



ПЕТР ЛАНСКОВ

директор Инфраструктурного института ПАРТАД,
канд. экон. наук

ПРЕОДОЛЕНИЕ МОНОПОЛИЗМА ИНСТИТУТОВ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И РАЗВИТИЕ ИХ ТАРИФНОЙ ПОЛИТИКИ

Действующее законодательство определило известный монополизм регистраторов, расчетных депозитариев и клиринговых организаций: у регистраторов — на доступ в реестр владельцев ценных бумаг конкретного эмитента, а у расчетных депозитариев и клиринговых организаций — на обеспечение расчетов и клиринга по финансовым инструментам на организованных рынках.

Если смотреть на деятельность регистратора с точки зрения эмитентов, т. е. его клиентов, обслуживаемых на основании соответствующих договоров, то пресловутый монополизм отсутствует, так как эмитент имеет возможность выбора и смены держателей своего реестра. Регистратор становится «монополистом» с точки зрения зарегистрированных в реестре лиц лишь по мере истребования им платы за регистрацию перехода прав собственности на ценные бумаги на основании самостоятельно устанавливаемых им тарифов. Таким образом, монополизм регистратора носит относительный характер, и считается, что вызываемые тарифной политикой регистратора проблемы могут быть сняты путем наложения огра-

ничений на нее со стороны государства. Однако попытки таких ограничений за прошедший период развития учетной системы провалились. В связи с этим представляется полезным провести некоторые параллели между деятельностью регистраторов и расчетных депозитариев.

Как известно, в качестве основного «лекарства» для предупреждения злоупотребления расчетным депозитарием, в том числе Центральным депозитарием (ЦД), или Центральной клиринговой организацией (ЦКО), своим монопольным положением группы международных экспертов рассматривают активное участие клиентов в корпоративном управлении их деятельностью, в первую очередь вследствие их участия во владении долями или акциями расчетного депозитария и ЦКО. При этом ни один из участников рынка не должен иметь блокирующих пакетов акций или долей в ЦД и ЦКО. В советах директоров расчетно-депозитарных и клиринговых организаций на справедливой и беспристрастной основе должны быть представлены все заинтересованные группы их участников. Для этого необходим «регулярный пересмотр и при необходимости такое изме-

нение состава советов, которое обеспечит продолжительное сбалансированное представительство различных групп участников, включая пользователей услуги»¹.

Согласно рекомендациям Комитета по платежам и расчетным системам Банка международных расчетов в Базеле (*Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank of International Settlement, CPSS*) и Технического комитета Международной организации комиссий по ценным бумагам (*Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO*), ЦД и ЦКО обязаны установить такие критерии доступа к участию в них, «которые обеспечивают справедливый баланс преимуществ открытости и необходимости ограничивать участие экспертизой, юридическими возможностями и финансовыми ресурсами»². Следует учитывать, что избыточный ограничительный критерий может уменьшить эффективность и создать риск концентрации активности внутри небольшой группы пользователей. Чем больше ограничительный критерий, тем важнее уверенность оператора системы расчетов по ценным бумагам в том, что его члены могут контролировать риски, привносимые

¹ Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30). 2003. P. 13.

² Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2001. P. 20.

их клиентами. Чтобы избежать дискриминации групп пользователей и внедрить элементы конкуренции, критерии допуска в систему должны быть справедливыми и ясными. Они должны устанавливаться понятным способом и публично раскрываться для необходимой определенности и транспарентности. Если присутствие всех желающих профучастников рынка или ведущих их групп в числе собственников ЦД и ЦКО можно хотя бы предположить, то представить, что владельцы бумаг ради влияния на тарифную политику регистраторов должны стремиться к владению ими, практически невозможно, а теоретически неверно.

Рассматривая перспективы реального влияния профессионального сообщества на деятельность нынешних и будущих расчетных депозитариев, можно сказать, что по ряду объективных и субъективных причин вряд ли круг учредителей будет сильно расширен. Однако, ввиду того что деятельность расчетно-депозитарной системы будет оказывать все возрастающее влияние на организацию деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, в первую очередь регистраторов и депозитариев, целесообразно задействовать механизмы общественного согласования стратегии развития такой системы. К числу подобных механизмов относится членство расчетных депозитариев в СРО. Это позволит профессиональ-

ным пользователям услуг расчетно-депозитарной системы опосредованно влиять и на ее тарифную политику.

Анализируя цены на услуги не только регистраторов и расчетных депозитариев, но и кастодианов, следует иметь в виду, что сложившаяся множественность учетных институтов в России связана и с чрезмерной дисперсией их клиентов, вызванной не столько конкуренцией участников рынка за клиентов, сколько существенной долей «обязательности» для последних услуг конкретной организации, например, если учетный институт и его клиент относятся в одной финансово-промышленной группе. Это способствует появлению тенденции к повышению цен на услуги по учету прав собственности на финансовые инструменты.

В то же время в отношении регистраторов одновременно действует и тенденция к понижению цен на их услуги по ведению реестра для эмитентов, так как многие из них заинтересованы в сохранении в качестве клиентов даже неплатежеспособных эмитентов, у которых количество владельцев ценных бумаг превышает 500, вследствие наличия соответствующего лицензионного требования. Одновременное проявление этих тенденций в учетной системе затрудняет анализ проводимой ее институтами тарифной политики. Исторически сложившаяся систе-

ма оплаты услуг регистраторов базируется на нескольких ключевых представлениях об организации деятельности по ведению реестра:

- уровень оплаты услуг регистратора, предоставляемых эмитенту, определяется в рамках их договорных отношений;
- эмитент не влияет на порядок оплаты за регистрируемыми лицами услуг, предоставляемых им регистратором;
- порядок оплаты услуг регистратора регистрируемыми лицами определяется правилами ведения реестра, устанавливаемыми регистратором на основании требований закона «О рынке ценных бумаг» и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти на финансовом рынке.

Такие представления не учитывают, с одной стороны, фундаментальную ответственность эмитента за организацию ведения реестра владельцев его ценных бумаг и иных финансовых инструментов, установленную действующим законодательством, а с другой — возможность организовать систему оплаты услуг, предоставляемых зарегистрированным в реестре лицам, в зависимости от степени участия эмитента и регистратора в управлении соответствующими рисками учетной системы.

Рассмотрим из нескольких возможных моделей системы оплаты услуг регистратора две полярные. *Первая модель* реально применяется в тех странах (кроме Рос-



Депозитарий РОСБАНКА
ЛУЧШИЕ ТРАДИЦИИ ДЕПОЗИТАРНОГО БИЗНЕСА

Индивидуальные схемы защиты прав собственности и гарантии расчетов по заключенным сделкам на рынке M&A

Услуги для управляющих компаний

Учет и хранение любых типов ценных бумаг

Операции с международными финансовыми инструментами (Clearstream, Euroclear, DTC, ЦД Республики Казахстан)

Телефон: (095) 956 92 38, Факс: (095) 725 7698
www.custody.ru

Генеральная лицензия ЦБ РФ № 2272 Лицензия ФКЦБ № 000-02292-111400

сии), где сложилась сфера деятельности для организаций, специализирующихся на деятельности, близкой по смыслу той, которую осуществляют в России регистраторы. Она сводится к тому, что основные услуги по учету прав собственности на финансовые инструменты и корпоративному управлению, предоставляемые непосредственно эмитенту и зарегистрированным в реестре лицам, оплачиваются самим эмитентом. В России указанная модель по историческим причинам не была изначально предусмотрена законодательством, касающимся рынка ценных бумаг. Основным объяснением этому служило и служит представление о недостаточной платежеспособности многих открытых акционерных обществ, созданных в процессе приватизации и пока не осознающих себя эмитентами ценных бумаг.

Очевидно, что недостаток платежеспособности эмитентов носит относительный, а не абсолютный характер, так как не мешает небольшим акционерным обществам с числом акционеров менее 50 самостоятельно вести реестр без взимания каких-либо платежей с зарегистрированных лиц. Гораздо более серьезным препятствием для реализации первой модели является психологическая неготовность руководителей многих эмитентов оплачивать услуги регистраторов в полном объеме. В конечном счете обсуждаться должна возможность относительной недостаточности средств на ведение реестра или целесообразность их расходования, с точки зрения эмитента, в объеме, соответствующем риску ответственности эмитента.

Вторая модель предполагает, что основные издержки на поддержание учетной системы несут владельцы ценных бумаг. Однако в этом случае деятельность по ведению реестра в отношении организации своей оплаты должна ничем не отличаться от деятельности в случае оплаты услуг депозитария его клиентом и в отсутствие договорных отношений между регистратором и зарегистрированными лицами могла бы непротиворечивым образом быть реализована только путем передачи ведения реестров Центральному депозитарию / Центральному регистратору, что неприемлемо по многим правовым и технологическим причинам.

В российских условиях первая модель представляется оптимальной при обслуживании реестров эмитентов, у которых ценные бумаги не обращаются на организованном рынке и доход, получаемый регистратором от зарегистрированных лиц за перерегистрацию прав на ценные бумаги в реестре, незначителен. Вторая модель, по сути, уже реализована в отношении государственных долговых обяза-

тельств РФ и корпоративных облигаций, учет прав собственности на которые осуществляется в расчетном депозитарии той биржи, где проводится первичное размещение и обращение указанных категорий ценных бумаг, а услуги регистратора эмитенту не оказываются. В итоге представляется необходимой разработка системы оплаты услуг регистратора эмитенту, ценные бумаги которого обращаются на бирже и/или на неорганизованном рынке, а также находятся в долгосрочном владении портфельных и иных инвесторов.

С учетом общественной значимости деятельности регистраторов, затрагивающей интересы миллионов рядовых акционеров, на основе проведенного анализа их деятельности Инфраструктурным институтом ПАРТАД разработаны следующие ключевые принципы оплаты их услуг:

- эмитент и регистратор в договоре на ведение реестра должны определять порядок оплаты услуг регистратора, оказываемых как самому эмитенту, так и зарегистрированным в его реестре лицам;
- затраты на ведение реестра (доходы регистратора) должны так или иначе нормироваться;
- порядок оплаты услуг регистратора должен различаться в зависимости от того, обращаются ли ценные бумаги, реестр владельцев которых он ведет, в организованных торговых системах или нет.

Если принять предложенные принципы организации системы оплаты услуг, то далее необходимо установить конкретный порядок расчета ее параметров для различных групп эмитентов. Эмитентам, у которых оборот ценных бумаг главным образом происходит на организованных рынках, предлагается в основном самим оплачивать услуги регистратора по ведению реестра, предоставляемые как непосредственно эмитенту, так и зарегистрированным в реестре лицам. Это связано с тем, что услуги по перерегистрации прав собственности в реестре не носят в данном случае масштабного характера, вследствие чего риски организации ведения реестра сравнительно невелики и зависят преимущественно от выбора самим эмитентом регистратора для ведения реестра.

Остающиеся риски, возникающие в процессе деятельности по ведению реестра, включая, например, ошибки персонала регистратора, компьютерные преступления, должны покрываться страхованием профессиональной ответственности, которое может производиться как регистратором за счет средств, полученных от эмитента, так и самим эмитентом или ими обоими. Величина капитализации, или стоимость бизнеса эмитента, представляется более обоснованной в качестве базового

показателя при расчете тарифа на его услуги, чем ранее применяемый для расчета стоимости услуг по перерегистрации объем сделок с ценными бумагами данного эмитента. С точки зрения управления рисками ведения реестра конкретного эмитента она более точно ограничивает размер возмещения, на которое теоретически могут претендовать зарегистрированные лица в случае проявления соответствующих рисков.

Таким образом, уровень затрат эмитента на оплату услуг регистратора по ведению реестра в любом случае не может быть больше установленной доли (норматива) капитализации (стоимости) эмитента и должен зависеть от количества владельцев ценных бумаг, определяющего издержки регистратора на реализацию корпоративных действий.

Для эмитентов, ценные бумаги которых обращаются на внебиржевом рынке, долю стоимости услуг регистратора по ведению реестра, оплачиваемую непосредственно эмитентами, предлагается определять им самим, но в размере не менее нормативно устанавливаемой доли от общей стоимости услуг регистратора. Даже при сохранении взимания платы с застрахованных лиц за перерегистрацию прав собственности в реестре оснований для дифференциации оплаты за данную услугу в зависимости от каких-либо факторов будет становиться все меньше, что должно постепенно привести к установлению «плоского» тарифа за перерегистрацию для конкретного реестра. При этом могут сохраняться различия между реестрами по абсолютной величине указанного тарифа в зависимости от степени участия непосредственно эмитента в оплате услуг регистратора. Величина указанного тарифа должна определяться в договоре на ведение реестра.

Предлагаемый подход к построению системы оплаты услуг регистратора позволяет достаточно легко транспонировать его в нормативный правовой акт любого уровня при условии принципиальной поддержки со стороны профессионального сообщества. Оптимальным представляется закрепление принципов построения системы оплаты услуг регистраторов в новой редакции ст. 8 закона «О рынке ценных бумаг» с последующей детализацией порядка их применения в нормативном правовом акте Правительства Российской Федерации.

Интересно, что в случае реализации широко обсуждаемой модели взаимодействия регистраторов и профессиональных участников рынка в системе электронного документооборота (ЭДО) проблема оплаты услуг регистратора будет постепенно замещаться вопросами оплаты услуг систем передачи информации по аналогии с британской системой CREST. ■