



**Екатерина Демушкина**  
 вице-президент  
 ЗАО «Депозитарно-клиринговая компания»

# Расширение инструмента

## Роль и место депозитария в процессе кредитования ценными бумагами — ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ

С развитием сервиса кредитования ценными бумагами существенно расширился функционал учетных институтов (международных расчетно-клиринговых организаций, глобальных кастодианов), которые выполняют, в том числе, и роль агента и организатора. На финансовом рынке России эта тема уже давно признана актуальной, но развитостью у нас этого сегмента услуг, к сожалению, пока похвастаться сложно.

**Правовая модель кредитования ценными бумагами — прежде всего инструмент достижения экономической цели.**

### О терминах и их содержании

Неразвитость сервиса по кредитованию ценными бумагами в российской учетной системе в настоящее время очевидна. Специальное законодательство регулирует только маржинальные сделки, которые, в общем, являются частью бизнеса брокеров, а не инструментом для полноценного развития этого сервиса в учетной системе. На практике зачастую происходит подмена понятий. Например, обсуждая сделки РЕПО и называя их инструментом кредитования ценными бумагами, упоминают те сделки, экономической целью которых является получение денежных средств под залог ценных бумаг (соответственно, с взиманием со стороны контрагента платы за пользование денежными средствами по ставке РЕПО), а не кредитование ценными бумагами.

Правовая модель кредитования ценными бумагами — прежде всего инструмент достижения экономической цели.

В наиболее общем виде выделяют цель, обусловленную получением денежных средств (cash-driven), и цель, обусловленную получением ценных бумаг (securities-driven).

В первом случае ценные бумаги важны лишь как обеспечение, в сделке могут участвовать любые ценные бумаги, удовлетворяющие требованиям, предъявляемым к обеспечению.

Для второй цели значение имеют определенные ценные бумаги (например, для завершения расчетов, страховки короткой позиции). В этом случае в качестве обеспечения могут выступать другие ценные бумаги, деньги или аккредитив.

С учетом необходимости достижения этих целей в Докладе по кредитованию ценными бума-





тельности несоблюдения письменной формы законом не предусмотрено.

Договор займа де-юре представляет собой самостоятельное обязательство, не связанное с договором купли-продажи.

Договор займа применим к заимствованию ценных бумаг, однако необходима подготовка изменений в законодательство, учитывающих особенности займа ценных бумаг, в том числе форму выпуска ценных бумаг, являющихся предметом займа. Предложения приведены ниже.

К числу прочих договоров, предусматривающих возможность передачи вещей, определенных родовыми признаками, займы, и содержащих специальные условия заимствований, относятся договор коммерческого кредита (ст. 823, 488), договор товарного кредита, маржинальные сделки.

Договор коммерческого кредита (ст. 823 ГК РФ), в том числе договор купли-продажи с оплатой товара в кредит (ст. 488) имеют природу смешанного договора, имеющих как признаки купли-продажи, так и займа, а также возникновение залогового обеспечения в силу закона (ст. 488). Это означает, что кредитор, предоставляющий имущество займы, одновременно является и продавцом (поставщиком работ или услуг). Заемное обязательство имеет не самостоятельный характер, а включается в смешанную сделку по отчуждению имущества.

Имущество, проданное в кредит, по общему правилу, находится в залоге у продавца.

Упоминание данного договора важно для разграничения данного вида сделки с маржинальной торговлей ценными бумагами, предусмотренной специальным законодательством. В структуре

данного договора продавец является кредитором, и сделка по отчуждению имущества заключается между продавцом (кредитором) и покупателем (заемщиком). Конструкция, по общему правилу, предусматривает заимствование денежных средств.

Товарный кредит (ст. 822), регулируемый по правилам, аналогичным правилам, установленным для кредитного договора (в том числе консенсуальность, двусторонний характер, ничтожность при несоблюдении письменной формы). Именно эти признаки отличают этот договор от договора займа, который является реальным (то есть считается заключенным с момента передачи имущества), односторонним (то есть у заимодавца есть только права, а у заемщика только обязанности). Наименование главы, а также отсылочные нормы к правилам продажи товаров исключают возможность применения данной главы к займу ценных бумаг.

Маржинальные сделки регулируются нормами специального законодательства (ФЗ «О рынке ценных бумаг») в части регулирования брокерской деятельности.

По структуре похожи на правоотношения коммерческого кредита и продажи товаров в кредит, с той разницей, что брокер, как правило, заключает сделку купли-продажи с третьим лицом, а не с клиентом. Поэтому речь в данном случае идет не о единой маржинальной сделке смешанного характера, охватывающей и правоотношения по кредиту, и правоотношения по купле-продаже, а об отдельных договорах (договоре займа между брокером и клиентом, договоре купли-продажи между брокером и третьим

лицом). Кроме того, законом в части регулирования обеспечения не указана залоговая природа данного обеспечения (в отличие, например, от залогового обеспечения, возникающего при продаже товаров в кредит).

Именно отношения займа между брокером и клиентом наименее урегулированы в описании данной сделки. Например, при предоставлении денежных средств на приобретение ценных бумаг клиенту-покупателю ценных бумаг собственно договор займа, очевидно, возникает с момента исполнения сделки купли-продажи (одновременно с возникновением обеспечительного обязательства в отношении приобретенных бумаг). Для фиксации права собственности заемщика ценная бумага должна быть учтена в депозитарии (брокера) на счете депо владельца, открытого этому заемщику.

При предоставлении ценных бумаг продавцу в случае их отсутствия у продавца на момент заключения сделки (при сделках без предварительного обеспечения может не быть ценных бумаг). В любом случае к моменту исполнения (а в случае, если требуется предварительное обеспечение, к моменту заключения сделки) должен быть осуществлен заем ценными бумагами, который предшествует сделке купли-продажи. В том числе для фиксации перехода права собственности к заемщику ценные бумаги, предоставляемые займы, должны попасть на счет депо владельца, открытого данному заемщику.

Что реально происходит в депозитариях брокеров, неизвестно. С учетом того, что расчеты по сделкам, заключенным через фондовую биржу, в секторе корпоративных ценных бумаг осуществляются по счетам номинальных держателей (междепозитарным счетам), проверка данного условия может быть осуществлена только в депозитарии второго уровня (депозитарии брокера).

ФЗ «О рынке ценных бумаг» определено, что документом, удостоверяющим

В любом случае к моменту исполнения (а в случае, если требуется предварительное обеспечение, к моменту заключения сделки) должен быть осуществлен заем ценными бумагами, который предшествует сделке купли-продажи.

На обеспечение по маржинальным сделкам можно обратиться без обращения в суд и без публичных торгов. Однако обращение взыскания без суда в отношении движимости возможно и по залогу.

передачу в заем определенной денежной суммы или определенного количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, определенный условиями договора. Поэтому осуществляются ли проводки по счетам владельцев-заемщиков, неочевидно.

Вместе с тем, поскольку отношения займа сопряжены с передачей права собственности на имущество заемщику, такое положение (или, по крайней мере, его практическая трактовка, не предусматривающая отражение заемных ценных бумаг по счетам депо заемщиков) вступает в противоречие с другими статьями ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ст. 28 и 29). На это неоднократно обращалось внимание в судебной практике.

Например, Федеральный арбитражный суд московского округа при рассмотрении в кассационной инстанции дела № КА-А40/10085-03-П обращал внимание на необходимость проверки осуществления приходной записи по счету депо и соблюдения правил передачи бездокументарных ценных бумаг в собственность другого лица в соответствии со статьями 28 и 29 Закона о рынке ценных бумаг.

Как отмечается в судебном решении по указанному делу, «в ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» говорится о документе, удостоверяющем передачу ценных бумаг в заем, а не о самой передаче. Отчет брокера или иной документ, удостоверяющий заем, может быть оспорен, если он отражает факт, которого в действительности не было.

Необходимо соблюдение процедуры отражения перехода права собственности на бездокументарные ценные бумаги, предусмотренной Законом о рынке ценных бумаг»<sup>5</sup>.

В маржинальных сделках специально регулируется обеспечение. В п. 4 ст. 3 ФЗ

«О рынке ценных бумаг» отсутствует указание на залоговую природу обеспечения и содержится правомочие кредитора обращать взыскание на имущество, являющееся обеспечением.

Модель маржинальных сделок для развития сервиса по кредитованию ценными бумагами в учетной системе неактуальна, поскольку:

- предусматривает регулирование отношений только при непосредственном задействовании собственных средств брокера в совершении сделки и совершении сделки по отчуждению/приобретению ценных бумаг этим брокером. Для развития сервиса займа ценных бумаг в учетной системе важно предоставление депозитариям права участвовать в качестве стороны или агента в сделке займа ценных бумаг, совершение последующих сделок с заемными ценными бумагами, в общем, находится за рамками этого сервиса;
- непрозрачно описание заемных отношений, в том числе перехода права собственности к заемщику на ценные бумаги;
- отсутствует описание природы обременения (прав и обязанностей сторон, последствий и т.п.).

### *1.2. Природа обязательства, обеспечивающего обязательство займа ценными бумагами.*

Поскольку сделки займа ценных бумаг, по общему правилу, являются обеспеченными, описание природы обеспечения и защита интересов кредитора, в том числе при удовлетворении его требований за счет обеспечения, являются одним из наиболее важных вопросов для развития сервиса кредитования ценными бумагами. Поэтому возникает вопрос, как наиболее эффективно с юридической точки

зрения описать в законодательстве специальные нормы, регулирующие обеспечение при займе ценных бумаг, возможно ли использование конструкции обеспечения, предусмотренной для маржинальных сделок.

Как отмечалось выше, обременение маржинальных сделок в законе не названо залогом денежных средств или ценных бумаг. В законе предусмотрено право обращения взыскания на торгах фондовой биржи или организатора торговли (п. 4 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

Вместе с тем при отсутствии описания природы обременения возникает проблема квалификации соответствующего правоотношения. Практика третейских разбирательств не является показательной в данном случае. Проблема заключается в том, что при отсутствии описания в законе природы обеспечения в судебной практике может сформироваться использование аналогии закона, то есть правил, регулирующих сходные отношения. Непридание в ФЗ «О рынке ценных бумаг» обеспечению маржинальных сделок статуса залогового обеспечения порождает проблему соблюдения интересов других лиц, которые имели бы преимущественное право на удовлетворение своих требований, если бы данное обеспечение имело залоговый характер.

Гражданский кодекс РФ, например, в нормах о договоре комиссии предоставляет комиссионеру возможности для защиты своих прав при возникновении задолженности комитента. Например, в соответствии со ст. 359 ГК РФ комиссионер вправе удерживать находящиеся у него вещи, которые подлежат передаче комитенту либо лицу, указанному комитентом, в обеспечение своих требований по договору комиссии. В случае объявления комитента несостоятельным (банкротом) указанное право комиссионера прекращается, а его требования к комитенту в пределах стоимости вещей, которые он удерживал, удовлетворяются

в соответствии со ст. 360 настоящего Кодекса наравне с требованиями, обеспеченными залогом.

Таким образом, даже к праву удержания, предусмотренному ГК РФ, применяются нормы о залоге. Чего же можно ожидать в правоприменительной практике по отношению к обеспечению, природа которого не описана?

Ответ на вопрос, почему в ФЗ «О рынке ценных бумаг» отказались от залоговых отношений по маржинальным сделкам, очевиден. Но при этом альтернативой можно было бы считать адаптацию залоговых норм в ФЗ «О рынке ценных бумаг» применительно к залогам ценных бумаг. Неразрешимой в рамках ФЗ «О рынке ценных бумаг», очевидно, является лишь проблема банкротства. Но эта проблема актуальна и для того обеспечения, которое указано в ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» по маржинальным сделкам.

На обеспечение по маржинальным сделкам можно обратиться взыскание без обращения в суд и без публичных торгов. Однако обращение взыскания без суда в отношении движимости возможно и по залогам. Существует проблема квалификации биржевых торгов в качестве публичных. Прямого указания на это нет, есть указание на публичное обращение (то есть на публичное заключение сделок на вторичном рынке).

По маржинальным сделкам возможно обеспечение в виде денежных средств. Залог денежных средств не допускается, поскольку правовая модель залога — как реального обеспечения предусматривает обращение взыскания на заложенное имущество и удовлетворение требований залогодержателя. В соответствии с информационным письмом Президиума ВАС от 15 января 1998 г. № 26 «Обзор практики рассмотрения споров, связанных с применением арбитражными судами норм гражданского кодекса Российской Федерации о залоге» указано, что предмет залога не может быть определен как «денежные средства, на-

ходящиеся на банковском счете». Одним из существенных признаков договора о залоге имущества является возможность реализации предмета залога.

Вместе с тем также не определено, что такое обеспечение в виде денежных средств в соответствии со ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг». На чем банковском счете может и должно находиться это обеспечение, какие права возникают у брокера на обеспечение в виде денежных средств. Ответы на эти вопросы можно найти, очевидно, только в практике деятельности брокеров.

В российском праве ни конструкция залога в неденежной форме, ни конструкция залога (в отличие от условной продажи в английском праве) не предусматривают встречного предоставления денежных средств.

В настоящее время в международной практике вопрос о направлении инвестирования денежных средств, полученных в качестве обеспечения, к стати говоря, является одним из наиболее дискуссионных. Для принятия денежного обеспечения для кредитора по ценным бумагам наиболее приемлема конструкция РЕПО. Однако РЕПО, по общему правилу, служит достижению цели, «обусловленной получением денежных средств (cash-driven) и с экономической точки зрения рассматривается как денежное кредитование под залог, то есть предполагает наличие ставки РЕПО за пользование денежными средствами. Поэтому для использования такой конструкции для достижения цели, «обусловленной получением ценных бумаг (securities-driven) необходимо решение проблемы со ставкой РЕПО. Плата в этом случае должна взиматься продавцом ценных бумаг, поскольку экономический интерес в получении ценных бумаг в такой сделке имеет покупатель. Проблема в данном случае лежит не только в области гражданского права, но и в области бухгалтерского учета и налогообложения.

Что касается договора займа ценных бумаг, то представляется, что для целей защиты интересов кредитора, помимо залогового обеспечения в виде других ценных бумаг, могут использоваться другие способы (гарантии, поручительства), которые могут предусматривать возмещение от поручителя или гаранта в том числе в денежной форме.

Еще одним существенным недостатком модели обеспечения в маржинальных сделках является отсутствие описания порядка отражения в депозитарном учете обременений ценных бумаг, являющихся обеспечением обязательств клиента перед брокером, возникших в результате заключения маржинальной сделки.

В соответствии со ст. 7 ФЗ «О рынке ценных бумаг» и п. 5.3 Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденного Постановлением ФКЦБ Российской Федерации от 16 октября 1997 года № 36 депозитарий обязан регистрировать факты обременения ценных бумаг клиентов (депонентов) залогом, а также иными правами третьих лиц в порядке, предусмотренном депозитарным договором. В п. 13 Обзора практики рассмотрения арбитражными судами споров, связанных с применением норм о договоре о залоге и иных обеспечительных сделках с ценными бумагами (Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 21 января 2002 г. № 67 указывает, что право залога на бездокументарные ценные бумаги возникает с момента его фиксации в установленном порядке (ст. 149 ГК РФ). Дело касалось залога без передачи залогодержателю.

ВАС РФ указал, что правило п. 1 ст. 341 ГК РФ, устанавливающее, что право залога возникает с момента заключения договора о залоге, а в отношении залога имущества, подлежащего передаче залогодержателю, — с момента передачи этого имущества, если иное не предусмотрено договором о залоге, не применяется при залоге бездокументарных ценных бумаг. Право



залога на такие бумаги возникает на основании ст. 149 ГК РФ только с момента фиксации его в установленном порядке.

Требованиям ст. 149 ГК РФ соответствует и данное в ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» определение бездокументарной формы эмиссионных ценных бумаг как формы эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг — на основании записи по счету депо.

Залоговые разделы регулируются для регистраторов подзаконными нормативными актами ФСФР, депозитариями также выработан порядок учета залоговых обременений. Проблематичность фиксации в учете обременений ценных бумаг, являющихся обеспечением обязательств клиента брокера, возникшим в связи с маржинальной сделкой, обусловлена неопределенность правовой природы обеспечения. Это, в свою очередь, создает для депозитария проблемы соблюдения указанных требований законодательства относительно необходимости фиксации обременений ценных бумаг в депозитарном учете.

В данном случае упоминание обременения не дает ответа на вопрос, какие права возникают у держателя обеспечения (на период до реализации), на каком счете они должны учитываться, кто может осуществлять права, удостоверенные ценной бумагой.

На основании изложенного можно сделать вывод о нецелесообразности применения к модели обеспечения по займу ценных бумаг с участием депозитария модели обеспечения по маржинальным сделкам. Необходимо сформулировать потребности, связанные с особенностями залога ценных бумаг в ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также связанные с изменениями в законодательство о банкротстве (изложены ниже).

*1.3. О возможных изменениях законодательства в части регулирования договора займа ценных бумаг и обеспечения обязательств по нему для развития сервиса по кредитованию ценными бумагами с участием депозитариев необходимо внести изменения в ФЗ «О рынке ценных бумаг», учитывающие особенности займа с ценными бумагами на основе использования конструкции договора займа.*

- В частности, упоминание займа ценных бумаг непосредственно в законе желательно с учетом общетеоретической проблемы признания права собственности на бездокументарные ценные бумаги или ценные бумаги документарной формы выпуска, учитываемые на счетах депо, что до сих пор подвергается сомнению в научной литературе и отдельных случаях судебной практики.
- Поскольку предметом займа в рассматриваемом случае являются не денежные средства, а ценные бумаги, формально в ст. 809 ГК РФ при регулировании процентов за пользование займом указано на проценты на сумму займа. Очевидно, что взимание платы за пользование ценными бумагами в неденежной форме не будет соответствовать потребностям практики. Формально нет препятствий для включения в договор займа ценными бумагами условия о взимании платы в виде денежных средств, однако, в том числе во избежание неоднозначного толкования данных сумм как процентов от договора займа, целесообразно предусмотреть такую возможность непосредственно в законе.
- Целесообразно по аналогии с товарным кредитом и кредитным договором предусмотреть в законодательстве консенсуальный характер займа ценных бумаг, что будет означать заключение договора займа и, таким образом, возникновение у сторон прав и обязанностей по нему с момента достижения соглашения, а не

передачи имущества, что более технологично и в большей степени защищает интересы участников сделки.

- Возможно, целесообразно непосредственно в законе определить ценные бумаги, которые могут являться предметом договора займа ценных бумаг. Поскольку предмет займа — имущество, определенное родовыми признаками, то предметом договора займа ценных бумаг могут являться эмиссионные ценные бумаги. Целесообразно определить, могут ли быть предметом займа долговые ценные бумаги разных выпусков. Для долговых инструментов, очевидно, это возможно, если они предоставляют одинаковый объем прав (например, при совпадении срока до погашения, даже если выпущены они были на разный срок). Также возможно определить, могут ли быть предметом договора займа долговые ценные бумаги, погашение которых приходится на тот период, когда действует договор займа, и какие последствия в этом случае возникают для заемщика и кредитора. Для акций, очевидно, основными критериями являются эмитент и вид акции (обыкновенные или привилегированные). Для бездокументарных ценных бумаг (документарных, находящихся на учете в депозитарии) в законе целесообразно прямо предусмотреть, что должны быть соблюдены требования ст. 2, 28, 29 ФЗ «О рынке ценных бумаг» (осуществление приходной записи по счету приобретателя) для перехода права собственности на заемные ценные бумаги к заемщику.
- Необходимо также урегулировать вопросы залогового обеспечения в виде ценных бумаг, а также ликвидационного неттинга, в том числе решить следующие проблемы.
- Для получения обеспечения в виде денежных средств уточнить модель РЕПО либо описать специальный вид сделки купли-продажи, кото-

рая позволила бы продавцу ценных бумаг взимать плату за пользование ценными бумагами, принимая в качестве возмещения денежные средства на период до возврата ценных бумаг. Проблема, как отмечено выше, лежит в том числе в плоскости бухгалтерского учета и налогообложения.

■ Целесообразно внести изменения в законодательство о ценных бумагах, прямо признав торги, осуществляемые фондовой биржей или организатором торговли, публичными. Это возможно в соответствии со ст. 350 ГК РФ, в которой установлено, что реализация (продажа) заложенного имущества, на которое в соответствии со ст. 349 настоящего Кодекса обращено взыскание, производится путем продажи с публичных торгов в порядке, установленном процессуальным законодательством, если законом не установлен иной порядок. В качестве примера подробного и работающего документа — Положение о порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом (блокировкой) ценных бумаг № 236-П от 4 августа 2003 года, пока распространяется на сектор госбумаг. Таким образом реализовано это в группе ММВБ. В настоящее время до сих пор не предусмотрена реализация с торговых разделов, привязанных к залоговым разделам под управлением залогодержателя для сектора корпоративных ценных бумаг.

Что касается законодательства о банкротстве, то поскольку внесение глобальных изменений в регулирование института залога в части очередности удовлетворения требований залогового кредитора проблематично, изменения могут иметь «точечный характер». В частности, в Докладе по кредитованию ценными бумагами обращается внимание на важность регулирования в законодательстве соот-

ветствующей страны так называемого ликвидационного неттинга. В качестве одной из проблем озвучивалась возможность в соответствии с законодательством зачитывать взаимные долги, обеспечивая добросовестной стороне выгоду от того актива, который остался в ее распоряжении. Как отмечалось в докладе, ликвидационный неттинг признан в законодательстве многих стран и предусматривает зачет обязательств в денежной форме. Эта тема широко обсуждалась в России применительно к срочным сделкам, однако она актуальна и для займа ценных бумаг. Этот вопрос также исследовался в докладе 1999 года (в части правового регулирования). В российском законодательстве о банкротстве упоминается про зачет требований в ходе конкурсного производства. В соответствии со ст. 142 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» погашенными требованиями кредиторов считаются удовлетворенные требования, а также те требования, в связи с которыми достигнуто соглашение об отступном, или конкурсным управляющим заявлено о зачете требований, или имеются иные основания для прекращения обязательств. Зачет требования, а также погашение требования предоставлением отступного допускается только при условии соблюдения очередности и пропорциональности удовлетворения требований кредиторов. В ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» предусмотрено, что погашение требований кредиторов путем заключения соглашения об отступном, о новации обязательства, а также путем зачета требований в ходе конкурсного производства при банкротстве кредитных организаций не допускается.

То есть для кредитных организаций такая процедура невозможна в принципе, для других организаций не предусмотрено зачета по заявлению кредитора. Кроме того, не урегулирован вопрос о переводе в денежные

требования требований по другим активам, например, если займы предоставлены ценные бумаги и в обеспечение приняты другие ценные бумаги. При этом наиболее существенным остается вопрос очередности удовлетворения требований при банкротстве, поскольку при банкротстве затрагиваются интересы многих лиц, и решение будет зависеть от приоритетов защиты интересов определенных кредиторов. В основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и на период до 2010 и 2011 годов, например, указано, что продолжится совершенствование процедур ликвидации кредитных организаций, у которых отозвана лицензия на осуществление банковских операций, в части регулирования ликвидационного неттинга (close-out netting — CON) в отношении обязательств по финансовым сделкам.

## 2. Порядок и проблемы осуществления прав, удостоверенных ценными бумагами, предоставленными в кредит.

### 2.1. Проблемы, связанные с последствиями сделки займа ценных бумаг и возникновения залогового обязательства.

В российском праве заем — отдельная сделка, влекущая переход права собственности на предоставленное займы имущество. Это означает, что формально-юридически все права, удостоверенные ценными бумагами, переходят к заемщику. В соответствии со ст. 142 ГК РФ с передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.

Поэтому право на получение доходов возможно определить в договоре в качестве возмещения. Но тогда могут возникнуть налоговые проблемы, поскольку в этом случае формально-юридически это не будет являться для кредитора по ценным бумагам доходом по ценной бумаге. В связи с этим в законодательстве целесообразно сделать ссылку



на возможность урегулирования такого вопроса в договоре, а также приравнять такие выплаты (при условии соответствующего подтверждения о том, что ценные бумаги были предоставлены по договору займа другому лицу) к получению доходов. В противном случае правовая квалификация такого возмещения как дохода по ценной бумаге проблематична, отсутствует правовое основание (кауза) для получения кредитором по сделке займа ценными бумагами таких средств, так как собственником является заемщик. Поэтому целесообразно прямо предусмотреть данную возможность как последствие совершения сделки займа с ценными бумагами. При этом, приравнивая возмещение по договору займа к доходам по ценным бумагам, необходимо иметь в виду, что на момент выплаты дохода заемщик может не быть собственником ценных бумаг, полученных займы, и доходы по этим ценным бумагам будет получать какое-то третье лицо — новый собственник. Поэтому решение проблемы таким способом, в том числе с учетом налоговых последствий, далеко не так очевидно. Стоит дополнительно изучить международную практику в части регулирования налогового статуса такого рода возмещений.

Отдельным вопросом является вопрос о возмещении суммы основного долга по погашенным ценным бумагам; если будет признано допустимым, — принимать такие ценные бумаги в качестве предмета займа. Представляется, что в данном случае кредитор не лишается права на получение сумм от погашения, только погашение будет произведено не по бумагам, предоставленным займы, а по бумагам, возвращенным по истечении срока договора займа, то есть позже.

Корпоративные действия по участию в управлении обществом урегулировать еще сложнее.

Уже формируется судебная практика по непризнанию прав по участию в управлении обществом, основанных на получении титула собственности в

результате займа ценных бумаг путем признания сделки займа притворной.

Так, например Федеральным арбитражным судом Московского округа в порядке кассации заем был признан притворной сделкой, а внеочередное собрание недействительным, поскольку акционер голосовал акциями, полученными в заем (дело КГ-А40/6397-06 2006 год, КГ-А40/11615-06 2006 год). Для того чтобы переломить данную тенденцию, необходимо прямо предусмотреть на уровне закона возможность осуществления таких прав заемщиком.

Как отмечено выше, требование равноценных акций из кредита для целей голосования — вещь возможная и в российском праве, но очень рисковая для кредитора. Наделение же кредитора в сделке займа ценными бумагами полномочиями по голосованию вообще крайне проблематично с формальной точки зрения.

Например, нельзя использовать аналогию со ст. 57 ФЗ «Об акционерных обществах», регулирующей порядок голосования в случае передачи акции после даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров и предусматривающей выдачу доверенности приобретателю акций. В этом случае заемщик может произвести отчуждение полученных займы ценных бумаг, при этом последующее лицо будет добросовестным приобретателем и не должно быть связано никакими обязанностями с прежним собственником.

Поэтому выработанный международной практикой опыт наиболее приемлем, в том числе «истребование равноценных акций для целей голосования», сохранение кредитором в своих активах хотя бы одной акции, что позволит ему участвовать в голосовании и быть информированным о наиболее важных корпоративных событиях.

Это вопрос управления рисками для лица, которое готово выступать в качестве кредитора по ценным бумагам.

Что касается осуществления прав, удостоверенных ценными бумагами, являющимися обеспечением, то при рассмотрении конструкции маргинальных сделок вопрос не урегулирован вообще.

Если под обеспечением понимать залоговое обеспечение, то могут применяться обычные правила, определенные в нормативном акте (для регистраторов) или договоре.

Возможность получения заемщиком доходов по ценным бумагам предусмотрена ГК РФ. В данном случае применима ст. 346 ГК РФ, в соответствии с которой залогодатель вправе, если иное не предусмотрено договором и не вытекает из существа залога, пользоваться предметом залога в соответствии с его назначением, в том числе извлекать из него плоды и доходы. Залогодержатель вправе пользоваться переданным ему предметом залога лишь в случаях, предусмотренных договором, регулярно представляя залогодателю отчет о пользовании. По договору на залогодержателя может быть возложена обязанность извлекать из предмета залога плоды и доходы в целях погашения основного обязательства или в интересах залогодателя.

Вопросы участия в корпоративном управлении также зависят от вида залога и могут решаться, в том числе, с помощью доверенностей, поскольку заложенные ценные бумаги не отчуждаются третьим лицам (кроме случаев реализации при неисполнении обязательств заемщиком).

## 2.2. Неспецифические проблемы корпоративного управления

Изложенные ниже проблемы актуальны в целом для финансового рынка и не являются специфическими проблемами, связанными с совершением займа ценных бумаг.

■ Сделки с заинтересованностью. Поскольку эти сделки связаны с отчуждением имущества и при отсутствии исключений в законодательстве возникает проблема несоблюдения требований законодательства.

■ Соблюдение требований об участии в капитале других организаций. В соответствии со ст. 65 ФЗ (пп. 17.1) «Об акционерных обществах» к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества относится принятие решений об участии и о прекращении участия общества в других организациях (за исключением организаций, указанных в пп. 18 п. 1 ст. 48 настоящего Федерального закона), если уставом общества это не отнесено к компетенции исполнительных органов общества. Таким образом, для формального соблюдения данного требования для организаций, осуществляющих такие сделки, необходимо хотя бы в части сделок кредитования внесение изменений в учредительные документы

### 3. Модель кредитования с использованием договора займа ценных бумаг с участием депозитария.

Любая правовая модель предполагает, очевидно, наличие объектов и субъектов регулирования, а также системы правоотношений между субъектами, которые регулируются законодательством и/или договорами, а также предполагает достижение определенного правового результата.

Традиционно в развитой практике кредитования ценными бумагами могут быть задействованы: участники сделки (заемщик и кредитор), инфраструктурные институты учетной системы (депозитарии), кредитные организации (для сделок, предусматривающих исполнение или предоставление обеспечения в денежной форме). В число участников процесса традиционно включают агентов по кредитованию, организаторов системы.

С развитием сервиса кредитования ценными бумагами существенно расширился функционал учетных институтов (международных расчетно-клиринговых организаций, глобальных

кастодианов), которые выполняют в том числе и роль агента, и организатора.

При этом множественность систем кредитования определяется множественностью организаторов кредитования. Модели кредитования, используемые ими, во многом совпадают и имеют особенности, определяемые юрисдикцией (в части описания правоотношений), особенности, определяемые степенью развития системы управления рисками.

#### 3.1. Роль и место депозитария в процессе кредитования ценными бумагами.

Для определения места и роли депозитария в развитии сервиса кредитования ценными бумагами роль депозитария может быть рассмотрена в трех аспектах.

- Возможности участия депозитария непосредственно в сделке займа ценными бумагами.
- Возможности депозитария по предоставлению дополнительных услуг (функция организатора и/или агента по кредитованию ценными бумагами).
- Особенности осуществления депозитарных функций.

##### 3.1.1. Возможности депозитария по участию в сделках займа ценных бумаг.

Возможно выделить несколько вариантов модели займа ценных бумаг.

а) Депозитарий не участвует в сделке и лишь выступает посредником в сделке (выполняя функции организатора и/или агента по кредитованию), обеспечивает технологическую возможность заключения сделки непосредственно между участниками сделки (например, возможность обмена определенными видами сообщений между участниками сделки в подтверждение заключения сделки).

Например, определяет порядок получения согласия кредитора и заемщика — информационные уведомления с использованием электронных систем связи. Этот вариант предполагает активную роль кредитора и заемщика

и не технологичен для завершения расчетов на нетто-основе. В настоящее время его могут реализовать любые депозитарии.

б) Депозитарий выполняет функцию агента для одной или обеих сторон в сделке. Это предполагает наличие соответствующих договорных отношений (договор комиссии, поручения, агентский договор) между депозитарием и участником сделки, а также вступление депозитария в сделку от имени участника сделки или от своего имени в зависимости от полномочий и вида договора.

Статьей 7 ФЗ «О рынке ценных бумаг» депозитарию запрещено распоряжаться ценными бумагами клиентов, за исключением случаев, предусмотренных депозитарными договорами. Однако этого недостаточно.

Данный вариант может толковаться как брокерская деятельность. Расчетные депозитарии не имеют право осуществлять брокерскую, дилерскую деятельность, а также деятельность по управлению ценными бумагами.

В настоящее время наиболее распространенной является модель маржинальных сделок для депозитариев, совмещающих деятельность с брокерской. Модель кредитования, предусматривающая задействование собственных средств депозитария, охватывается законодательством о маржинальных сделках, поскольку в этом случае депозитарий выполняет функции брокера, совершая сделку для клиента.

Необходимо внесение изменений в законодательство, которое позволило бы расчетным депозитариям выполнять функцию агента в сделках займа ценными бумагами, совершаемых их депонентами. В данном случае — не по модели маржинальных сделок. Депозитарий выступает агентом именно в сделке займа ценных бумаг, а не в сделке купли-продажи. Распоряжение ценными бумагами может осуществлять непосредственно заемщик. Для завершения расчетов по ценным бумагам этого достаточно.

Для того чтобы депозитарий мог выполнять функцию агента для обеих сторон сделки, возможно в законодательстве рассмотреть такой функционал депозитария, как коммерческое представительство (ст. ГК РФ). Однако целесообразно решение этой проблемы не через разрешение расчетному депозитарию осуществлять брокерскую деятельность, а через специальное регулирование конкретной операции по займу ценными бумагами. Расчетный депозитарий в таком качестве участвует в совершении только сделки займа с ценными бумагами, как правило, для завершения расчетов. Это модель, не аналогичная маржинальной торговле.

Пригодна для завершения расчетов на любой основе, поскольку не предполагает получения волеизъявления клиента (кредитора) и/или заемщика для заключения каждой сделки. Возможно использовать для автоматического кредитования.

в) Депозитарий выступает участником сделки от своего имени и за свой счет. Технологически, очевидно, это предполагает приобретение депозитарием займы ценных бумаг от клиента (депонента), располагающего ценными бумагами и давшего согласие на предоставление их займы, а затем предоставление этих ценных бумаг клиентам (депонентам), испытывающим потребность в ценных бумагах. В данном случае депозитарий условно можно назвать «центральным контрагентом».

В рамках действующего законодательства расчетные депозитарии фактически не могут выполнять данную функцию. Хотя именно в отношении займа прямого запрета не установлено. Необходимо внесение соответствующих изменений в законодательство, как и в случае выполнения расчетным депозитарием функции агента по кредитованию ценными бумагами.

Эта модель может использоваться при расчетах на любой основе, и в том числе при организации «автоматического» кредитования.

Она наиболее сложна для депозитария с точки зрения управления рисками, поскольку в данном случае так же, как и для центрального контрагента, для депозитария возникают все основные виды рисков, включая кредитный риск.

Необходимо обратить внимание на то, что в последнее время крупнейшие международные расчетно-клиринговые организации, в том числе «Клирстрим», уделяют внимание развитию кредитования ценными бумагами с участием центрального контрагента. Это представляется оправданным с точки зрения функционала центрального контрагента и его возможностей по управлению рисками. Поэтому соотношение функций депозитария и центрального контрагента, заключающихся в участии в сделках займа ценных бумаг в качестве стороны, очевидно, зависит от бизнес-подходов в рамках той или иной инфраструктурной группы. Например, депозитарий может выполнять такую функцию на внебиржевом рынке.

### 3.1.2. Функции депозитария в качестве агента и/или организатора.

- Посреднические функции (1-й вариант модели кредитования).
- Функции определения платежеспособности заемщика. В зависимости от потребностей рынка набор услуг может включать и установление критериев определения платежеспособности, и порядок согласования с потенциальными кредиторами круга потенциальных заемщиков, проверку финансовой и иной отчетности, представляемой потенциальными заемщиками, то есть, по существу, оценку кредитного риска. Может включать расчет и/или установление лимитов кредитования.

Расчет и контроль обеспечения. При развитии сервисе — функция управления активами, предоставленными в качестве обеспечения (в основном касается вложений денежных средств, при-

нятых в качестве обеспечения). В российской правовой конструкции займа это проблематично. Но возможность расчетного депозитария управлять активами предусмотреть в законодательстве целесообразно, поскольку эта функция может быть сопряжена с заключением сделок с ценными бумагами.

Для урегулирования договорных отношений по выполнению депозитариями функций агента и/или организатора кредитования ценными бумагами используются многосторонние соглашения.

Как правило, международные расчетно-клиринговые организации используют трехсторонние соглашения, предусматривающие порядок кредитования участников через учетную систему депозитария.

Примерами стандартных вариантов многосторонних соглашений по английскому праву является Overseas Securities lending Agreement (OSLA), в США Master Securities Loan Agreement.

В докладе по кредитованию ценными бумагами 1999 года говорится, что в некоторых юрисдикциях указано на агентское соглашение, которое предоставляет агенту полномочие предоставлять в заем ценные бумаги от имени владельца ценных бумаг и определять условия и ограничения, на которых могут быть предоставлены займы ценные бумаги. Такие ограничения могут включать: направления использования денежных средств при обеспечении денежными средствами, допустимых заемщиков, допустимое обеспечение, лимиты на портфельное предоставление ценных бумаг и прочие условия. Соглашения могут предусматривать множественность субъектов кредитования, например на стороне кредитора. В развитых системах кредитования возможно участие пула кредиторов в предоставлении кредита и возможен залог обеспечения в пользу пула кредиторов. Кредит может быть гарантирован синдикатом гарантов. Соглашения могут предусматривать последствия неисполнения сделок

заемщиком (денежная компенсация, приобретение ценных бумаг депозитарием (возможно при втором и третьем варианте кредитования).

Данные соглашения могут содержать не только функциональные обязанности депозитария по оказанию сервиса по кредитованию ценными бумагами, но и, по сути, являются генеральным соглашением об условиях и порядке кредитования, на которые должна быть ссылка при заключении конкретных сделок

Возможно законодательно целесообразно установить требования к существенным условиям такого соглашения.

Данные условия должны быть приняты во внимание и при заключении аналогичных соглашений по российскому праву.

### 3.1.3. Особенности осуществления депозитарных операций.

К процедурам риск-менеджмента, осуществляемым депозитарием в интересах клиента в рамках его функционала как агента и/или организатора процесса кредитования ценными бумагами относятся, в частности: DVP (поставка актива против поставки обеспечения), ежедневный контроль маржи, мониторинг контрагентов, порядок кредитования, определение последствий неисполнения сделок (например, в случае неисполнения заемщиком).

- Контроль поставки обеспечения на принципе DVP.
- Если поставка неденежного обеспечения не на условии «поставка против поставки», а на условии свободной поставки, сначала обычно поставляется обеспечение, а затем осуществляется перевод ценных бумаг, предоставляемых займы.
- В случае реализации варианта поставки денежного обеспечения необходим контроль поставки обеспечения, предполагающий наличие договорных отношений между депозитарием и платежной системой, поскольку денежное обеспечение поступает через платежную систему.

Круг клиентов, которым предоставляется сервис (потенциальные участники сделки займа ценными бумагами). Для депозитария — это депоненты.

Поскольку существенным условием процесса кредитования ценными бумагами является переход права собственности к заемщику, контроль возможен только внутри учетной системы депозитария. В остальных случаях депозитарий, по сути, выполняет только депозитарную функцию, не контролируя процесс кредитования в первом варианте модели, предполагающей наименьшие риски для депозитария.

### 4. Надо ли строить единую модель (с единственным организатором и агентом процесса кредитования)?

Централизованная модель при децентрализованной и сегментированной организации финансового рынка вряд ли нужна и вряд ли работоспособна.

Задача состоит в том, чтобы создать условия, в том числе законодательные (гражданско-правовые, налоговые), для реализации модели.

В зависимости от задач и сфер бизнеса, в которых задействован институт, варианты реализации модели кредитования могут отличаться, базируясь при этом на общих основополагающих нормах:

- регулирование последствий займа, в том числе объема прав, переходящих к заемщику в результате займа, и определение баланса защиты интересов заемщика и кредитора (как с гражданско-правовой, так и с налоговой точек зрения);
- регулирование обеспечения и удовлетворения требований кредитора в случае неисполнения обязательств. □

### ПРИМЕЧАНИЯ И КОММЕНТАРИИ

<sup>1</sup> Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Technical committee of the International Organization of securities commissions (IOSCO), Committee on payment and settlement systems (CSPP), July 1999 (доступно на сайте [www.bis.org](http://www.bis.org)) (далее: Доклад по кредитованию ценными бумагами).

<sup>2</sup> Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Technical committee of the International Organization of securities commissions (IOSCO), Committee on payment and settlement systems (CSPP), July 1999 (доступно на сайте [www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>3</sup> М. Фолкнер «Введение в кредитование ценными бумагами», Москва 2007, изд. СРО НФА при финансовой поддержке АБ «Газпромбанк «ЗАО» и НП «Национальный депозитарный центр», перевод на русский язык СРО НФА, 2007 г.

<sup>4</sup> Б. Г. Федоров «Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов», Москва.

<sup>5</sup> Доступно в правовой базе «Консультант Плюс» в разделе судебной практики.