

**Максим Мурашов**

генеральный директор ЗАО «Национальная регистрационная компания», член экспертного совета по корпоративному управлению при ФСФР РФ, член совета директоров ПАРТАД, председатель комитета ПАРТАД по стандартизации и технологическому развитию, *MBA*

**Вадим Протасенко**

заместитель генерального директора ЗАО «Национальная регистрационная компания» по профессиональной деятельности

КТО ЗАПЛАТИТ РЕГИСТРАТОРУ?

Вот уже более 11 лет прошло с тех пор, как Положением о лицензировании деятельности по ведению реестра был закреплен порядок, в соответствии с которым регистраторы официально получили право взимать с зарегистрированных в реестре лиц плату за внесение записей в реестр о переходе прав собственности на ценные бумаги, зависящую от цены сделки. Подобный порядок исчисления стоимости услуг регистратора с момента его учреждения подвергался критике со стороны некоторых участников рынка ценных бумаг за высокий уровень транзакционных издержек инвесторов при регистрации в реестре крупных сделок.

В 2002 г. стараниями студентов-юристов из Санкт-Петербурга указанная норма Положения о лицензировании была признана недействительной, что фактически стало лишь отменой каких-либо ограничений на предельную сумму оплаты, которую регистраторы вправе получать с зарегистрированных лиц. Сама же практика тарификации записей в реестр согласно стоимости передаваемых ценных

бумаг была в той или иной мере продолжена. В последнее время усилиями ряда игроков рынка дискуссии о принципах оплаты услуг регистраторов возобновились с новой силой, а в отдельных законодательных инициативах даже появились предложения, способные кардинально изменить сложившийся статус-кво. Разделяя убеждение в том, что небольшие транзакционные издержки являются важным по-

казателем развитости фондового рынка страны, мы вместе с тем хотели бы проанализировать ряд обсуждаемых сейчас предложений по изменению принципов оплаты услуг регистраторов на их соответствие декларируемым целям.

Итак, что же предлагается сейчас в качестве мер, направленных на снижение издержек инвесторов при регистрации сделок в реестре? Разнообразие не-

велико, можно выделить два главных направления предлагаемых реформ. Первое — обязать регистраторов установить «плоский», то есть единый для сделок любого объема, тариф на транзакции в реестре, связанные с переходом прав собственности. Второе — обязать эмитента ценных бумаг либо полностью оплачивать услуги регистратора по внесению записей в реестр, либо существенно сузить круг операций, за проведение которых регистратор вправе взимать плату с зарегистрированных лиц.

предложением уменьшить доход регистраторов от сборов с зарегистрированных лиц.

Как отреагируют на это регистраторы? Возможно ли, чтобы они никак не попытались компенсировать свои «убытки»? В принципе такая реакция (а точнее, ее отсутствие) возможна в двух случаях: если целью создания регистратора является не извлечение прибыли, а контроль собственности той или иной ФПГ; если текущая доходность регистратора столь велика, что он готов под давлением обстоятельств

Сравнивать рентабельности различных видов бизнеса на рынке ценных бумаг можно, например, по рентабельности собственного капитала. Достаточность собственных средств — одно из важнейших лицензионных требований, и, чтобы осуществлять регистраторский бизнес, сейчас необходимо законсервировать в деле не менее 100 млн руб., а в скором времени эта цифра будет увеличена до 150 млн руб. Эти деньги должны давать отдачу, если только регистратор функционирует как коммерческое предприятие, а не создавался как «карманный» или, что еще хуже, под разного рода сомнительные проекты.

Рентабельность собственного капитала у регистраторов, с чьей отчетностью удалось ознакомиться, колеблется от 0 до 35%, при этом указанная рентабельность большей части компаний из первой десятки находится в пределах 20%. Много это или мало? По западным меркам рентабельность капитала 20% — высокий результат, но, если учесть, что в России уровень инфляции за прошлый год только по официальным данным составил 13,3%, а ставка по коммерческим кредитам находится в диапазоне 15–25% годовых, показатель рентабельности 20% становится просто приемлемым. Схожие показатели демонстрируют и другие профессиональные участники рынка: у ведущих депозитариев рентабельность капитала достигает 20–30%, а у некоторых иных видов профучастников превышает 50% (цифры взяты из выложенных в Интернете годовых отчетов).

Как показывает такой доступный каждому анализ, регистраторы отнюдь не являются сверхприбыльными предприятиями, а некоторые и вовсе едва сводят концы с концами. Поэтому сокращение дохода за счет выплат зарегистрированных лиц, вызванное введением «плоского» тарифа, регистраторы просто вынуждены будут покрывать иными способами. А поскольку у регистратора не остается никаких источников дохода, кроме эмитентов ценных бумаг, можно с полной уверенностью утверждать, что установление «плоского» тарифа в целом по рынку обернется переносом транзакционных издержек с владельцев ценных бумаг на эмитентов.

Таким образом, обсуждаемые сейчас реформы ценообразования регистраторов фактически сводятся к тому, чтобы обязать эмитента ценных бумаг частично или полностью компенсировать транзакционные издержки по эмитированным им бумагам.

ТАК КТО ЖЕ ЗАПЛАТИТ РЕГИСТРАТОРУ?

Оставим пока в стороне вопрос, готовы ли эмитенты в текущих условиях взять

ПРИМЕР № 1

Пусть учреждается некое акционерное общество с уставным капиталом 100 руб., разделенным на 100 акций. Пусть инвестор А покупает 10 акций общества, инвестор Б — 20 акций, а инвестор В — 70. Пусть регистратор общества при внесении записей в реестр о приобретении акций берет с инвесторов процентный сбор в размере 0,2% от суммы сделки. Тогда инвестор А заплатит регистратору 2 коп., инвестор Б — 4 коп., а инвестор В — 14 коп. Всего регистратор получит доход в размере 20 коп.

По итогам года общество получило прибыль в размере 100 руб. и всю ее направило на дивиденды (для простоты картины налогообложение пока не рассматриваем). Тогда по итогам года акционеры получат дивиденды в следующем размере:

А — 10 руб.;

Б — 20 руб.;

В — 70 руб.

Но с учетом сбора, который инвесторы уплатили регистратору, прибыль каждого инвестора от вложения в акции составит:

А — 9 руб. 98 коп.;

Б — 19 руб. 96 коп.;

В — 69 руб. 86 коп.

Теперь представим, что регистратор отказывается от взимания регистрационного сбора с зарегистрированных лиц вообще, но назначает эмитенту плату за ведение реестра в размере 20 коп. в год.

Чем такое решение обернется для акционеров?

Тем, что регистратору инвесторы не заплатят ни копейки, но прибыль общества за год составит уже не 100 руб., а 99 руб. и 80 коп. Посмотрим, какие дивиденды и, соответственно, прибыль от вложения в ценные бумаги получат наши инвесторы по результатам года:

А — 9 руб. 98 коп.;

Б — 19 руб. 96 коп.;

В — 69 руб. 86 коп.

Итак, в экономическом смысле оплата услуг регистратора эмитентом ценных бумаг для инвестора полностью эквивалентна взиманию процента от объема сделки с покупателя ценных бумаг.

КТО ЗАПЛАТИТ ЗА «ПЛОСКИЙ» ТАРИФ?

Введение «плоского» тарифа неминуемо повлечет за собой резкое сокращение доходов регистраторов, формируемых за счет выплат зарегистрированных лиц. Это произойдет потому, что регистраторы просто не смогут назначить такую фиксированную цену на свои услуги, которая теоретически позволила бы им сохранить валовой регистрационный сбор в прежнем объеме, ибо при таком тарифе для огромного числа зарегистрированных в реестре лиц, владеющих небольшим пакетом ценных бумаг, сделки с ценными бумагами потеряют всякий экономический смысл.

Таким образом, предложение о введении «плоского» тарифа на услуги регистраторов является не чем иным, как

относительно безболезненно отказаться от части получаемого ранее дохода.

Хочется верить, что эпоха «карманных» регистраторов уже в прошлом, а если так, то и остались на рынке, то погоды они не делают. Поэтому стоит рассмотреть вопрос, является ли в настоящее время регистраторский бизнес прибыльным настолько, чтобы регистратор не стремился восполнять свои потери из другого источника.

Если проанализировать годовые отчеты регистраторов, опубликованные на их официальных сайтах, то уже в первой двадцатке участников рейтинга ПАРТАД можно обнаружить общества, показывающие нулевую прибыль по итогам года.

Но может быть, лидеры отрасли демонстрируют небывалую рентабельность бизнеса, значительно превышающую рентабельность иных видов профессиональной деятельности?

на себя транзакционные издержки, связанные с обращением эмитированных ими ценных бумаг, и подумаем, много ли выиграют инвесторы, если транзакционные издержки будут возложены на эмитентов.

Сегмент рынка ценных бумаг, на котором оперируют регистраторы, — это в основном рынок акций. А собственниками акционерных обществ, как известно, являются акционеры, т. е. сами инвесторы. Доходы и расходы АО — это в конечном счете доходы и расходы его собственников, только опосредованные. В современных условиях, когда акции превратились в самостоятельный товар, стоимость которого определяется конъюнктурой рынка в большей степени, чем реальным экономическим состоянием самого эмитента, об этой простой истине часто забывают.

Пример № 1 наглядно иллюстрирует не только то, что эмитент отдает регистратору деньги своих акционеров, но и то, что *оплата услуг регистратора эмитентом ценных бумаг для акционера полностью эквивалентна взиманию с покупателя акций регистрационного сбора в виде процента от цены сделки.*

Итак, нужно отбросить иллюзии и четко осознать следующее: чтобы ни было записано в законе, нормативном акте или договоре с эмитентом, за услуги регистратора всегда платит инвестор.

Вот только в случае, когда инвестор оплачивает транзакционные издержки не из своего кармана, а опосредованно, через эмитента, регистратор теряет прямую финансовую зависимость от инвестора и увеличивается его зависимость от менеджмента эмитента, которая и без того высока.

Почему же находятся сторонники отмены формирования тарифов регистраторов в зависимости от стоимости передаваемых ценных бумаг?

Как писал Маяковский: «Ведь, если звезды зажигают, значит, это кому-нибудь нужно». Дело тут, видимо, в следующем: если размер регистрационного сбора, взимаемого с инвестора, прямо пропорционален цене сделки или издержки регистратора полностью покрываются эмитентом ценных бумаг, то каждый инвестор отчисляет на содержание учетной системы равный процент от вложенных средств. Введение же «плоского» тарифа нарушает это равенство, и тогда указанный процент у мелких инвесторов возрастает, а у крупных — уменьшается.

Наглядно это показывает пример № 2. А в чьих интересах будет перенос обязательств по компенсации транзакционных издержек регистратора с зарегистрированных в реестре лиц на эмитента ценных бумаг?

В рассмотренных ранее примерах все инвесторы по умолчанию совершают

сделки с ценными бумагами с одинаковой активностью. Если же учесть, что на практике они вкладывают деньги в акции с различными целями и средний период владения акциями широко варьируется для разных групп инвесторов, то нетрудно заметить, что при переносе издержек регистратора на абонентскую плату эмитента центр издержек переместится с активных участников рынка, зарабатывающих прибыль на колебаниях курса акций, на долгосрочных инвесторов, которые держат бумаги в расчете на дивиденды эми-

умному принципу вызывает критику и непонимание и порождает дискуссии в профессиональном сообществе.

КАК МОЖНО И НУЖНО СОКРАЩАТЬ ТРАНЗАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ ИНВЕСТОРОВ?

В условиях высококонкурентного рынка регистраторских услуг какой-либо из его участников практически не имеет возможности устанавливать такие тари-

ПРИМЕР № 2

Легко заметить, что если установить фиксированный тариф на услуги регистратора, например в размере 1 коп. за транзакцию, и перенести остальные издержки регистратора на абонентскую плату эмитента, то по итогам года картина прибыли различных инвесторов несколько изменится. Получив по 1 коп. с каждого из трех акционеров, регистратор возьмет с эмитента остальные 17 коп. и тем самым прибыль общества по итогам года составит 99 руб. 83 коп. Распределив эту прибыль между акционерами и вычтя из нее суммы, уплаченные акционерами непосредственно регистратору, мы получим следующую картину распределения прибыли на каждого акционера:

А — 9 руб. 97 коп.;

Б — 19 руб. 96 коп.;

В — 69 руб. 87 коп.

Как видим, при таком раскладе копейка из прибыли инвестора А перекечевала в карман инвестора В.

тента и повышение стоимости акций в долгосрочной перспективе.

Таким образом, введение «плоского» тарифа на услуги регистраторов и, как следствие, возложение части издержек на эмитента ценных бумаг или внедрение практики оплаты транзакционных издержек эмитентом в полном объеме приведут не к снижению издержек инвесторов, а лишь к частичному их переносу с крупных акционеров на миноритариев и со спекулянтов (данный термин использован для обозначения вида деятельности на рынке ценных бумаг) на долгосрочных инвесторов. При этом в случае реализации подобных мер будет нарушен существующий сейчас де-факто принцип равенства процента от инвестируемых средств, отчисляемого инвесторами на функционирование учетной системы.

Тут нельзя не отметить поразительный факт. Принцип распределения издержек профучастников, выполняющих сервисные функции на рынке ценных бумаг, между инвесторами пропорционально инвестированным средствам реализован фактически во всех видах деятельности. Так, депозитарии взимают со своих клиентов процент от суммарной стоимости переданных на хранение ценных бумаг, брокеры назначают комиссионные за свои услуги также в форме процента от сделки, управляющие компании живут на проценты от СЧА. И только естественное следование регистраторов этому раз-

фы, которые позволяют достигать неадекватно высокой нормы прибыли. Поэтому существующий сейчас уровень транзакционных издержек инвесторов объясняется не жадностью регистраторов, а себестоимостью их услуг. В этих условиях регулятору рынка, если он заботится о снижении транзакционных издержек инвесторов, следует не лимитировать тарифы регистраторов (что может быть эффективно только для ограничения нормы прибыли), а принимать меры по уменьшению себестоимости услуг регистраторов.

Чтобы понять, какие это могут быть меры, нужно осознать факторы, которые влияют на себестоимость услуг.

Регистраторский бизнес не является материалоёмким производством, поэтому себестоимость услуг регистратора определяется главным образом затратами рабочего времени непосредственных исполнителей данных услуг и совокупными расходами, которые несет компания, обеспечивая деятельность исполнителей. Это могут быть отчисления на функционирование сервисных подразделений и управление компанией, аренду помещений, поддержку программного обеспечения, амортизацию оборудования, страховку, содержание региональной сети и пр. Следовательно, снижение себестоимости осуществляемых регистратором операций может идти как за счет уменьшения трудозатрат исполнителей, так и посредством сокращения совокупных из-

держек регистратора, отнесенных на стоимость рабочего времени исполнителей.

Рассмотрим основные пути снижения трудозатрат при проведении операций в реестре и факторы, способствующие или, наоборот, препятствующие этому.

Согласно нашим расчетам внедрение электронного документооборота с зарегистрированными в реестре лицами на данном этапе примерно в 2 раза сокращает трудозатраты на осуществление операций.

Таким образом, введение электронного документооборота с зарегистрированными лицами и развитие технологий по автоматической обработке электронных документов — это магистральный путь уменьшения себестоимости операций в реестре.

Но здесь по-прежнему существует ряд барьеров, устранить которые еще предстоит в будущем. Перечислим некоторые из них:

- множественность систем ЭДО различных участников рынка — повышает расходы регистраторов на доработку программного обеспечения в целях автоматизации обработки электронных документов и последующую эксплуатацию систем ЭДО;
- отсутствие единых по рынку справочников (ценных бумаг, эмитентов, участников рынка и т. д.) — существенно тормозит полную автоматизацию процессов обработки электронных распоряжений (STP);
- отсутствие специфических требований к содержанию электронных распоряжений и распространение на электронные документы требований, предъявляемых к их бумажным аналогам, препятствует идентификации зарегистрированных лиц и эмитентов ценных бумаг по легко программно обрабатываемым идентификационным номерам (например, номеру счета в реестре или, допустим, ОГРН) и требует либо вмешательства оператора для идентификации лиц по полным наименованиям (Ф.И.О.) и сведениям о государственной регистрации, либо применения сложных алгоритмов сличения неформализованных данных.

Даже если все проблемы, связанные с развитием ЭДО, будут решены, у этого способа снижения себестоимости услуг регистратора есть и естественные рамки. Чтобы обмен электронными документами стал легитимным, необходимо наличие соглашений между заинтересованными в этом сторонами, а следовательно, этот

путь снижения издержек учетной системы подходит главным образом для взаимодействия регистраторов с профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Но основную массу услуг регистратора составляют операции «розничных» инвесторов. Заключать соглашения с каждым таким инвестором не реально, да и вряд ли это удешевит услуги регистратора. Вместе с тем представляется возможным и взаимодействие регистраторов с физическими лицами посредством обмена электронными документами, но в будущем — по мере развития электронных технологий и законодательной базы и появления индивидуальных электронных идентификаторов у каждого физического лица.

Но пока не надо питать иллюзий, в ближайшем будущем альтернативы бумажному документообороту регистратора с большинством зарегистрированных в реестрах лиц нет. Для уменьшения себестоимости проведения таких операций регистраторы могут стремиться только к максимальному сокращению времени обработки бумаг. За счет чего это может быть достигнуто и каковы сложности на этом пути?

Самый эффективный способ — внедрение современных технологий автоматического формирования электронных распоряжений через сканирование бумажных документов с последующим распознаванием образов. А для этого необходимо четкое соблюдение зарегистрированными лицами форм распоряжений, правил их заполнения и подачи документов регистратору. Главным препятствием здесь является внешняя «зарегулированность» деятельности регистратора. Малейшее отступление от нормативных актов или попытка их уточнения и детализации в Правилах ведения реестра приводит к отказу регулятора в регистрации таких Правил. Более того, регистратор не вправе требовать соблюдения зарегистрированными лицами даже уже согласованных с регулятором Правил ведения реестра. В частности, просьбы регистраторов строго следовать форме распоряжений и запросов, утвержденных Правилами ведения реестра, оканчиваются обвинениями со стороны регулятора в нарушении прав акционеров.

Без права регистратора вводить собственный порядок ведения реестра, правила подачи документов и формы распоряжений, а также требовать от зарегистрированных лиц соблюдения утвержденных им порядка и форм затrudнено не только внедрение технологии сканирования и автоматической обработки документов, но и реализация ряда иных

мер, сокращающих трудозатраты регистратора при взаимодействии с зарегистрированными лицами.

В настоящее время, вместо того чтобы на основании ряда стандартных запросов выдавать ряд стандартных документов, сотрудники регистратора вынуждены вчитываться в каждое письмо акционера, выискивая среди описания его трудового пути и проклятий в адрес Чубайса строки, по которым можно было бы определить, чего добивается акционер от регистратора. А ведь время сотрудников регистратора — это деньги инвесторов.

Значительную часть трудозатрат регистратора при проведении операций в реестре составляют трудозатраты, связанные с процедурами сличения подписей и проверки подлинности документов. Огромная трудоемкость этих процессов во многом определяется тем, что в данном вопросе к регистраторам предъявляются такие требования, которые не имеют прецедентов в других видах финансовых сервисных услуг. Сложно представить себе нормативное требование к банкам обслуживать клиента в любом отделе банка, если клиент открыл счет в одном из них, или требование исполнять платежное поручение физического лица с незаверенной подписью, предоставленное банку стороной, получающей деньги на свой счет, или требование к банку принимать распорядительные документы по счету от лица, обратившегося в банк от имени клиента — физического лица с рукописной доверенностью, не имеющей какого-либо заверения и не оформленной клиентом в присутствии сотрудника банка. А для регистраторов все вышеперечисленное — рядовые будни. При этом все регистраторы, ведущие реестры эмитентов с высоколиквидными и дорогими акциями, регулярно сталкиваются с попытками незаконного списания акций на десятки и даже сотни миллионов рублей. В арсенале «преступников», помимо элементарной фальсификации подписей акционеров или нотариального заверения, еще и подделка документов, удостоверяющих личность акционера или его представителя. Ситуация усугубляется еще и тем, что в банке или, например, в депозитарии отношения с клиентом начинаются с заключения договора и получения при открытии счета всей необходимой информации. Регистраторам же в наследство от приватизации досталось огромное количество лицевых счетов, не только не обеспеченных образцами подписей акционеров, но даже без всех необходимых сведений об акционере. Нормативные же требования к деятельности регистраторов не помогают регистратору встать на защиту

законных прав акционеров, а, наоборот, всячески препятствуют этому. Регистратор в борьбе за права акционеров вынужден не только противостоять мошенникам, но еще и подстраиваться к неадекватным нормативам.

В итоге, с учетом сказанного, средние трудозатраты на осуществление операций в реестре на основании распоряжения, не подписанного лично акционером в присутствии сотрудника регистратора, возрастают более чем в 3 раза по сравнению с операциями, проведенными при личном обращении акционера. При этом важно понимать, что указанные выше факторы не просто увеличивают время, требующееся на обработку передаточных распоряжений, но и существенно повышают финансовые риски регистраторов, которые в настоящее время не могут быть в полной мере покрыты страхованием ответственности регистратора. Отказы страховых компаний в выплатах компенсаций под всевозможными казуистическими предлогами нередки, поэтому регистраторам приходится вести свой бизнес из того расчета, что убытки клиентов, понесенные в результате мошеннических действий третьих лиц, возможно, придется компенсировать за счет собственных средств регистратора.

Пока существует такое странное сочетание обязанностей, ответственности и прав регистратора, качества информации, содержащейся в реестрах, и криминальной обстановки в стране, себестоимость услуг регистратора нельзя будет даже сравнивать с себестоимостью банковских или депозитарных операций.

Теперь рассмотрим факторы, определяющие не прямые трудозатраты регистратора на проведение операций в реестре, а величину его совокупных издержек, отнесенных на себестоимость операций.

По нашим расчетам, большую часть совокупных издержек регистратора составляют расходы на аренду площадей и содержание персонала обеспечивающих подразделений регистратора, непосредственно не задействованных в выполнении регистраторских функций. Проанализируем, от чего зависит размер таких затрат и каковы резервы к их уменьшению.

Относительно высокая арендная плата регистраторов обусловлена необходимостью иметь помещения для приема в местах шаговой доступности акционеров. Сколько-нибудь существенная экономия по этой позиции достижима лишь в случае перехода регистраторов на дистанционные методы обслуживания (только ЭДО и почта), т. е. при отказе от уже сложившихся принципов работы, предусматривающих возможность подачи доку-

ментов при личном обращении к регистратору (что не практикуют, например, регистраторы из других стран с более развитым фондовым рынком). Для такой коренной перестройки деятельности необходимо изменить не только законодательство, но и внешние условия, в которых регистраторы функционируют, требуется полный перевод взаимодействия с профучастниками на рельсы ЭДО и значительное ускорение работы почтовой службы (последний фактор от регистратора не зависит вовсе).

Что касается потребности регистратора в персонале непроизводственных подразделений, хотелось бы отметить только те из них, которыми регистраторы не вправе управлять. Так, регистратору, как и другим профессиональным участникам рынка ценных бумаг, предписано иметь в штате контролера или целое структурное подразделение, выполняющее функции контроля, но регистраторы и здесь поставлены в исключительное положение. Если для других профучастников необходимость в контролере филиала определяется численностью его сотрудников, то регистраторы обязаны иметь собственного контролера в филиале независимо от количества персонала в нем. Это приводит к тому, что иногда в филиалах регистратора на двух специалистов по ведению реестра приходится один контролер. Как это сказывается на себестоимости услуг регистратора, объяснять не надо.

Сокращение общих расходов компании — важный фактор, способный оказать влияние на снижение себестоимости проведения операций в реестре, но общие издержки могут снижаться лишь до определенного предела. Гораздо больший потенциал заложен не в сокращении издержек компании, а в относительном уменьшении доли совокупных издержек, приходящихся на одну операцию. Это возможно только за счет увеличения объема работ регистратора при сохранении на прежнем уровне величины издержек непроизводственных подразделений или при их более медленном росте по сравнению с объемом работ.

На наш взгляд, в текущих условиях увеличение объема работ регистраторов возможно за счет двух главных факторов.

Первый фактор — увеличение числа потенциальных клиентов регистратора. Массовое появление новых акционерных обществ в ближайшее время маловероятно, поэтому резерв мы видим в тех обществах, которые в настоящее время вправе осуществлять самостоятельное ведение собственного реестра акционеров, т. е. в обществах с числом акционеров менее 50. Законодательное закреп-

ление прав на ведение реестра владельцев ценных бумаг любого акционерного общества исключительно за юридическими лицами, имеющими лицензию на такой вид деятельности, способствовало бы как соблюдению прав акционеров, так и снижению себестоимости услуг регистраторов.

Вторым важным фактором роста объема работ регистратора может стать укрупнение самих регистраторов и сокращение их числа. Тут мы сталкиваемся с дилеммой. С одной стороны, именно конкуренция является самым действенным стимулом к снижению себестоимости продукции любого производителя. С другой стороны, чем большая доля рынка приходится на одного производителя, тем большего снижения себестоимости продукции такой производитель может достичь. Истина как всегда находится где-то посередине. При ограниченности рынка сбыта наибольшего снижения стоимости продукции можно достичь при сохранении реальной конкуренции между несколькими крупными производителями.

Для российского рынка ценных бумаг в равной степени противопоставлено как наличие единственного монополиста в сфере регистраторских услуг, так и большое количество мелких регистраторов, существование которых просто не позволит отрасли снизить себестоимость услуг до потенциально возможного уровня.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данной статьей мы хотели бы напомнить профессиональному сообществу, обсуждающему и зачастую осуждающему тарифы регистраторов, что регистраторская деятельность, как и любая другая на рынке ценных бумаг, помимо своей общественно значимой миссии имеет для осуществляющего ее субъекта и вполне «земную» цель — извлечение прибыли, которая должна быть достижимой. Для внедрения новых технологий, улучшения качества оказываемых услуг и обеспечения надежной защиты прав инвесторов учетная система нуждается если не в инвестициях, то хотя бы в реинвестициях, а потому реформы отрасли не должны лишать экономического смысла вложение средств в ее развитие. А регулятора рынка мы призываем всегда помнить о том, что вводимые им требования к деятельности профучастников и накладываемые на них ограничения не только повышают защищенность инвестиций в ценные бумаги, но и почти всегда ведут к увеличению издержек профессиональных участников, которые в конечном счете оплачивает инвестор. ■