

# Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами<sup>1</sup>

*Представляем третью часть обзора национальных рынков ценных бумаг, подготовленного экспертами Группы «Компьютершер».*  
*В предыдущем номере мы рассказали о прозрачности структуры собственности, способах взаимодействия с акционерами и реализации права голоса в Великобритании, Германии и Швеции.*  
*В заключительном материале предлагаем рассмотреть рынки ценных бумаг Испании, Италии, Франции и Японии.*



**Богдан Татару**

директор по маркетингу  
и развитию бизнеса  
Computershare Россия

## Испания

### Прозрачность структуры собственности

Несмотря на то что на фондовом рынке Испании преобладают бумаги на предъявителя, его можно отнести к умеренно прозрачным для эмитентов согласно международным стандартам, в первую очередь благодаря раскрытию номинальными держателями позиций владельцев счетов. В целом прозрачность владения в отношении локальных инвесторов довольно высока, однако существует ряд проблем с идентификацией иностранных инвесторов. Эмитенты имеют законное право на раскрытие информации, в том числе и о владельцах ценных бумаг на предъявителя, но действующие механизмы рынка зачастую не позволяют эмитентам извлечь пользу из этого права.

Акции всех публичных компаний Испании хранятся в Iberclear<sup>2</sup> — испанском центральном депозитарии. С 2011 г. эмитенты получили законодательно закрепленное право требовать раскрытия информации обо всех своих инвесторах<sup>3</sup>.

Кроме того, все посредники и номинальные держатели, представляющие акционеров на ОСА, обязаны раскрывать эмитенту все полученные ими инструкции по голосованию с указанием количества голосующих акций. Это правило распространяется как на стратегические компании-эмитенты<sup>4</sup>, выпускающие именные акции, так и на эмитентов, чьи акции выпущены на предъявителя. А информация обо всех сделках

<sup>1</sup> Окончание. Начало см.: Депозитариум. 2014. №4. С. 28–32; №5. С. 23–27.

<sup>2</sup> Менее крупные эмитенты, имеющие листинг на бирже, используют возможность делегирования функции ведения реестра и обращаются не в Iberclear, а к другим уполномоченным участникам рынка.

<sup>3</sup> Статья 497 Закона о корпорациях.

<sup>4</sup> К стратегическим компаниям относятся, например, авиакомпании, банки и иные финансовые институты.

с именными акциями должна доводиться до сведения их эмитентов.

Еще до недавнего времени процесс получения информации о держателях именных акций был более эффективным по сравнению с идентификацией владельцев бумаг на предъявителя. Однако с января 2014 г. ситуация изменилась, и появилась возможность обеспечивать сопоставимый уровень идентификации конечных владельцев как именных акций, так и акций на предъявителя. Эмитенты (либо назначенные ими регистраторы) ежедневно получают от Iberclear файлы, содержащие информацию об их акционерах, а также о соответствующих транзакциях с ценными бумагами. Эта информация в виде файлов автоматически поступает в Iberclear от его участников и включает в себя данные обо всех владельцах счетов, на которых хранятся бумаги того или иного эмитента. Такой механизм раскрытия информации делает базу локальных инвесторов весьма прозрачной для эмитента.

В соответствии с законом доступ к имеющимся у компании-эмитента данным об акционерах должен быть предоставлен всем акционерам (по запросу, материалы не находятся в публичном доступе). Однако в связи с существующими требованиями о защите данных и информации эмитенты, как правило, не способствуют облегчению доступа к данным о своих акционерах.

Что касается иностранных инвесторов, то эмитенты обладают гораздо меньшей информацией о них, так как в данных, предоставляемых Iberclear, имеется лишь информация о клиенте номинального держателя, зарегистрированного в центральной депозитарии. Как правило, это тоже посредник, а не конечный держатель (бенефициар) акций. Подавляющее большинство иностранных инвесторов хранят акции испанских эмитентов на так называемых счетах «омнибус», открытых у испанских номинальных держателей. По данным испанской фондовой биржи Bolsas y Mercado Españoles, на конец 2012 г. иностранные инвесторы владели около 40% котируемых акций<sup>5</sup>.

Информацию и списки владельцев акций на предъявителя Iberclear предоставляет эмитентам по запросу и за вознаграждение. Процесс раскрытия информации полностью автоматизирован: Iberclear запрашивает соответствующую информацию у всех владельцев счетов и предоставляет сводные данные эмитентам. Эмитенты могут запрашивать раскрытие информации в любое время, но на практике в связи с высокой стоимостью данной услуги они заказывают раскрытие владельцев акций лишь к корпоративным событиям.

Кроме того, многие участники рынка жаловались на качество предоставляемых данных<sup>6</sup>. В результате ряда дискуссий участников рынка, прошедших в последнее время, Iberclear изменил существующие процессы сбора информации, чтобы обеспечить эмитентов акций на предъявителя такими же возможностями, как и эмитентов именных акций. Однако практика покажет, воспользуются ли эмитенты акций на предъявителя новыми возможностями по запросу раскрытия информации или продолжат использовать привычные механизмы.

### Взаимодействие с акционерами и осуществление права голоса

Закон требует, чтобы коммуникации, касающиеся ОСА, предоставляли всем акционерам быстрый, удобный и равноправный доступ к информации. Сообщения об ОСА обычно публикуются на официальном сайте эмитента. Уставом компании могут быть закреплены и дополнительные требования к коммуникациям с акционерами и инвесторами, такие как публикация информации о собрании акционеров в официальном бюллетене и на сайте регулятора (CNMV). Многие эмитенты не рассылают своим акционерам материалы к собранию. В то же время эмитенты именных акций предпочитают направлять их своим инвесторам напрямую. Последние имеют право запросить у эмитента материалы к ОСА на бумажном носителе.

Эмитенты также обязаны предоставлять в электронном виде информацию о корпоративных событиях в Iberclear, который, в свою очередь, транслирует ее своим участникам. Формально посредники и номинальные держатели не обязаны доводить информацию о корпоративных событиях до нижестоящих держателей акций, эта обязанность прописывается индивидуально в клиентских договорах.

Согласно законодательству Испании о ценных бумагах, инвесторы, информация о которых раскрывается в составляемом Iberclear списке владельцев, наделены правом голосовать на ОСА. Акционеры могут направить свои голоса напрямую эмитенту либо предоставить инструкцию по голосованию через посредника, если последний является зарегистрированным держателем акций.

Голосование осуществляется путем направления бюллетеня по почте, заполнения инструкции по голосованию через соответствующие интер-

<sup>5</sup> Bolsas y Mercado Españoles, 2013.

<sup>6</sup> Нарекания вызывает отсутствие стандартизированных данных о конечных владельцах акций, что препятствует их адекватной идентификации.

нет-платформы либо лично или через доверенное лицо непосредственно на ОСА.

## Италия

### Прозрачность структуры собственности

В Италии эмитенты имеют полное представление о владельцах своих акций, но только в период проведения каких-либо корпоративных действий — например, выплаты дивидендов. Помимо этого, любой инвестор, который намерен принять участие в собрании акционеров, обязан раскрыть информацию о себе эмитенту. Но в промежутках между корпоративными событиями эмитенты редко обновляют информацию о конечных владельцах акций.

В Италии действует так называемая система двойного учета ценных бумаг. Акции всех публичных компаний учитываются на счетах центрального депозитария — Monte Titoli. Акции, принадлежащие инвесторам, учитываются на счетах посредников в центральном депозитарии.

Кроме того, в периоды проведения корпоративных действий эмитент обязан самостоятельно составлять список владельцев акций на основании данных, полученных от посредников/номинальных держателей (Libro Soci). Для всех корпоративных действий процедура полного раскрытия информации обо всех держателях акций является обязательной.

В период между корпоративными действиями обновление информации в Libro Soci происходит крайне редко и лишь при определенных обстоятельствах — например, когда акционеры, желающие принять участие в предстоящем ОСА, раскрывают информацию о себе либо когда конечный владелец акций дает распоряжение своему посреднику обеспечить внесение информации о нем в реестр эмитента Libro Soci. В результате такой двойной системы учета ценных бумаг получается, что счета, открытые у посредников, являются актуальными, отражающими динамику перехода прав собственности на акции, в то время как Libro Soci у эмитента обновляется лишь периодически, в зависимости от времени проведения корпоративных действий.

Для тех эмитентов, которые платят дивиденды, Libro Soci обновляется минимум один или два раза в год. Те эмитенты, которые не платят дивиденды, обычно проводят как минимум одно корпоративное действие в год, в противном случае Libro Soci (а следовательно, и сведения эмитента о существующей акционерной базе) обновляется только в периоды проведения ОСА и только в отношении тех акционеров, которые участвуют в голосовании.

В итальянском законодательстве<sup>7</sup> предусмотрен механизм, в соответствии с которым эмитенты могут запросить у посредников раскрытие информации о своих клиентах в любое время. Чтобы воспользоваться данным правом, эмитент должен прописать это в своем Уставе или принять соответствующие внутренние положения компании, но лишь малая часть эмитентов обеспечила себя такой возможностью. Как результат, эмитент получает информацию только о тех акционерах, которые прямо не запрещают своему посреднику сообщать информацию о себе эмитенту.

Расходы на раскрытие информации несут эмитенты. Расчет происходит по оговоренной между эмитентами и посредниками ставке. Для тех эмитентов, которые обладают большой акционерной базой, стоимость достаточно высока.

Процесс раскрытия информации (в рамках корпоративных действий, голосования или по запросу эмитента) стандартизирован. Для этого используются платформы, управляемые Monte Titoli или КСА<sup>8</sup>. Эти платформы координируют обмен информацией между эмитентами и участниками Monte Titoli.

### Взаимодействие с акционерами и электронное голосование

В Италии эмитенты не направляют материалы инвесторам, если последние не запрашивали их самостоятельно. Вместо этого эмитенты публикуют все материалы для акционеров на своих сайтах и в газетах. Они также направляют информацию Monte Titoli, откуда материалы распространяются в электронной форме всем его участникам. Для собраний акционеров документация по проху-голосованию размещается на сайте эмитента. На практике некоторые кастодианы предпочитают направлять материалы своим клиентам — институциональным инвесторам в электронной форме, хотя этого не требует законодательство. Ретейл-инвесторы уведомляются только через сайт или газеты.

Инвесторы, которые намерены реализовать свое право голоса, должны раскрыть информацию о себе эмитенту через посредника. Посредник обязан идентифицировать инвестора для эмитента посредством платформы Monte Titoli или КСА на дату закрытия реестра — семь рабочих дней до проведения собрания. Инвестор может самостоятельно реализовать свое право голоса путем личного присутствия на ОСА или же через проху-

<sup>7</sup> См.: [www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr\\_decree58\\_1998.htm#Article\\_83-duodecies](http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#Article_83-duodecies).

<sup>8</sup> Kedrios Corporate Actions (КСА) — поставщик услуг для некоторых крупных банков Италии.

голосование после того, как информация о нем будет раскрыта для эмитента. Проху-голосование иностранных институциональных инвесторов обычно осуществляется через доверенных лиц (proxy-holder) для физического представления акционеров на собрании. При этом особых требований к подаче голосов через доверенных лиц, за исключением наличия подписанного документа акционера и доверенности для юридических лиц, не существует.

Направление полномочий и инструкций по голосованию может также реализовываться через онлайн-системы, которыми пользуются акционеры для передачи голосов электронным способом, чтобы не присутствовать на собрании лично. Однако такая практика не очень популярна. Иностранные инвесторы могут передавать свои инструкции электронным способом в адрес своих глобальных кастодианов, которые при участии локальных кастодианов передают свои инструкции по голосованию на ОСА через доверенных лиц. Более того, инвесторы могут передать свои голоса через назначенных представителей, которые являются юридическими лицами, назначенными эмитентами для сбора инструкций по голосованию.

## Франция

### Прозрачность структуры собственности

Согласно международным стандартам, рынок ценных бумаг во Франции обладает высокой степенью прозрачности, если говорить о владельцах именных акций. Это является результатом сочетания двух факторов: наличия счетов держателей именных акций в центральной депозитарии — Euroclear France и права эмитентов на доступ к информации о владельцах их акций. Даже в случае с акциями на предъявителя французские эмитенты получают высокий уровень прозрачности. В то же время некоторые аспекты организации процесса раскрытия информации, к сожалению, снижают его эффективность для эмитентов, несмотря на строгие требования законодательства.

Во Франции существует три способа хранения и учета именных акций:

- так называемые «чистые» именные акции учитываются напрямую в реестре эмитента;
- «администрируемые» акции учитываются от лица инвестора на счете посредника/номинального держателя в центральной депозитарии и при этом остаются видимыми для эмитента;
- акции «номинального держания» учитываются в центральной депозитарии на счетах посред-

ников, бенефициарный владелец которых не виден для эмитента.

Позиции в центральной депозитарии, а именно администрируемые счета и счета номинальных держателей, формируют часть реестра эмитента и предоставляются ему или его регистратору от Euroclear France в рамках Titre au Porteur Identifiable (TPI) — платного отчета, выпускаемого Euroclear France. Подобной структуре учета акций присущ гораздо более высокий уровень прозрачности по сравнению со многими другими рынками. Акции на предъявителя хранятся в Euroclear France на счетах, открытых на имя бенефициарного владельца (для резидентов) или на счетах зарегистрированных посредников (для инвесторов-нерезидентов). Информация о них также передается эмитенту в файле TPI.

Кроме этого, эмитенты могут в любое время потребовать, чтобы номинальные держатели из списка TPI раскрыли информацию о своих клиентах. Такой запрос называется «Анализ TPI». Что необычно, такое право эмитента действует как для именных акций, так и для акций на предъявителя. За раскрытие информации о нижестоящих держателях в соответствии с запросом эмитента посредники не получают никакого вознаграждения. За игнорирование запросов на раскрытие информации могут быть наложены штрафные санкции, в том числе лишение права голоса или права на получение дивидендов, а также денежные штрафы, взыскиваемые французским регулятором.

Тем не менее некоторые эксперты подвергают сомнению степень прозрачности рынка. Польза отчета TPI для эмитентов может быть существенно ограничена в связи с тем, что значительная часть ценных бумаг хранится на счетах номинальных держателей, а комиссия Euroclear France за составление отчета может быть весьма высокой для эмитента.

Раскрытие владельцев ценных бумаг через «Анализ TPI» — достаточно длительный, дорогостоящий и трудозатратный процесс. При этом, несмотря на законодательные требования, некоторые посредники не отвечают на запросы о раскрытии информации или раскрывают только сведения о непосредственных клиентах, которые могут и не являться бенефициарными владельцами.

Более того, вся работа в рамках раскрытия информации о конечных владельцах акций осуществляется в ручном режиме и на бумажных носителях. Какая-либо стандартизация данного процесса на рынке отсутствует. Запросы на раскрытие и соответствующие ответы предоставляются на бумажных носителях, что делает процесс достаточно длительным. В свою очередь, эмитенты не обязаны раскрывать информацию о конечных держателях в публичных источниках.



### **Взаимодействие с акционерами и электронное голосование**

Требования по взаимодействию с акционерами и инвесторами во Франции варьируются и зависят от того, выпускает ли эмитент именные акции или акции на предъявителя.

В случае с именными акциями эмитент обязан направить всем зарегистрированным лицам копию материалов на бумажном носителе или, в качестве альтернативного варианта, опубликовать данную информацию на своем сайте. В случае с акциями на предъявителя эмитент обязан уведомить только зарегистрированных посредников/номинальных держателей и опубликовать информацию онлайн. В обоих случаях посредники не обязаны направлять материалы нижестоящим держателям или обеспечивать голосование бенефициарных владельцев.

Правом направлять голоса напрямую эмитенту обладают только зарегистрированные в реестре лица. Голосование может осуществляться заочно через Интернет или путем направления бумажных бюллетеней, а также посредством личного присутствия на ОСА лица, зарегистрированного в реестре.

Голоса владельцев именных акций могут быть направлены напрямую эмитенту или лицу, действующему от имени эмитента.

Что касается акций на предъявителя, то ими инвесторы могут голосовать: а) через своих посредников, чтобы их голоса были представлены лицом, числящимся в отчете TPI; б) через лицо, действующее от имени эмитента; в) непосредственно на собрании в случае, если посредник предоставил ему удостоверяющие документы. В последнем случае посредник предоставляет акционеру сертификат, удостоверяющий право собственности на ценные бумаги.

В 2012 г. под эгидой заинтересованной группы лиц из AFTI<sup>9</sup> была разработана система *VotAccess* — стандартная платформа для распространения материалов к собраниям среди инвесторов и обеспечения процесса голосования для владельцев как именных акций, так и акций на предъявителя. Доступ к системе для зарегистрированных лиц предоставляют эмитенты. Номинальные держатели также могут использовать *VotAccess*, позволяя, таким образом, своим клиентам направлять голоса через платформу. Однако на сегодняшний день многие посредники продолжают использовать альтернативные платформы для голосования.

Как во многих других странах, для инвесторов, чьи бумаги хранятся у номинальных держателей, установлены более ранние сроки для голосования по сравнению со сроками, прописанными для тех, чьи акции учитываются напрямую в реестре. Это делается для того, чтобы у посредников было достаточно времени для обработки голосов и предоставления их соответствующим образом по доверенности.

Во Франции существует различие между датой закрытия реестра для осуществления голосования (за три дня до собрания) и временем окончания ргоху-голосования (24 часа до собрания акционеров). Однако обычно посредники устанавливают срок окончания приема голосов для своих клиентов за 5–7 дней до ОСА.

## **Япония**

### **Прозрачность структуры собственности**

В соответствии с международными стандартами японский рынок характеризуется весьма низкой прозрачностью. Хотя акции на японском рынке учитываются напрямую в реестре, институт номинального держания делает структуру владения акциями гораздо менее прозрачной для эмитента. Кроме того, у эмитентов нет законного права требовать раскрытия информации о бенефициарных владельцах.

Несмотря на то что у инвесторов есть возможность быть напрямую зарегистрированными в реестре акционеров эмитента, что позволяет им обладать всеми правами владельца, подобная практика является исключением. Вместо этого большинство институциональных инвесторов держат свои бумаги на кастодиальных счетах посредников. Номинальные держатели могут учитывать бумаги своих клиентов как на счетах «омнибус», так и на сегрегированных счетах, при этом они зарегистрированы в реестре акционеров в качестве владельцев ценных бумаг. Обычно эмитент получает обновленные данные по счетам номинальных держателей дважды в год из центрального депозитария — JASDEC<sup>10</sup>. Эмитенты могут запрашивать эти сведения из JASDEC и чаще, однако данная услуга весьма дорогая и не пользуется популярностью. В результате эмитенту доступна информация (далеко не всегда актуальная) только о самом верхнем уровне владения, на котором находятся посредники/номинальные держатели. Данные сегрегированных счетов номинального держания в отдельных случаях дают возможность идентифи-

<sup>9</sup> L'Association Française Des Professionnels Des Titres (AFTI) — Французская ассоциация специалистов по ценным бумагам ([www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)).

<sup>10</sup> Japan Securities Depository Center, Inc.

цировать бенефициарного владельца, обеспечивая дополнительную прозрачность структуры владения, однако в целом это не меняет ситуацию.

Иностранные инвесторы владеют бумагами через иностранного номинального держателя, который признается юридическим собственником акций. Все сообщения и материалы эмитента направляются местному агенту, а в реестре акционеров раскрываются и локальный агент, и иностранный посредник. Так же как и в случае с отечественными счетами номинальных держателей, иностранные посредники могут учитывать акции как на счетах «омнибус», так и на сегрегированных счетах, что в некоторых случаях делает возможным идентификацию бенефициарного владельца.

В результате эмитенты в основном полагаются на сообщения акционеров и публичное раскрытие информации паевыми и пенсионными фондами, чтобы получить представление об их акционерной базе. В случае если детали счета позволяют идентифицировать бенефициарного владельца, эмитенты имеют возможность воспользоваться услугами стороннего провайдера для идентификации. Однако основная структура рынка не обеспечивает прозрачности владения бумагами большинством институциональных инвесторов.

### Взаимодействие с акционерами и электронное голосование

Все коммуникации, извещения и материалы эмитенты обязаны направлять зарегистрированным лицам или, в случае с иностранными инвесторами, их локальному агенту в Японии. В итоге вся информация распространяется лишь среди держателей самого верхнего уровня владения. Большинство инвесторов хранят бумаги через посредников, и ни эмитент, ни посредники не обязаны направлять информацию бенефициарным владельцам. Однако договором между инвесторами и посредниками обычно предусмотрена обязанность последних направлять информацию вниз по цепочке владения.

На японском рынке ценных бумаг стандартом является коммуникация в электронном виде, что становится залогом эффективного прохождения информации от эмитента к посреднику и от посредника к инвестору. Законодательство Японии предусматривает использование японского языка в материалах, направляемых акционерам, тем не менее многие эмитенты дополнительно публикуют материалы на английском.

Акционеры имеют право голосовать как лично, так и по доверенности. Получает и подсчитывает все голоса регистратор. Количество голосов зарегистрированных акционеров определяется на основании системы лотов, схожей с биржевыми лотами — минимальным количеством акций одного типа,

которое может быть куплено или продано в момент биржевой сделки. Система позволяет компаниям в соответствии с Уставом определять количество акций в одном лоте. Обычно это 1, 100, 500 и 1000 бумаг в одном лоте, а также количества, пропорциональные 100 и 1000. Акционер не имеет права голосовать при количестве акций менее 1 лота.

Бенефициарные владельцы обязаны голосовать через своего посредника. Особенности структуры сезона голосования в Японии, помноженные на преимущественное владение акциями через номинальных держателей, приводят к неэффективности процесса голосования и ограниченному участию акционеров. Большинство посредников требуют возврата проху-материалов за 10 дней до собрания, оставляя, таким образом, слишком узкое окно для возможности проголосовать на всех ОСА в Японии.

Раньше основной формой голосования в Японии было голосование бумажными бюллетенями, которые подавались зарегистрированными акционерами. В связи с проблемами, о которых говорилось выше, в последние годы начала активно внедряться платформа для электронного голосования, которая находится под управлением Investors Communication Japan (ICJ)<sup>11</sup>. Это дополнительный сервис для эмитентов, позволяющий выстраивать коммуникации и процесс голосования между эмитентом, посредниками и институциональными инвесторами. Используя данную систему, инвесторы имеют возможность получать сообщение о собрании в день его публикации и направлять инструкции по голосованию в срок до 1 дня до собрания.

В соответствии с налоговыми и бухгалтерскими требованиями, а также иными практиками ведения бизнеса все ГОСА в Японии проводятся в течение трех месяцев после окончания финансового года. Для большинства компаний это 31 марта. Обычно собрания проводятся в последние две недели июня. В результате этого многие инвесторы испытывают трудности, поскольку им приходится анализировать повестку и принимать решение о голосовании в сжатые сроки. Более того, эмитенты обязаны публиковать материалы к собранию всего за 14 дней до его проведения, при этом посредникам обычно требуется больше времени для коммуникаций со своими клиентами-инвесторами. 📄

<sup>11</sup> Дочерняя компания Broadridge Financial Solutions, Inc., Tokyo Stock Exchange, Inc. (TSE) и Japan Securities Dealers Association (JSDA). Начиная с 2005 г. она предоставляет японским и институциональным инвесторам по всему миру возможность получать информацию о собраниях акционеров и направлять бюллетени по голосованию напрямую эмитентам и их агентам.