацию профессиональных участников рынка ценных бумаг, в которой депозитарии и реестродержатели будут представлены своим комитетом. Этот комитет может взять на себя часть функций государства по регулированию отношений внутри депозитарной системы, между депозитарной системой и реестродержателями, а также между депозитарно-реестродержательским сектором рынка ценных бумаг и торговыми системами.

Государству для регулирования рынка ценных бумаг необходима точная и полная информация о процессах, протекающих на рынке, и о движении ценных бумаг на нем. Законом РУз "О деятельности депозитариев..." Центральному депозитарию предписывается осуществлять сбор и систематизацию информации о движении ценных бумаг в системе депозитариев. Как мы отметили ранее, эта информация не будет полной, если в ней не будут представлены данные о перерегистрации прав в реестрах. При Центре по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг действует подразделение по регулярному сбору информации от реестродержателей. Мы предлагаем организовать при Центральном депозитарии Единый информационно-аналитический центр, куда будет стекаться информация от всех депозитариев второго уровня, а также обрабатываться данные о перерегистрациях в реестрах от ЦКК. Принципиальная схема государственного регулирования и обеспечения прозрачности оборота именных ценных бумаг представлена на рисунке 1.

Рис. 1. Принципиальная схема Модели государственного регулирования деятельности депозитарно-реестродержательского (учетного) сектора РЦБУ и обеспечения прозрачности оборота именных ценных бумаг



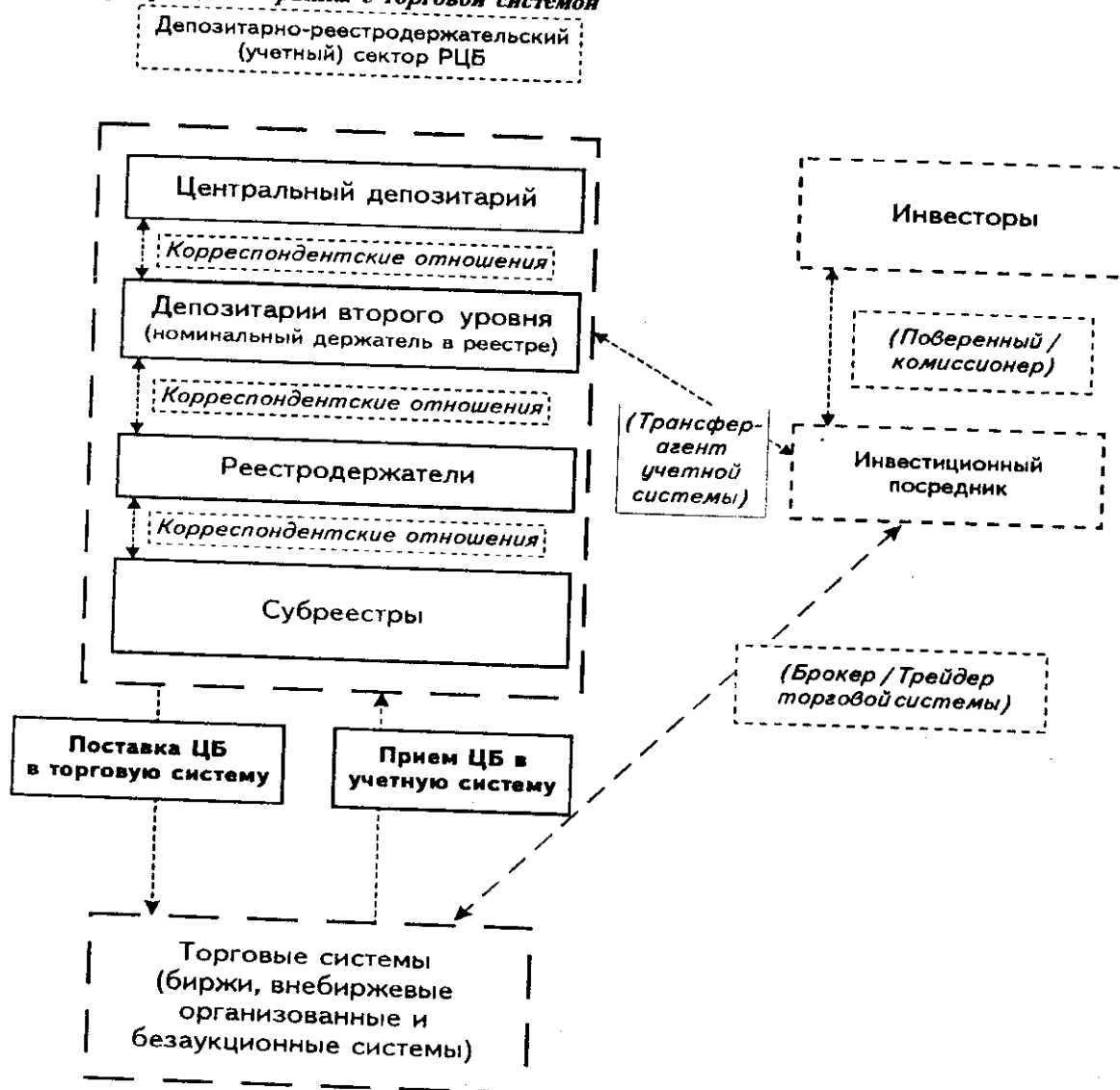
3.2. Взаимодействие депозитарно-реестродержательского сектора с торговыми системами

В соответствии с требованиями Закона РУз "О деятельности депозитариев..." Центральный депозитарий обязан подтверждать наличие и подлинность ценных бумаг участников биржевых и внебиржевых торгов перед выставлением их на торги (организованные торговые системы), а также обеспечивать поставку ценных бумаг участникам биржевых и внебиржевых торгов. Центральный депозитарий может выполнять указанные функции, опираясь на всех участников депозитарно-реестродержательского сектора, а также инвестиционных посредников, обеспечивающих прохождение сделки в целом. Для подтверждения наличия ценных бумаг, выставяемых на торги владельцем, имеющим счет "депо" в депозитарии второго уровня, на его корреспондентском "лоро"-счете в Центральном депозитарии блокируется необходимое количество ценных бумаг. Для обеспечения поставки ценных бумаг по итогам торгов и предотвращения при этом несанкционированных действий переводы по корреспондентским "лоро"-счетам депозитариев второго уровня выполняются лишь после получения подтверждения о снятии с учета на "депо"-счете продавца проданного количества ценных бумаг в обслуживающем его депозитарии второго уровня. Процедуры подтверждения наличия и подлинности ценных бумаг, обеспечения поставки ценных бумаг и самой поставки ценных бумаг должны быть разработаны с учетом того, что горизонтальные корреспондентские отношения между депозитариями второго уровня запрещены, и все передачи с учета в одном депозитарии второго уровня на учет в другой депозитарий второго уровня осуществляются исключительно через корреспондентские "лоро"-счета этих депозитариев в Центральном депозитарии.

Вопросы взаимодействия Центрального депозитария с депозитариями второго уровня при осуществлении сделок с корпоративными ценными бумагами как на организованных торговых площадках, так и в безаукционных торговых системах должны быть детально закреплены в нормативных документах, регламентирующих деятельность Центрального депозитария и депозитариев второго уровня. Принципиальная схема взаимодействия всех участников сделки с ценными бумагами приведена на рисунке 2. Остановимся на основных особенностях этой схемы. Первая из них заключается в том, что в рамках действующего законодательства моделируется оказание кастодиальной услуги по осуществлению сделки с ценной бумагой, когда инвестиционный посредник берет на себя оказание клиенту услуги по осуществлению сделки "под ключ" - то есть от заключения договора купли-продажи до выполнения записей, соответствующих сделке, в реестре у реестродержателя или по счетам у номинального держателя. Оказывая подобную услугу своему клиенту, инвестиционный посредник выступает в роли трансфер-агента Центрального депозитария, депозитария второго уровня и реестродержателя, которые участвуют в сделке, и обеспечивает своевременный и находящийся в точном соответствии с требованиями действующего законодательства документооборот между этими институтами. В торговой же системе инвестиционный посредник выступает в роли брокера/трейдера от имени своего Клиента, которого инвестиционный посредник обслуживает на основании договора-поручения или договора-комиссии.

На рисунке 2 символически показано, что поставка ценных бумаг в торговую систему обеспечивает депозитарно-реестродержательская система в целом, соответственно прием ценных бумаг из торговой системы также осуществляется единой депозитарно-реестродержательской (учетной) системой.

Рис. 2. Принципиальная схема Модели взаимодействия депозитарно-реестродержательского (учетного) сектора фондового рынка с торговой системой



3.3. Выпуск и первичное размещение ценных бумаг, а также некоторые другие корпоративные действия

Для того, чтобы определить функции каждого компонента депозитарно-реестродержательского сектора при осуществлении первых и последующих эмиссий ценных бумаг, а также при выполнении таких корпоративных действий, как конвертация выпуска ценных бумаг, его сплит/консолидация, или аннулирование, необходимо четко определить, на каком этапе своего существования и в какой форме находится ценная бумага. Как мы уже отмечали выше, если вести речь о форме ценной бумаги (наличная или безналичная), то обязательно следует определить, какой этап "жизни" ценной бумаги (выпуск, хранение, обращение, аннулирование) имеется в виду, поскольку форма ценной бумаги может меняться. Поэтому обратимся к законодательству Республики Узбекистан и рассмотрим, насколько в нем при определении формы ценной бумаги учтены три этапа "жизни" ценной бумаги. Так, в статье 1 Закона РУз "О ценных бумагах и фондовой бирже" отмечается, что "Ценные бумаги могут иметь форму бланков, сертификатов или записей на счетах...", а в статье 9 того же Закона читаем: "Ценные бумаги могут доверяться их владельцами на хранение в специализированные учреждения, имеющие компьютерные телекоммуникационные системы для их безналичного учета и реализации (депозитарии)". Несмотря на то, что в рассматриваемом Законе при определении формы ценной бумаги не указывается на конкретный этап ее существования (выпуск, обращение), сказанное нами выше ни в коей мере не противоречит этому Закону. Более того, если первое из цитируемых предложений лишь определяет, какие могут быть формы ценных бумаг, безотносительно конкретного этапа ее "жизни", то во втором предложении уже просматривается возможность смены формы ценной бумаги при передаче ее на хранение в депозитарий, а именно: из наличной при выпуске в безналичную при обращении.

Обратимся к Закону РУз "О деятельности депозитариев...". В статье 2 приводятся определения основных понятий, в том числе понятия наличная/безналичная акция. Нам представляется целесообразным перед тем, как приступить к анализу определений, процитировать их полностью. Читаем в Законе: "**наличные ценные бумаги** - ценные бумаги, изготовленные в форме денежных документов и *выпущенные в обращение* (курсив наш - О. Я.) в порядке, установленном законодательством". Далее читаем: "**безналичные ценные бумаги** - ценные бумаги, *выпущенные в обращение* (курсив наш - О. Я.) в виде записей в учетных регистрах депозитариев в порядке, установленном законодательством". И в первом, и во втором определениях используется ключевое словосочетание "выпущенные в обращение", которое мы выделили курсивом. В деловом разговорном обиходе оно применяется как понятие общего использования, без четкого его определения. Под этим словосочетанием можно понимать и "выпуск" ценной бумаги, которая, естественно, после выпуска поступит в "обращение", и нам кажется, что при определении наличных ценных бумаг подсознательно имеется в виду именно такое понимание словосочетания "выпуск в обращение". Но, с другой стороны, при использовании словосочетания "выпуск в обращение" можно подразумевать "обращение" ранее "выпущенных" ценных бумаг. Думается, что именно второе толкование словосочетания "выпуск в обращение" заложено в определении безналичных акций.

Подводя итоги, можно сделать следующий вывод: несмотря на то, что ни в первом из рассматриваемых законов, ни во втором четко не выделены этапы "жизни" ценной бумаги, определения формы ценных бумаг не противоречивы и в последующем допускают законодательные дополнения под предлагаемым нами углом зрения. Но до того времени, когда они будут внесены, при разработке внутренних нормативных документов следует обязательно учитывать этап "жизни" ценной бумаги, если речь заходит о ее форме.

Сказанное относится и к нормативным документам, регламентирующим функции Центрального депозитария, депозитариев второго уровня и реестродержателей при поддержке ими корпоративных действий, намеченных эмитентом. Очевидно, что эти действия должны быть между собой согласованы, и функции организатора каждого корпоративного действия, обеспечивающего его прохождение от начала и до завершения, должен взять на себя реестродержатель эмитента. Любое корпоративное действие, приводящее к групповым операциям в реестре владельцев ценных бумаг (выпуск/аннулирование ценных бумаг, сплит/консолидация, конвертация, добавление дополнительных акций), начинается с принятия соответствующего решения эмитентом, за которым следует закрытие реестра, выполняемое с целью определения круга владельцев ценных бумаг, участвующих в соответствующей групповой операции. Практически все перечисленные нами корпоративные действия приводят к выпуску ценных бумаг, и в этом случае становится принципиально важной форма выпуска этих ценных бумаг. Как мы отметили ранее, понятие наличный/безналичный выпуск ценных бумаг содержит в себе неопределенность, кото-

рую можно снять, не вступая в противоречие с уже сложившейся системой определений, если использовать при рассмотрении этапа выпуска ценной бумаги понятие документарный/бездокументарный выпуск. Как мы отметили, все выпуски корпоративных ценных бумаг в Узбекистане, произведенные до настоящего времени, независимо от того, как их называли - наличные или безналичные, относятся к документарным выпускам. Отметим, что для обслуживания бездокументарных выпусков ценных бумаг не требуется участие депозитария, а весь учет первичного размещения ценных бумаг бездокументарного выпуска ведется путем записей в реестре. Поэтому в этой статье мы обсудим проблемы корпоративных действий с документарными выпусками ценных бумаг. Итак, после закрытия реестра для проведения какого-либо из перечисленных корпоративных действий Центральный депозитарий, получив параллельно с реестродержателем документы от эмитента относительно предстоящего выпуска, уничтожает ранее переданный ему на хранение Глобальный сертификат (если это требуется по технологии выполнения корпоративного действия) и принимает на хранение новый Глобальный сертификат. Указанные действия вытекают из перечня исключительных функций Центрального депозитария (функции 1, 2 и 7, приведенные нами в таблице № 2). Далее реестродержатель совместно с депозитариями второго уровня, в которых ведется учет ценных бумаг соответствующего выпуска, а в случае первичного размещения и с привлечением андеррайтера, осуществляет размещение выпуска. Ценные бумаги, Глобальный сертификат на которые сдан на хранение в Центральный депозитарий, переводятся на корреспондентские "лоро"-счета депозитариев второго уровня, которые учитывают эти бумаги, и глобальная операция завершается внесением соответствующих записей в реестре (в принципе на выпуск можно оформить несколько Суммарных сертификатов эмитента, а не один Глобальный сертификат, что не меняет сути обсуждаемого вопроса). Отметим также, что учет по ценным бумагам, принадлежащим государству, ведет непосредственно Центральный депозитарий, взаимодействуя при этом, наряду с депозитариями второго уровня, с реестродержателем эмитента.

4. НАИБОЛЕЕ ОПТИМАЛЬНАЯ, С НАШЕЙ ТОЧКИ ЗРЕНИЯ, МОДЕЛЬ ДЕПОЗИТАРНО-РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКОГО (УЧЕТНОГО) СЕКТОРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УЗБЕКИСТАНА

Модель, которую мы начнем обсуждать, в настоящее время существует только на бумаге, но контуры ее уже достаточно отчетливо обозначены действующим законодательством о рынке ценных бумаг. Ранее мы определили круг основных институтов, входящих в состав депозитарно-реестродержательского сектора РЦБУ, которые уже работают на рынке. Сейчас же мы приступаем к определению круга основных институтов депозитарно-реестродержательского сектора рынка ценных бумаг, которые будут, по нашему мнению, функционировать в будущем. Если отправной точкой при разработке перспективной модели считать действующее законодательство, а на обсуждение отбирать только те варианты, разработка которых потребует внесения минимального количества изменений и дополнений в действующее законодательство, то круг возможных вариантов значительно сузится. К рассмотрению одного из них, который нам импонирует в наибольшей степени, мы и приступаем.

Круг институтов, которые будут входить в состав депозитарно-реестродержательской системы, можно достаточно уверенно очертить, если рассматривать виды деятельности, которые этим институтам разрешается совмещать. Четким ограничителем возможного количества разнообразных институтов учетного сектора рынка ценных бумаг является действующая законодательная норма, запрещающая совмещать реестродержательскую деятельность со всеми видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, кроме депозитарной. Этот нормативный ограничитель, мы предполагаем, будет сохранен. Второй нормативный ограничитель появился лишь недавно, с введением в действие Закона РУз "О деятельности депозитариев...", в статье 13 которого депозитарную деятельность запрещено совмещать с любой деятельностью на рынке ценных бумаг, кроме реестродержательской, и деятельностью номинального держателя. Мы считаем, что это ограничение следует смягчить, разрешив инвестиционным посредникам получать ограниченную депозитарную лицензию, которую предлагаем именовать "ограниченной депозитарной", так как она не позволяет осуществлять реестродержательскую деятельность.

В таблице № 4 собраны воедино семь разновидностей институтов, осуществляющих свою деятельность в рамках перспективной модели депозитарно-реестродержательского сегмента рынка ценных бумаг Узбекистана. Особенности большинства из этих институтов - таких, как Центральный депозитарий, депозитарии второго уровня (хранители), реестродержательские и депозитарно-реестродержательские компании, мы уже рассмотрели.

Теперь рассмотрим три института, приведенных в строках 5, 6 и 7 упомянутой таблицы (это расчетный, кастодиальный депозитарий и кастодиальный банк).

Расчетные депозитарии необходимы для ускорения совершения сделок купли-продажи на организованных торговых площадках. Для организации полноценной деятельности расчетного депозитария у него должно быть право работы не только с ценными бумагами клиента, но и с его денежными средствами.

Остановимся на некоторых аспектах кастодиальной деятельности, являющейся предметом деятельности кастодиальных депозитариев и банков. Возможность осуществления кастодиальной деятельности уже заложена законодательством и появится у инвестиционных институтов при получении ими ограниченной депозитарной лицензии, а в последующем и ограниченной банковской лицензии, которая позволит инвестиционному посреднику оказывать своему клиенту ряд дополнительных кастодиальных услуг, связанных с получением доходов по ценным бумагам клиента и их реинвестированием. Отметим, что в рамках развивающихся рынков ценных бумаг как за рубежом, например, в Российской Федерации, так и в Республике Узбекистан положение с постановкой кастодиального бизнеса схожее. Клиент может получить всю совокупность услуг, обозначаемых как кастодиальные, но для этого он должен обратиться за получением их отдельных компонентов в различные организации - к инвестиционному посреднику, в депозитарий, в реестродержательскую компанию, банковское учреждение, консультанту и т. д. При такой системе работы на фондовом рынке потенциальный инвестор должен, во-первых, неплохо разбираться в особенностях деятельности на рынке ценных бумаг и, во-вторых, быть готовым нести повышенные расходы по оплате накладных расходов, что при большом количестве исполнителей неизбежно. И первое, и второе обстоятельства не способствуют дополнительному притоку средств потенциальных инвесторов в экономику Узбекистана. Поэтому предоставление комплексных кастодиальных услуг потенциальным инвесторам, когда им придется иметь дело лишь с одним своим кастоди (брокером) - весьма актуальная задача, которую следует решить в ближайшем будущем. И первый шаг на пути к этому - законодательно разрешить инвестиционным посредникам осуществлять ограниченную депозитарную деятельность, обеспечив ему тем самым возможность организовать кастодиальный депозитарий. В разделе 3.2 мы рассмотрели, как еще до внесения требуемых корректив в законодательство инвестиционный посредник может начать свой кастодиальный бизнес.

Таблица № 4. Разновидности институтов депозитарно-реестродержательского (учетного) сектора рынка ценных бумаг Узбекистана

(Примечания к таблице № 4. Виды деятельности: 1 - депозитарная, 2 - реестродержательская, 3 - номинального держателя, 4 - инвестиционного посредника, 5 - трансфер-агента, 6 - банковская).

№ п/п	Разновидности институтов	1	2	3	4	5	6	Получаемые лицензии	Основные функции, выполняемые институтом
1	Центральный депозитарий							-	Центрального депозитария
2	Депозитарий второго уровня (хранитель)	+		+		+		депозитарная; номинального держателя	хранение сертификатов ЦБ; учет прав по безналичным ЦБ
3	Реестродержательская компания		+		+			реестродержательская	ведение реестра именных ЦБ; поддержка корпоративных действий эмитента
4	Депозитарно-реестродержательская компания	+	+	+		+		депозитарная; реестродержательская; номинального держателя	хранение сертификатов ЦБ; учет прав по безналичным ЦБ
5	Расчетный депозитарий	+					+	депозитарная; ограниченная банковская	депозитарное обслуживание организованных торговых систем
6	Кастодиальный депозитарий	+	-	+	+	+	+	инвестиционного посредника; депозитарная; номинального держателя	хранение сертификатов ЦБ; учет прав по безналичным ЦБ; кастодиальное обслуживание клиентских счетов
7	Кастодиальный банк	+	-	+	+	+	+	банковская; депозитарная; номинального держателя; инвестиционного посредника	хранение сертификатов ЦБ; учет прав по безналичным ЦБ; кастодиальное обслуживание; банковское обслуживание

Взаимодействие основных институтов учетного сектора рынка ценных бумаг, действующих в настоящее время, при решении конкретных задач, стоящих перед фондовым рынком, - таких, как осуществление первой и после-

дующих эмиссий ценных бумаг и их первичное размещение, обеспечение эффективного обращения именных ценных бумаг на вторичном организованном рынке, поддержка корпоративных действий эмитента, мы рассмотрели выше. Детальные схемы взаимодействия институтов учетного сектора при решении перечисленных задач, а также задач, которые будут возникать в будущем, должны быть разработаны в стандартах осуществления соответствующих операций.

5. ЗАКЛЮЧЕНИЕ. ПЕРВООЧЕРЕДНЫЕ ЗАДАЧИ ПО РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДЕПОЗИТАРНО-РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬСКОЙ СФЕРЫ УСЛУГ (В КАКОМ НАПРАВЛЕНИИ СДЕЛАТЬ ПЕРВЫЙ ШАГ)

Задачи сегодняшнего дня

В соответствии с требованиями постановления Кабинета Министров РУз № 263 от 21.05.99 г. необходимо решить следующие первоочередные задачи:

- должна быть создана и начать работу Комиссия по инвентаризации хранящихся и учитываемых в Национальном депозитарии "ВАКТ" и его филиалах ценных бумаг и утверждению порядка их передачи в Центральный депозитарий;
- на период до передачи депозитариям второго уровня счетов "депо" Центральный депозитарий должен начать вести учет по ценным бумагам, переданным ему на хранение из Национального депозитария "ВАКТ";
- Центральный депозитарий должен начать передачу безналичных ценных бумаг на учет в депозитарии второго уровня;
- ЦККФРЦБУ совместно со специалистами Центрального депозитария, депозитариев второго уровня и реестродержательских компаний должны подготовить и зарегистрировать в Министерстве юстиции РУз Стандарты деятельности Центрального депозитария, депозитариев второго уровня и реестродержателей. При разработке стандартов следует учитывать, что эти три института являются неотъемлемыми компонентами учетного сектора рынка ценных бумаг Узбекистана;
- при Центральном депозитарии необходимо создать Единый информационно-аналитический центр депозитариев и реестродержателей.

Задачи более отдаленной перспективы

В круг задач этого периода входит прежде всего корректировка нормативно-правовой базы. Приведем список некоторых дополнений и изменений в законодательстве о рынке ценных бумаг:

1. Ввести в практику выпуска ценных бумаг понятие документарных и бездокументарных выпусков.
2. Ввести дополнение в понятие депозитарной деятельности, определив депозитарную деятельность, как "деятельность по хранению сертификатов ценных бумаг и учету прав на ценные бумаги". Внести изменения в Законы РУз "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" (Ст. 13, абз. 1) и "О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг" (Ст. 2, абз. 7).
3. Исключить из последнего предложения абзаца 1 статьи 47 Закона РУз "Об акционерных..." слова: "простых (обыкновенных)".
4. Разрешить инвестиционным посредникам осуществлять депозитарную деятельность, для чего внести в Закон РУз "О деятельности депозитариев..." следующие изменения и дополнения:
 - а) статью 2 дополнить абзацем:

"ограниченная депозитарная лицензия - право осуществлять депозитарную деятельность без права совмещать ее с деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Выдается инвестиционным посредникам при условии выполнения ими требований по размеру уставного фонда, предъявляемых к депозитариям";
 - б) статью 13 дополнить абзацем:

"депозитарии, получившие ограниченную лицензию на осуществление депозитарной деятельности, могут совмещать свою деятельность с деятельностью инвестиционного посредника и номинального держателя".
5. Разрешить депозитариям второго уровня и реестродержательским компаниям осуществлять ограниченную банковскую деятельность, направленную на получение доходов клиентов по ценным бумагам и их реинвестирование и выплату.

Таков круг вопросов, которые, по нашему мнению, предстоит решить на рынке ценных бумаг в ближайшее время и в более отдаленной перспективе.