



ПЕТР ЛАНСКОВ

директор ООО «Инфраструктурный институт ПАРТАД», докт. экон. наук

## ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА В УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И ПРОБЛЕМЫ ЕЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Российские учетные институты (регистраторы, депозитарии, специализированные депозитарии, осуществляющие ведение реестра владельцев инвестиционных паев) наряду с аналогичными иностранными финансовыми институтами, которые в соответствии с законодательством их юрисдикций осуществляют учет и переход прав собственности на ценные бумаги, являются ключевыми элементами современной инфраструктуры глобального финансового рынка. Механизмы формирования взвешенной и справедливой стоимости услуг учетных институтов, прежде всего регистраторов и центрального депозитария, особенно важны для обеспечения поступательного развития сервисов учетной инфраструктуры в интересах инвесторов.

### ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА УЧЕТНЫХ ИНСТИТУТОВ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

В международной практике сейчас можно выделить различные модели оплаты услуг, оказываемых зарегистрированным в реестре лицам, зависящие от организации соответствующих национальных учетных систем. Ранее в кругу участников российской инфраструктуры бытовало мнение, что основные услуги по учету прав собственности на финансовые инструменты и корпоративному управле-

нию, предоставляемые и непосредственно эмитенту, и зарегистрированным лицам, на развитых рынках оплачиваются самим эмитентом. Данные, полученные в ходе исследования, проведенного ИНФИ ПАРТАД в конце прошлого года, показывают, что это далеко не всегда так.

При этом опыт наиболее развитых зарубежных рынков говорит об отсутствии не только нормативного регулирования тарифной политики учетных институтов, но и прямого регулирования самой деятельности по ведению реестра, построенной на развитых договорных отношениях с эмитентами. При этом регистраторы, особенно в юрисдикциях с англосаксон-

ским правом, связаны с центральным депозитарием и кастодианами — номинальными держателями в рамках национальных учетных систем и подчиняются требованиям корпоративного права.

Как было подтверждено в ходе исследования ИНФИ ПАРТАД, в США и Великобритании существует практика оплаты отдельных видов услуг держателям ценных бумаг в реестрах из расчета количества ценных бумаг или их стоимости. В этих случаях тарифная политика регистраторов, как правило, согласовывается с эмитентами.

В то же время для рассмотренных в процессе исследования стран — участни-

ков БРИКС и Гонконга характерно применение института центрального депозитария для дематериализации ценных бумаг и использование номинальных держателей для поддержания прав собственности бенефициарных владельцев акций в бездокументарной форме. При этом регистраторы указанных стран (за исключением КНР) обслуживают непосредственно лишь владельцев бумаг, хранящих их в документарной форме. В КНР же центральный депозитарий, выполняя функции единственного регистратора, учитывает права всех категорий владельцев ценных бумаг на их счетах депо и взаимодействует с эмитентами в рамках осуществления корпоративных действий.

В связи с иммобилизирующей функцией центральных депозитариев (ЦД) в рассмотренных юрисдикциях развивающихся стран они играют там еще большую роль, чем в РФ, поэтому плата, взимаемая взаимодействующими с ними в интересах составления списков акционеров и уточнения персональных данных касто-дианами и регистраторами, как правило, построена по лекалам тарифной политики ЦД и зависит от объема бумаг, находящихся на хранении/учете или перерегистрируемых в инфраструктурном институте.

В рамках исследования были также изучены особенности организации учетных систем рынка ценных бумаг в Беларуси и Казахстане как наиболее значимых для РФ партнерах по ЕАЭС и иным интеграционным проектам.

Первое бросающееся в глаза различие анализируемых учетных систем состоит в том, что в Беларуси, в отличие от России и Казахстана, в ее состав формально не входят регистраторы. С другой стороны, и в Беларуси функция по ведению реестра владельцев бумаг в интересах их эмитента фактически выполняется профессиональными участниками финансового рынка — депозитариями (включая центральный депозитарий), а не самими эмитентами.

Интересно отметить, что величина абонентской платы за обслуживание эмитента в Беларуси, как и в Казахстане, зависит от количества акционеров. Однако это вряд ли может служить ориентиром для регулирования отношений между регистраторами и обслуживаемыми ими эмитентами в РФ в силу того, что акции белорусских и казахстанских эмитентов практически не обращаются на бирже и (за некоторым исключением) неликвидны.

В то же время в Казахстане и Беларуси, как и в РФ, тарифы на регистраторские по своей сути услуги весьма сильно различаются для физических и юридических лиц. Например, в Казахстане регистратор взимает с юридических лиц за информационные операции по их счетам в реестре в 3–5 раз больше тенге, чем с физических. И это при том, что величина тарифа не ограничена нормативно. Кроме того, будучи абсолютным монополистом на рынке регистраторских услуг, единственный казахстанский регистратор взимает за регистрацию переходов прав собственности или обременений на акции от 0,2 до 0,4% от суммы сделки. Правда, с ограничением взимаемого тарифа по абсолютной величине сверху на уровне, соответствующем 7,5 или 11,25 тыс. руб. по курсу Банка России на начало ноября 2016 г.

С учетом того что в России, Казахстане и Беларуси наибольшее количество предпосылок для интеграции их экономик и финансовых рынков в рамках ЕАЭС, имеет смысл координировать и сближать принципы проведения тарифной политики их учетных институтов. В этой связи обращает на себя внимание отсутствие нормативного регулирования тарифов на регистраторские услуги в Беларуси и Казахстане, что не приводит к сверхвысоким или даже значительным размерам оплаты за услуги, оказываемые учетными институтами непосредственно владельцам/держателям ценных бумаг вне гражданско-правовых отношений, закрепленных в договоре с клиентом.

## ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА УЧЕТНЫХ ИНСТИТУТОВ В РФ

Существующая в РФ модель оплаты услуг регистраторов базируется на нескольких исторически сложившихся принципах организации деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг:

- договорные отношения определяют уровень оплаты услуг, предоставляемых эмитенту регистратором;

- эмитент редко влияет на порядок оплаты зарегистрированными лицами услуг, оказываемых им регистратором;

- порядок оплаты зарегистрированными лицами услуг регистратора определяется правилами ведения реестра, утверждаемыми самим регистратором, с учетом ограничений, установленных нормативными актами регулирующего органа на основании положений законодательства РФ.

При этом вышеуказанные принципы не полностью учитывают, с одной стороны, фундаментальную ответственность эмитента за организацию ведения реестра владельцев его ценных бумаг и иных финансовых инструментов, предусмотренную действующим законодательством, а с другой — возможность организовать форму оплаты услуг, предоставляемых зарегистрированным в реестре лицам, с учетом степени участия эмитента и регистратора в управлении соответствующими рисками учетной системы.

История регулирования тарифной политики учетных институтов в РФ включает в себя несколько этапов. Еще в июле 1998 г. вступили в силу требования Постановления ФКЦБ РФ от 19 июня 1998 г. № 24 «Об утверждении Положения о лицензировании деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг», которые ввели ограничения на величину максимальной платы за проведение операции в реестре акционеров и предоставление информации из реестра.

Затем на протяжении длительного периода тарифы на услуги регистраторов оставались на уровне конца 1990-х гг., что привело к ситуации, когда они были вынуждены оказывать зарегистрированным лицам ряд услуг по цене, в десятки раз ниже их себестоимости. Например, при установленной по Постановлению ФКЦБ РФ № 24 цене 12 руб. с каждой выписки из реестра регистратор нес издержки, на порядок превосходящие стоимость услуги<sup>1</sup>. Указанные издержки регистраторы пытались компенсировать в своих тарифах на перерегистрацию прав собственности в реестрах, что, в свою очередь, способствовало созданию в начале 2000-х гг. так называемого «депозитарного моста» между тогдашними российскими расчетными депозитариями (ДКК и НДЦ) и постепенному переводу значительного объема операций по переводу прав собственности на уровень расчетных депозитариев как номинальных держателей в реестрах.

В свою очередь, попытки тогдашнего регулятора нормативно ограничить уровень тарифов на перерегистрацию в реестре вылились в законодательный запрет привязывать соответствующий тариф к величине (объему) сделки.

По итогам последующих дискуссий о тарифной политике регистраторов и ее регулировании после многоэтапного обсуждения с представителями регистраторского сообщества и ПАРТАД вопрос тарификации их операционной деятельности был принят Приказом ФСФР «О мак-

<sup>1</sup> Жинкин А. Сколько стоит выписка из реестра? // Рынок ценных бумаг. 2003. № 10 // Электронный ресурс: URL: <http://old.partad.ru/newsletter/rcb/GHIN%2050-54.pdf>.

симальной плате, взимаемой держателем реестра с зарегистрированных лиц за проведение в реестре операций, и порядке ее определения» (№ 12-111/пз-н от 25 декабря 2012 г.), который несколько увеличил размер взимаемой регистраторами платы за информационные операции по счетам зарегистрированных в реестре лиц.

Несмотря на это, тенденция к снижению доходности операционной деятельности регистраторов в дальнейшем усилилась, что обусловлено принятием Федерального закона от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии».

С появлением института центрального депозитария (НКО АО НРД) в учетной системе РФ роль регистраторов в переходе прав собственности на торгуемые ценные бумаги и, соответственно, их участие в доходах от этих операций были минимизированы. Согласно требованиям указанного закона, в реестре владельцев ценных бумаг эмитента, обязанного осуществлять раскрытие (предоставление) информации в соответствии со ст. 30 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», открыт лицевой счет номинального держателя центрального депозитария, и все операции с участием профессиональных участников рынка, связанные с переходом прав собственности на ценные бумаги на организованном рынке, проходят внутри этого счета.

Регистратор при этом остался формальным участником процесса перехода прав на ценные бумаги торгуемых эмитентов, который в настоящее время осуществляется только по результатам сверки встречных распоряжений, поступающих в учетную систему центрального депозитария и конкретного регистратора.

В связи с этим изменилась и структура доходов регистраторов. Так, если еще в 2012 г. значительную долю доходов (от 50 до 80%) регистраторов составляли сборы за проведение операций в реестре, то к середине 2016 г. данный показатель уменьшился в разы — до 14,7%.

Подобное сокращение доходов регистраторов с образованием института центрального депозитария было частично компенсировано за счет законодательного расширения их клиентской базы, а именно передачи регистраторам функции ведения реестров акционерными обществами, ранее выполняемой ими самостоятельно.

В этих условиях наше исследование было направлено на изучение текущей тарифной политики учетных институтов,

а также на анализ факторов, которые оказывают негативное влияние на их финансовое положение, с учетом необходимости обеспечения прав и интересов инвесторов.

В связи с вышеизложенным в целях репрезентативности результатов исследования особое внимание в ходе реализации данной НИР было уделено формированию целевой группы регистраторов, чьи представления о тарифной политике в этой сфере и существующей практике ее проведения было целесообразно изучить.

страторов, позволяет считать данную выборку репрезентативной.

В рамках указанной целевой группы в августе — ноябре 2016 г. были проведены анкетирование по вопросам развития тарифной политики и опрос по результатам финансово-хозяйственной деятельности респондентов в 2014–2016 гг. Целью анкетирования в первую очередь было выявление предпочтительных для самих регистраторов направлений развития тарифной политики в сфере их услуг<sup>2</sup>.

Подводя итоги анкетирования целе-

## **Институциональная структура учетной системы РФ сейчас близка к оптимальной, так как практически вся страна покрыта филиальной и трансфер-агентской сетью регистраторов — они есть практически во всех регионах и крупных городах.**

По итогам экспертной оценки в состав сформированной целевой группы были включены представители двух основных групп регистраторов, из которых (по существующим представлениям) складывается костяк учетной системы: 6 так называемых региональных регистраторов (АО «Агентство “Региональный независимый регистратор”» (Липецк), АО «Ведение реестров компаний» (Екатеринбург), ООО «Евроазиатский регистратор» (Казань), ЗАО «Регистратор “Интрако”» (Пермь), ЗАО «Сургутинвестнефть» (Сургут) и ОАО «РСР “Якутский фондовый центр”», Якутск) и 9 федеральных (ООО «Регистратор “Гарант”», АО «ДРАГА», АО «Межрегиональный регистраторский центр», АО «Независимая регистраторская компания», ЗАО «Профессиональный регистрационный центр», АО «Реестр», АО «Регистратор Р.О.С.Т.», АО «Сервис-Реестр» и АО «Новый регистратор»), главные офисы которых находятся в Москве. По нашему мнению, различия во взглядах между ними носят в значительной степени ментальный характер, обусловленный масштабами профессиональной деятельности.

Важно отметить, что в этой выборке представлены регистраторы как с десятками филиалов по территории страны, так и вообще без оных. Учет этих факторов при определении перечня опрашиваемых, а также то, что они составляют более 40% всех лицензированных реги-

вой группы регистраторов, следует отметить следующее:

- регистраторское сообщество в РФ не считает необходимым и полезным сохранение тарифных ограничений на оказание услуг зарегистрированным лицам в реестрах, при этом большинство полагает, что эти услуги должны и впредь оплачиваться зарегистрированными лицами, но уже на условиях рыночного ценообразования;

- регистраторы в целом не стремятся к ценовому (тарифному) регламентированию их отношений с эмитентами, несмотря на случаи заведомого демпинга в этой сфере со стороны так называемых «государственных» регистраторов;

- регистраторское сообщество нуждается в поддержке со стороны регулятора и законодательных органов по обеспечению платности своих услуг для структур исполнительной власти в условиях рыночной экономики.

Вместе с тем более общие результаты проведенного исследования позволяют утверждать, что более чем за 20 лет развития в России рынка ценных бумаг на нем создана жизнеспособная учетная система, вполне удовлетворяющая его довольно скромным текущим потребностям. По нашему мнению, институциональная структура учетной системы РФ сейчас близка к оптимальной, так как практически вся страна покрыта филиальной и трансфер-агентской сетью ре-

<sup>2</sup> <http://partad.ru/Home/Material?MaterialID=5313>.

## ТАРИФЫ НА ХРАНЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ НКО АО НРД\*

Стоимость остатка ценных бумаг на счете	Годовая ставка за хранение ценных бумаг (в базисных пунктах**)	%
До 5 млрд руб.	1,15	0,0115
От 5 до 10 млрд руб.	1,13	0,0113
От 10 до 20 млрд руб.	1,1	0,011
От 20 до 30 млрд руб.	1,05	0,0105
От 30 до 50 млрд руб.	0,95	0,0095
От 50 до 125 млрд руб.	0,85	0,0085
От 125 до 500 млрд руб.	0,68	0,0068
От 500 до 1000 млрд руб.	0,5	0,005
От 1000 до 1500 млрд руб.	0,4	0,004
От 1500 до 1800 млрд руб.	0,28	0,0028
От 1800 до 2000 млрд руб.	0,25	0,0025
Более 2000 млрд руб.	0,23	0,0023

\* [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs\\_2016\\_07\\_01.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs_2016_07_01.pdf).

\*\* 1 базисный пункт = 0,01%.

гистраторов — они есть практически во всех регионах и крупных городах. Конкуренция между регистраторами объективно не дает возможности необоснованно завышать цены на услуги, предоставляемые эмитентам и акционерам. Регистраторы вместе с развивающейся филиальной сетью и связывающей их между собой электронной системой трансфер-агентов и регистраторов (СТАР) обеспечивают подавляющей части акционеров доступ к реестрам по месту (региону) их проживания.

В то же время в условиях особого положения центрального депозитария в российской учетной системе заметное влияние на развитие сервисов не только регистраторов, но и депозитариев оказывает его политика.

Следует помнить, что различие ролей учетных институтов (регистраторов и депозитариев) как элементов учетной системы рынка ценных бумаг с центральным депозитарием в ее сердцевине пока предопределяет различные подходы к формированию их тарифных политик в РФ. Так, в условиях разной потребности инвесторов в операциях купли-продажи ценных бумаг ряд участников финансового рынка, которые занимаются активной торговлей бумагами, предпочитают держать их в депозитариях и платить за хранение суммы, зависящие от стоимости бумаг, но при этом осуществлять транзакции по умеренной цене. Инвесторы, которые не торгуют ценными бумагами, имеют возможность учитывать права на

ценные бумаги у регистратора, не неся расходов на их хранение, но при этом при продаже ценных бумаг оплачивать суммы, так или иначе зависящие от стоимости передаваемых ценных бумаг. Однако в ряде случаев в силу особенностей своего статуса инвесторы и/или представляющие их интересы кастодианы вынуждены использовать институт номинального держания, прибегая к услугам центрального депозитария и неся здесь значительные издержки по хранению ценных бумаг.

### НЕДОСТАТКИ ТЕКУЩЕЙ ТАРИФНОЙ ПОЛИТИКИ НКО АО НРД КАК ЦЕНТРАЛЬНОГО ДЕПОЗИТАРИЯ И ПОРЯДКА ЕЕ ВЫРАБОТКИ

В соответствии с Основными направлениями развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг., одобренными Банком России, одним из важнейших условий успешного функционирования финансового рынка является обеспечение защиты прав потребителей финансовых услуг. Вместе с тем вступившие в силу с 1 января 2016 г. и действующие в настоящее время тарифы на оплату услуг центрального депозитария в РФ привели к значительному повышению стоимости некоторых его услуг для участников финансового рынка и, соответственно, к дополнительным затратам для инвесторов. Это вызвало ряд обращений членов СРО — клиентов центрального депозитария в ПАРТАД.

По их данным, существенное изменение тарифов НКО АО НРД (далее — НРД) сильно повлияло на стоимость обслуживания ценных бумаг, которые до этого в течение нескольких лет учитывались в разделе долговременного хранения счета депо, имевшего особый порядок расчета услуг (хранение — 0 руб., снятие с хранения — 2000 руб.). В ныне действующих тарифах НРД такой порядок отсутствует, и тарификация услуг по данному разделу производится на общих основаниях с другими разделами счета депо (см. таблицу).

Указанное изменение принципов тарификации услуг НРД привело к значительным дополнительным расходам клиентов депозитариев, ориентированных на долгосрочное обслуживание инвесторов, так как услуги для них в ряде случаев подорожали в десятки раз. Как результат, к настоящему моменту ряд небанковских депозитариев кастодиального типа потеряли значимое для них число клиентов, которые перевели свои активы для учета в реестр или в более крупные депозитарные структуры, в том числе с государственным участием, и так доминирующие на рынке финансовых услуг.

Многие депозитарии кастодиального типа полагают, что тарифы НРД в части, касающейся длительного хранения акций и дефолтных облигаций, несправедливы, так как они несопоставимы с издержками НРД на их обслуживание и оказывают дестабилизирующее воздействие на инфра-

структуру рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций<sup>3</sup>.

Кроме того, ряд депозитариев считают неоправданными и влекущими за собой избыточные финансовые издержки как тарифы на оплату услуг центрального депозитария, связанные со снятием ценных бумаг с хранения, предоставлением доступа к базам данных по ценным бумагам и сопутствующей информации (диск НРД, *SIR-NSD*, *SIR-NSD Lite* и т.п.), так и требование о перечислении доходов по иностранным ценным бумагам только на банковские счета, открытые депоненту в НРД.

Так или иначе, но расходы многих депозитариев, специализирующихся на кастодиальных услугах, на оплату сервисов НРД возросли в прошлом году на порядок и более, несмотря на то, что инструментом, определенным в качестве одного из противовесов для злоупотребления доминирующим положением центрального депозитария, согласно п. 7 ст. 5 Федерального закона «О центральном депозитарии», является существующий в структуре НРД комитет пользователей его услуг.

Согласно Приказу ФСФР России от 15 марта 2012 г. № 12-13/пз-н «Об утверждении Дополнительных требований к порядку формирования комитета пользователей услуг центрального депозитария и Требований к Положению о комитете пользователей услуг центрального депозитария», комитет пользователей услуг центрального депозитария не менее чем на три четверти должен состоять из представителей депонентов центрального депозитария и отстаивать интересы пользователей его услуг, ограничивая возможность злоупотребления доминирующим положением со стороны центрального депозитария.

Кроме того, во исполнение Предписания ФАС России от 15 сентября 2011 г. АК/35134 п. 3.3 Положения о комитете пользователей услуг центрального депозитария (утверждено Наблюдательным советом НРД, протокол от 16 октября 2012 г. № 15/2012 с изменениями от 24 июня 2013 г.) определено, что три четверти состава комитета пользователей услуг центрального депозитария должны составлять представители депонентов НРД, обеспечивающих не менее 55% его годового дохода от оказания депозитарных услуг.

Тем не менее, по мнению ряда экспертов (включая ИНФИ ПАРТАД), сложившаяся структура комитета пользователей услуг НРД не позволяет ему эффективно выполнять свою функцию. Возможно, это

объясняется тем, что значительное число голосов в текущем составе комитета имеют представители группы Московской Биржи (МБ), в которую входит НРД, и связанных с ней акционерными отношениями крупнейших банков (и аффилированных с ними структур), в том числе с контролирующим государственным участием, и так уже присутствующие в наблюдательных советах НРД и МБ (12 из 25).

В составе комитета пользователей услуг НРД слабо представлены интересы мелких и средних участников инфраструк-

прибыли и оказание своих услуг за оптимальную плату.

Например, считается, что тарифы НРД на услуги по переводу ценных бумаг близки к оптимальным, что, с другой стороны, свидетельствует о перекосах в его тарифной политике в пользу спекулятивной части рынка в ущерб долгосрочным инвесторам.

Осуществляя функцию длительного хранения ценных бумаг эмитентов, в реестрах владельцев ценных бумаг которых должен быть открыт счет номинального держателя центрального депозитария,

## Осуществляя функцию длительного хранения ценных бумаг эмитентов, в реестрах владельцев ценных бумаг которых должен быть открыт счет номинального держателя центрального депозитария, НРД фактически замещает аналогичную функцию, ранее выполняемую регистраторами бесплатно.

туры рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций, не являющихся акционерами МБ и тем более не присутствующих в Наблюдательных советах НРД и МБ, но по-прежнему законом к использованию услуг центрального депозитария, что выводит их за периметр влияния на тарифную и иную политику центрального депозитария. По мнению экспертов ИНФИ ПАРТАД, это не соответствует как общепризнанным принципам корпоративного управления, так и принципам для инфраструктур финансового рынка *BIS/IOSCO*.

Это вступает в противоречие и с тем, что согласно базовым принципам деятельности центральных депозитариев, сформулированным еще «Группой 30-ти» (*The Group of Thirty, G-30*) и Международной ассоциацией по вопросам обслуживания ценных бумаг (*International Securities Services Association, ISSA*), одной из ключевых целей создания центрального депозитария является возможность снижения совокупных затрат на совершение операций с ценными бумагами и обеспечение равных прав доступа участников финансового рынка к его услугам. При этом в силу доминирующего положения на финансовом рынке центральному депозитарии рекомендуется следовать принципу, предусматривающему отказ от максимизации

НРД фактически замещает аналогичную функцию, ранее выполняемую регистраторами бесплатно. При этом НРД не отказывается и от платной регистрации перехода прав собственности по соответствующим счетам. Тарифы на услуги НРД, непосредственно не связанные с обеспечением расчетов по ценным бумагам, по нашему мнению, недостаточно контролируются комитетом пользователей его услуг по причине искажения представительства последних в интересах крупнейших пользователей, в том числе с государственным участием.

Эти искажения могли бы быть устранены или смягчены путем обязательного присутствия в составе комитета пользователей услуг НРД представителей СРО, регулирующих деятельность учетных институтов. Однако таких изменений со стороны самого ЦД, судя по всему, пока не предвидится.

Неконструктивная позиция менеджмента ЦД по вопросам формирования и изменения его тарифной политики может побудить профессиональное сообщество вернуться к вопросу целесообразности изменения структуры собственности НРД и передачи/продажи его контрольного пакета акций равными долями широкому кругу участников рынка. ■

<sup>3</sup> <http://kommersant.ru/doc/3126078>.