

# РЕГИСТРАТОР И ЭМИТЕНТ — ОТНОШЕНЧЕСКИЙ КОНТРАКТ

НАДЕЖДА МИЛЛЕР

заместитель директора ОАО «Реестр А плюс»

## ПРАВА СОБСТВЕННОСТИ

Права собственности — очень интересный предмет для исследования, однако российская наука редко обращается к нему, возможно, потому что он слишком политизирован. В юридической литературе мы обнаруживаем два значения термина «права собственности». Во-первых, права собственности трактуются в узком смысле континентального гражданского права. Здесь права собственности относятся только к материальным, или осязаемым, объектам. Во-вторых, права собственности трактуются в широком смысле англо-американского права, которое распространяется и на неосязаемые активы — патенты, авторские права и контрактные права. Наконец, можно выделить третий тип прав собственности. Индивиды могут иметь определенные права, которые гарантируются не законом, а соглашениями и поддерживаются силой этикета, остракизма и обычаев общества или иными инструментами, например самовыполнением. Если первые два типа прав собственности являются абсолютными и реализуются по отношению ко всем лицам, то третий тип прав собственности — относительное право, которое реализуется собственником только по отношению к определенным лицам.

Проблемы в реализации абсолютных прав собственности на ценную бумагу в России сводятся к противоречию между вещной природой ценной бумаги, определенной в Гражданском кодексе, и ее бездокументарной сущности, закрепленной в других законах.

В этой статье не будем касаться абсолютных прав собственности на ценные бумаги, а исследуем институциональные контракты на рынке фиксации прав собственности на

ценные бумаги, возникающие между продавцами услуг (регистраторами) и покупателями услуг (эмитентами).

Необходимость такого исследования продиктована явным, на наш взгляд, желанием государства видеть источник несовершенства инфраструктуры фондового рынка России в регистраторах. Ранее<sup>1</sup> мы выяснили, что между регистраторами и эмитентами заключается отношенческий контракт.

## ПРИЗНАКИ ОТНОШЕНЧЕСКОГО КОНТРАКТА

Такие контракты складываются в условиях долговременных, сложных, взаимовыгодных отношений между сторонами. Обоюдная заинтересованность в продолжении взаимодействия играет решающую роль. Дискретность отношений полностью исчезает, и они становятся непрерывными. Неформальные условия имеют перевес над формальными пунктами, иногда договор вообще не оформляется в виде документа. Личность участников приобретает решающее значение. Поэтому споры разрешаются не путем обращения к формальному закону или авторитету третьей стороны, а в ходе неформальных переговоров, двустороннего торга. Нормой, на которую ссылаются стороны,

служит не первоначальный контракт, а все отношение в целом.

Определить факт нарушения отношенческого контракта могут только заинтересованные стороны, а обеспечение соглашения происходит под давлением явной или неявной угрозы его прекращения. Государство или третьи стороны не могут определить, было ли нарушено соглашение, и обеспечить исполнение обещаний.

Фактом, подтверждающим нашу версию об отнесении договора регистратора с эмитентом к этому типу контрактов, является отсутствие судебной практики относительно исков по поводу нарушений условий договоров между регистратором и эмитентом. Исключение составляют иски эмитента, связанные с принуждением к передаче реестра другому регистратору, или иски регистратора, направленные на взыскание дебиторской задолженности и возникающие в момент прекращения отношений.

Теория отношенческих контрактов предназначена для того, чтобы дать экономически рациональные объяснения, как могут быть организованы отношения между сторонами контракта, чтобы те действия, которые невозможно включить в контракт, могли стать частью обязывающего пакета соглашений. Расчеты показывают, что только контроль покупателя приводит к максимизации прибыли обеих сторон. Покупатель в этом случае получает оста-

Регистратор ЗАО «Реестр А-Плюс» получил статус регистратора, позволяющий обслуживать дочерние и зависимые компании РАО «ЕЭС России».

Это решение принято рабочей группой ОАО «РАО «ЕЭС России»» на основании утвержденного решением РАО Стандарта организации взаимодействия с регистраторами дочерних и зависимых обществ ОАО РАО «ЕЭС России».

Критериями отбора служили надежность регистратора, безопасность ведения реестра, квалификация специалистов и рыночные условия (цена и состав услуг). Кроме того, одним из ключевых требований, предъявленных к регистратору, являлось отсутствие доминирующего влияния на его деятельность со стороны одного из обслуживаемых эмитентов или собственников регистратора.

<sup>1</sup> См.: Депозитарий. 2006. № 2.

точные права продавца на принятие решений. Это означает, что покупатель становится фактическим собственником фирмы продавца.

Подобный вывод теории контрактов в случае российского фондового рынка подтверждается выводами, основанными на теории прав собственности. По мере формирования частного капитала в России и политики, направленной на укрупнение регистраторов, состав собственников этих институтов учетной системы в большинстве своем стал производной функцией от состава собственников крупнейших акционерных обществ России. Приобретая право собственности на институт, подтверждающий право собственности на принадлежащие им ценные бумаги, собственники акционерных обществ тем самым брали на себя одну из главных функций государства — защиту прав частной собственности.

Интересен также прикладной аспект теории контрактов, известный в литературе как «принцип лимонов». Выражается он в следующем: продавцы лучше знают качество своих товаров (услуг), а покупатели не могут отличить хороший товар (услугу) от плохого. В результате все товары (услуги) — и плохие, и хорошие — должны продаваться по одной цене. Предложение на рынке больше, чем спроса, в результате наличие на рынке продавцов, предлагающих некачественные товары (услуги), ведет к прекращению существования самого рынка. Издержки нечестного отношения продавца изменяются не только тем, как был обманут покупа-

тель, они также включают потери, возникшие из-за сужения сферы законного бизнеса и рынка в целом. Действие «принципа лимонов» на рынке регистраторских услуг характеризуется следующим образом: продажа недобросовестными регистраторами информации, участие в корпоративных войнах влияют на величину рынка регистраторских услуг. Мало того, это недобросовестное поведение провоцирует попытки «освобождения» рынка от регистраторов вообще. Например, в первом варианте концепции Закона «О Центральной депозитарии» этому органу передавались функции ведения реестров владельцев именных ценных бумаг.

Однако цель настоящей статьи — не осуждение тех или иных регистраторов за их недобросовестное поведение. Честность не является неотъемлемым свойством личности: индивид действует ответственно и надежно только тогда, когда это дает ему больше преимуществ, чем безответственное ведение дела. Высококачественная продукция должна приносить премию, которая может рассматриваться либо как отбавка от репутации, либо как поощрительная плата, стимулирующая поддержание качества.

Вытеснение основных доходов части регистраторов в теневой бизнес, в том числе, связано с тем, что в честном бизнесе возможность получения доходов ограничена подзаконными актами Федерального органа по рынку ценных бумаг. Так, фиксированная цена на услуги для зарегистрированных лиц установлена Постановлением № 24, увидевшим свет

почти 9 лет назад. Согласно данным Госкомстата, официальный индекс потребительских цен с той поры вырос во много раз.

То же постановление заставляет регистраторов любой ценой бороться за так называемых «зачетных» эмитентов — эмитентов, число владельцев именных ценных бумаг в которых превышает 500. Многие годы преобладает ценовая конкуренция. Регистраторы, для которых потеря контракта с «пятисотником» может стать ценой бизнеса, готовы бесплатно обслуживать таких эмитентов. Через запуск механизма ценовой конкуренции регистраторы понижают ценность своих услуг в глазах эмитентов, и страдает от этого весь рынок — далеко не все регистраторы высокотехнологичны, способны надежно защищать информацию, повышать профессионализм своего персонала и т. д. Как правило, это регистраторы, контролируемые крупнейшими частными собственниками России. Контроль осуществляется через механизм установления абсолютного (участие в капитале) или относительного (заключенные контракты) права собственности на поставщика регистраторских услуг.

Таким образом, позволю себе сделать вывод о том, что усилия государства, направленные на совершенствование институциональной среды в плане наилучшей защиты прав частной собственности, способны сыграть большую роль для улучшения инвестиционного климата России, чем мелочная регламентация профессиональной деятельности регистраторов. ■

**ИНГОСТРАХ**  
*Ingosstrakh*  
Ингосстрах платит. Всегда.



Лицензия Росстрахнадзора С № 0928-77



**Все виды страхования финансовых институтов**

Ингосстрах — крупнейшая отечественная страховая компания, созданная в 1947 году, работающая в России и за рубежом.

тел. (495) 959 4327, 973 9203

e-mail: liability@ingos.ru

www.ingos.ru