

Лансков П. М.

Директор ООО «ИНФИ ПАРТАД», д-р экон. наук

Мурашов М. В.

Генеральный директор АО «ДРАГА», председатель Комитета ПАРТАД по финансовым технологиям

Пути трансформации бизнес-модели регистраторской деятельности: от линейного института учета прав на акции к сетевому «корпоративному супермаркету»

Российские учетные институты (регистраторы, депозитарии, специализированные депозитарии, осуществляющие ведение реестра владельцев инвестиционных паев) наряду с аналогичными иностранными финансовыми институтами, которые в соответствии с законом их юрисдикций осуществляют учет и переход прав собственности на ценные бумаги, являются важными элементами современной инфраструктуры глобального финансового рынка. В международной практике сейчас можно выделить различные бизнес-модели функционирования учетных институтов, зависящие от организации соответствующих национальных учетных систем.

Различие функциональных ролей российских регистраторов и депозитариев как элементов учетной системы рынка ценных бумаг с центральным депозитарием в ее сердцевине предопределяет разницу в их бизнес-моделях.

Так, в условиях сложившегося уровня потребности инвесторов в операциях купли-продажи ценных бумаг «голубых фишек» и других ценных бумаг операторы рынка, занимающиеся торговлей ликвидными бумагами, предпочитают держать их в депозитариях и платить за «хранение» суммы, зависящие

от рыночной стоимости бумаг, но при этом осуществлять транзакции по умеренной цене. Инвесторы, которые не ведут торговли ценными бумагами независимо от степени их ликвидности, имеют возможность учитывать свои права на ценные бумаги у регистратора, не неся расходов на их хранение, но при этом при продаже ценных бумаг должны нести издержки на переход прав собственности, так или иначе зависящие от величины сделки.

Сложившаяся в Российской Федерации бизнес-модель деятельности регистраторов как головных институтов учета прав собственности на акции исторически базируется на нескольких сложившихся принципах организации их взаимодействия с эмитентами ценных бумаг и их владельцами:

- абонентская плата эмитента регистратору за ведение реестра акционеров определяется договором сторон, условия расторжения которого предполагают дополнительные финансовые издержки абонента услуг регистратора;
- эмитент редко влияет на порядок оплаты зарегистрированными лицами операционных услуг, предоставляемых им регистратором;
- порядок оплаты зарегистрированными лицами услуг регистратора определяется правилами ведения реестра, устанавливаемыми самим регистратором с учетом ограничений, накладываемых нормативными актами регулирующего органа на основании положений законодательства РФ.

При этом вышеуказанные принципы или обычаи делового оборота не полностью 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 оплату услуг, предоставляемых зарегистрированным в реестре лицам, с учетом степени участия эмитента и регистратора в управлении соответствующими рисками учетной системы.

Происхождение вида (услуг)

Специализированные регистраторы в Российской Федерации начали свою деятельность в первой половине 1990-х гг. на волне приватизационных процессов в стране, получив клиентов в лице десятков тысяч открытых акционерных обществ с миллионами акционеров. Динамика их количества за весь период наблюдения отражена в табл. 1.

Таблица 1. Динамика количественного состава регистраторов в Российской Федерации

До 1996 г.	2000 г.	2005 г.	2010 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.*
около 600	110	82	44	39	39	36	35	35	33

* На 1 мая 2019 г.

Создание специализированных регистраторов — юридических лиц, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, первоначально инициировали субъекты, на тот момент управлявшие крупными чековыми инвестиционными фондами, а также финансово-промышленные группы (ФПГ), владельцы контрольных пакетов акций которых были заинтересованы в формировании достоверной системы учета прав собственности на ценные бумаги на подконтрольных им предприятиях.

В целом для первой половины 1990-х гг. наиболее характерным было стремление всех более или менее крупных и прибыльных экономических институтов и ФПГ иметь «своего» регистратора для обеспечения сохранности своих и (или) клиентских прав собственности на доли в уставном капитале акционерных обществ, т.е. того, что тогда не могло с необходимым уровнем надежности гарантировать государство. Отсутствие на начальном этапе функционирования рынка ценных бумаг нормативной базы и гражданско-правовых инструментов обеспечения сохранности как прав собственности зарегистрированных лиц на ценные бумаги, так и самого регистраторского бизнеса предопределило естественно возникшее стремление небольших регистраторов присоединиться к более крупным

организациям, в том числе уже созданным ФПГ, консолидируя при этом ведение реестров в рамках сегмента того или иного рынка или территории.

В результате постепенно формировавшиеся крупные специализированные регистраторы изначально являлись, как правило, инфраструктурными элементами межотраслевых или межтерриториальных бизнес-групп. Таким образом, так называемая зависимость российского регистратора от своего клиента — эмитента была заложена изначально в существо его деятельности. Однако постепенно по мере расширения перечня клиентов регистраторов за счет малых и средних предприятий их первоначальная принадлежность той или иной ФПГ стала иметь меньшее значение для функционирования их бизнеса.

Немаловажно и то, что регулятивный пресс ФКЦБ/ФСФР в 1990-е и начале 2000-х гг. постепенно привел к сокращению количества регистраторов более чем на порядок, все более дифференцируя при этом клиентуру оставшихся на рынке учетных институтов¹.

Мировой финансовый кризис 2008 г. и формирование на фондовом рынке РФ в 2012 г. института центрального депозитария (ЦД), замкнувшего на себя расчеты по ликвидным ценным бумагам, усугубили негативные экономические тенденции в специализированной деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, что повлекло поглощение значительной части региональных регистраторов более крупными московскими структурами.

Однако вплоть до 2016 г., несмотря на все более сложное положение в экономике РФ вследствие ее вовлеченности в события на Украине и последовавших экономических санкций западных стран, мы наблюдали сравнительно устойчивое (по отношению к другим категориям участников фондового рынка) положение регистраторов в результате законодательного распространения их деятельности на все акционерные общества (начиная с 2014 г.) и развития для эмитентов ценных бумаг сервисов, сопутствующих ведению реестра. Именно это помогало большинству оставшихся нескольких десятков регистраторов компенсировать

¹ Лансков П., Гусов О., Нилов Д. От барьеров к перспективам // Рынок ценных бумаг. 2014. № 7. С. 9—10. URL: <http://partad.ru/UploadFiles/GetUploadedPdfFile?uploadFileId=123>.

выпавшие у них доходы от перерегистрации прав собственности вследствие появления института ЦД.

Но начиная с 2016 г. наблюдается развитие тенденции трансформации акционерных обществ (АО) в общества с ограниченной ответственностью (ООО) и (или) прекращения их деятельности как таковых. Только за 2017 г., по данным Банка России, количество АО сократилось с 102 293 до 86 440, т.е. почти на 15,5%¹. В той части, в которой это сокращение было связано с преобразованием в ООО, оно проистекает из издержек на функционирование бизнеса в этой организационно-правовой форме, в том числе дорогостоящего обязательного аудита хозяйственно-финансовой деятельности АО независимо от того, является ли оно публичным.

Предложения Банка России по реформированию бизнес-моделей учетных институтов

С учетом этих наглядных изменений на корпоративной карте страны Банк России в лице своего профильного департамента осенью 2018 г. представил на рассмотрение профессионального сообщества доклад «Совершенствование регулирования учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг»² (далее — Доклад), где он мотивирует необходимость совершенствования учетной инфраструктуры снижением доходности инвестиций и экономического эффекта от размещения ценных бумаг, которая, в свою очередь, якобы является следствием высоких издержек инвесторов и эмитентов на привлечение учетной инфраструктуры к их обслуживанию.

Хотя, даже если согласиться с этим подходом, нельзя одновременно не признать, что цена услуг учетной инфраструктуры в значительной степени определяется завышенными или непропорциональными требованиями самого регулятора к операционной, а значит, и технической, информационной надежности учетных институтов, подрывающими их финансовую устойчивость.

¹ См.: Доклад для общественных консультаций «Совершенствование регулирования инфраструктуры рынка ценных бумаг». Банк России. 2018. С. 5. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/51050/Consultation_Paper_181024.pdf.

² Там же. С. 3.

Несмотря на это в Докладе предлагался выход из ситуации не путем оптимизации нормативных требований к институтам учета прав собственности, а за счет так называемого *расширения периметра деятельности* регистраторов и депозитариев в результате их взаимного и встречного проникновения в сферы оказываемых ими учетных услуг.

При чтении Доклада складывалось впечатление, что, по мнению его авторов, регистраторская деятельность неполноценна по сравнению с депозитарной, поскольку депозитарии обслуживают торговый оборот, а регистраторы только (!) сохраняют реестры владельцев ценных бумаг, ведущихся в интересах обслуживаемых ими эмитентов.

В Докладе прямо указывалось, что деятельность регистраторов не может считаться эффективной, если ее устойчивость всецело поставлена в прямую зависимость от цены оказания услуг эмитенту и зарегистрированному лицу, что обременительно для всех и чувствительно в период рецессии¹. При этом расширение перечня услуг, предоставляемых регистратором акционерным обществам и их владельцам, за пределы узкопонимаемого рынка ценных бумаг в качестве источника повышения их финансовой и иной устойчивости авторами Доклада, к сожалению, не рассматривалось.

Одновременно с этим в Докладе указывалось, что потенциал для увеличения в будущем количества реестров, ведение которых осуществляется регистраторами (по независящим от них причинам), отсутствует, что будет продолжать негативно сказываться на операционной деятельности и ее финансовых результатах.

Какие же лекарства от действительных и мнимых болезней бизнес-модели головных учетных институтов были предложены в рассматриваемом Докладе? Фактически только одно: объединение лицензии на осуществление депозитарной деятельности и лицензии по ведению реестра в единую лицензию *на осуществление деятельности по учету прав на ценные бумаги*. Главным обоснованием предписываемого «лечения» стала схожесть технологических процессов депозитариев и регистраторов.

¹ См.: Доклад для общественных консультаций «Совершенствование регулирования инфраструктуры рынка ценных бумаг». Банк России. 2018. С. 7.

Однако в рамках серии инициированных Банком России общественных консультаций по тексту Доклада с участием широкого спектра экспертов из профессионального сообщества, организованных с ноября 2018 г. по январь 2019 г. сначала ПАРТАД, а затем аналитическим центром «Форум», их участники пришли к следующим основным выводам:

- «расширение периметра деятельности регистраторов», формально дающее регистраторам новый функционал номинального держателя и хранителя обездвиженных ценных бумаг, не гарантирует востребованности этих функций клиентами, хотя заведомо потребует дополнительных затрат регистраторов, как на анализ эффективности и целесообразности новых видов деятельности, включая оценку их рисков, так и на последующий маркетинг;
- конкурентоспособность услуг регистраторов в новых, депозитарных направлениях деятельности, а депозитариев — в регистраторских (при наличии института ЦД) маловероятна;
- расширение спектра деятельности регистраторов на РЦБ потребует увеличения затрат на страхование профессиональной ответственности;
- привлечь владельцев ценных бумаг к заключению отдельных договоров на их депозитарное обслуживание регистраторами будет весьма затруднительно, так как дополнительная плата за осуществление регистратором от их имени прав по ценным бумагам (например, за услугу по получению дивидендов или представительство на корпоративных действиях) будет непосильна для большинства из них (особенно для пенсионеров и лиц с низким уровнем дохода).
- предлагаемые регулятором меры по изменению порядка лицензирования не приведут к заявленному повышению доходности инвестиций, снижению издержек инвесторов и эмитентов на услуги учетных институтов и к повышению их операционной надежности, так как сохраняют в неприкосновенности централизованный характер су-

шествующей системы учета и могут способствовать увеличению издержек ее клиентов на ее поддержание.

Характерно, что в рамках проведенного ПАРТАД анкетирования участников общественных консультаций на предмет выяснения их мнения относительно отдельных положений Доклада учетные институты проявили обеспокоенность возможностью объединения функций расчетного (центрального) депозитария с функцией держателя реестра акционеров (реестра владельцев паев), против чего высказались 73% участников опроса. Кроме того, 76% опрошенных высказались за отмену (и только 16% — против) монопольного права ЦД на открытие лицевого счета номинального держателя центрального депозитария в реестрах в соответствии со ст. 24 Федерального закона от 07.12.2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии», без чего дополнение регистраторского функционала депозитарным выглядит малопривлекательным.

В конечном счете возобладавшее среди профессионалов рынка по итогам обсуждения мнение может быть сформулировано так: декларируемые в Докладе цели не будут достигнуты указанными в нем лицензионными средствами, а в случае их применения учетные институты попадут в зону высокой турбулентности с непредсказуемыми последствиями для надежности учета прав на ценные бумаги.

В итоге с этим мнением с оговорками согласились и авторы Доклада, что выразилось в Отчете об итогах общественных консультаций (далее — Отчет)¹, в котором, в частности, говорится, что проведение реформы лицензирования учетных институтов Банк России полагает нецелесообразным, хотя считает возможным снять ограничение на совмещение деятельности регистратора с депозитарной и спецдепозитарной деятельностью. Реализация последнего и не обсуждавшегося с профсообществом предложения может повлечь возможность исполнения функций регистратора акционерных обществ центральным депозитарием, что неприемлемо с точки зрения сохранения конкурентных отношений в учетной инфраструктуре.

¹ Отчет об итогах общественных консультаций по докладу «Совершенствование регулирования учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг». Банк России. 2019. С. 2. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/70444/Comments_190329.pdf.

Что делать или как зарабатывать?

Этот вопрос тем не менее стоит перед учетными институтами, несмотря на то, что за 25 лет развития в России рынка ценных бумаг создана жизнеспособная учетная система, вполне удовлетворяющая текущим его потребностям. По нашему мнению, ее институциональная структура сейчас близка к оптимальной, так как практически вся страна покрыта филиальной и трансфер-агентской сетью регистраторов — они есть практически во всех регионах и в крупных городах. Таким образом, регистраторы, львиная доля которых объединена Системой трансфер-агентов и регистраторов (СТАР), созданной ПАРТАД, обеспечивают большинству акционеров доступ к реестрам по месту (региону) их проживания.

При этом конкуренция между регистраторами объективно не дает им возможности завышать цены на услуги, предоставляемые эмитентам и акционерам.

С учетом общественной значимости деятельности регистраторов, затрагивающей интересы миллионов рядовых акционеров российских эмитентов, и на основе анализа, проведенного экспертами Инфраструктурного института ПАРТАД, в качестве двух возможных направлений совершенствования бизнес-модели функционирования учетных институтов можно выделить следующие:

- в рамках традиционной бизнес-модели регистраторской деятельности отменить прямое регулирование тарифов на операционные услуги регистраторов нормативными актами Банка России, на условиях реформирования основ их тарифной политики;
- модифицировать бизнес-модель регистраторской деятельности за счет расширения спектра факультативно предоставляемых эмитентам и их акционерам услуг, выходя за пределы ведения реестра и проведения собраний акционеров.

I. В отношении первого направления совершенствования бизнес-модели регистраторской деятельности предлагается нормативно установить следующее:

- вменение регистраторам обязанности предлагать эмитентам — публичным акционерным обществам (ПАО) выбирать при заключении договора на ведение реестра из не менее чем двух вариантов прејскурантов услуг для зарегистрированных лиц, один из которых предполагает полную или частичную компенсацию затрат на операционное обслуживание зарегистрированных в реестре лиц (в первую очередь, физических) самим эмитентом;
- возможность дифференциации оплаты операционных услуг регистратора для зарегистрированных лиц в реестрах ПАО и непубличных АО;
- формирование в структуре управления саморегулируемых организаций (СРО) регистраторов Комитета пользователей его услуг (в случае сохранения взимания оплаты за услуги с зарегистрированных лиц) из числа представителей эмитентов и зарегистрированных в реестре лиц. Его полномочия должны быть сопоставимы с полномочиями Комитета пользователей услуг центрального депозитария и определяться внутренним стандартом СРО, соответствующим требованиям международных стандартов в этой сфере для организаций финансовой инфраструктуры;
- разрешить регистраторам самостоятельно устанавливать плату за перевод ценных бумаг в реестре в зависимости от объема сделки на уровне, не превосходящем устанавливаемый Комитетом пользователей услуг регистраторов;
- разработать внутренний стандарт СРО для регистраторов по порядку учета специфики категорий обслуживаемых им эмитентов при выработке тарифной политики в отношении отдельных видов операций в реестре.

При разработке соответствующего внутреннего стандарта СРО представляется, например, возможным исходить из того, что эмитенты ликвидных ценных бумаг — ПАО, оборот которых главным образом происходит на организованном рынке, должны в той или иной форме влиять на организацию системы управления рисками регистратора в отношении обеспечения сохранности прав их владельцев. В частности, потери от реали-

зации типичных операционных рисков регистраторов в отношении ценных бумаг ПАО, таких как ошибки персонала, компьютерные преступления, должны в основном покрываться страхованием профессиональной ответственности, которое может производиться как регистратором за счет средств, полученных от эмитента, так и самим эмитентом или ими обоими.

Иначе говоря, средства, получаемые регистратором от эмитента — ПАО, должны давать ему возможность сформировать эффективную систему управления рисками, включая страховую защиту зарегистрированных лиц при перерегистрации ими прав собственности в реестре.

С другой стороны, для непубличных АО, сделки с ценными бумагами которых заключаются на внебиржевом рынке лишь время от времени, вопрос возможности компенсации затрат регистраторов на преобладающие здесь информационные операции, как правило, может уточняться в рамках договорных отношений с эмитентом.

Плату за перерегистрацию прав собственности в реестрах эмитентов целесообразно устанавливать в зависимости от объема сделки на уровне, дифференцированном по группам таких эмитентов. Например, в пределах 0,2—0,4% от объема сделки, но не менее 500 руб., что соответствует уровню оплаты услуг учетных институтов у наших партнеров по Евразийскому экономическому союзу.

Очевидно, что вероятность возникновения потребности зарегистрированных лиц в перерегистрации прав собственности в реестрах эмитентов сильно различается по их категориям, в зависимости от сферы деятельности, региональных особенностей, размера бизнеса, количества акционеров, наличия рыночной капитализации и ее уровня и т.д.

Так или иначе, по нашему мнению, в рамках традиционной бизнес-модели функционирования регистратора, определяемой составом обслуживаемых им эмитентов, необходимо предоставить ему возможность самостоятельно устанавливать тарифы на операционные услуги дифференцированно по группам обслуживаемых ими клиентов, пропорционально рискованности операционной деятельности, в свою очередь, зависящей от экономического/корпоративного качества эмитентов.

Предлагаем рассмотреть данные предложения в рамках анонсированного Банком России в Отчете¹ анализа в течение 2019—2020 гг. перспективы перераспределения ответственности между регистратором, эмитентом и зарегистрированными лицами в зависимости от осуществляемых регистратором функций по ведению и хранению реестра владельцев ценных бумаг в контексте изменения регулирования тарифов регистраторов.

II. Основное направление модификации регистраторской деятельности достаточно точно обрисовывается изменениями в законодательство о рынке ценных бумаг, которые устанавливают право учетных институтов самостоятельно регистрировать эмиссии акционерных обществ при их учреждении и проистекающие из этого их полномочия по регистрации соответствующих юридических лиц в ЕГРЮЛ.

Указанные изменения превращают каждого регистратора в центр корпоративных компетенций, к числу которых помимо корпоративного консалтинга может быть отнесено и наделение всех категорий клиентов регистраторов квалифицированными электронными подписями (ЭП), открывающими им доступ к системе государственных услуг и взаимодействия юридических лиц с государственными ведомствами, в первую очередь, с Федеральной налоговой службой (ФНС). При этом конкуренция между регистраторами объективно не дает им возможности завышать цены на услуги, предоставляемые эмитентам и акционерам.

С учетом этого Инфраструктурный институт ПАРТАД реализует проект унифицированного взаимодействия регистраторов — членов ПАРТАД с удостоверяющими центрами (УЦ), имея в виду оказание услуг по идентификации клиентов УЦ и распространению лицензий на право использования программных продуктов УЦ, т.е. спектра ЭП с опциями доступа к системам электронного документооборота различных ведомств и торговых площадок по размещению государственных и корпоративных заказов.

¹ Отчет об итогах общественных консультаций по докладу «Совершенствование регулирования учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг». Банк России. 2019. С. 3.