

# ФИНАНСОВАЯ, НАЛОГОВАЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

---

УДК 336.763(47)  
ББК 65.9(2)26

**И.Г. ГОРЛОВСКАЯ**  
кандидат экономических наук, доцент  
Омского государственного университета  
e-mail: gig99@rambler.ru

## ГОСУДАРСТВЕННОЕ И КОНТРАКТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ УСЛУГ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ СУБЪЕКТОВ УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

---

Профессиональные субъекты учетной системы предоставляют два типа услуг на рынке ценных бумаг. Первый тип услуг связан с подтверждением права собственности на ценные бумаги, второй тип — с реализацией прав, вытекающих из ценных бумаг. В статье выявлены положительные стороны государственного регулирования двух типов услуг, его недостатки и проблемы. Разрешение проблем государственного регулирования учетной системы рынка ценных бумаг автор видит в дополнении его контрактным регулированием.

*Ключевые слова:* учетная система рынка ценных бумаг, услуги профессиональных субъектов учетной системы, государственное и контрактное регулирование профессиональных услуг.

---

С точки зрения институциональной теории учетная система рынка ценных бумаг является особым институтом, в основные функции которого входит подтверждение права собственности на ценные бумаги и обеспечение реализации прав, вытекающих из ценных бумаг. В таком качестве учетная система рынка ценных бумаг — это взаимодействие экономических субъектов, институциональных соглашений и институциональной среды по поводу реализации прав инвесторов на ценные бумаги и прав, вытекающих из ценных бумаг. Основными профессиональными субъектами учетной системы являются регистраторы и депозитариусы. Они предоставляют услуги инвесторам, эмитентам, государству в целях реализации функций учетной системы рынка ценных бумаг.

На рынке ценных бумаг услуги профессиональных субъектов учетной системы занимают центральное место. Это связано с тем, что потребность в учете владельцев ценных бумаг для выполнения обязательств эмитентом и потребность в подтверждении права собственности на ценные бумаги существуют всегда там, где эмитированы ценные бумаги. При обращении ценных бумаг

спрос на услуги профессиональных участников учетной системы возрастает, поскольку она делает возможным движение ценных бумаг как на организованном, так и на неорганизованном рынках ценных бумаг. В ходе развития организованной торговли ценными бумагами (фондовых бирж), технологии и техники купли-продажи ценных бумаг значение учетной системы возрастает, а также усиливается специализация ее субъектов.

Услуги профессиональных участников учетной системы рынка ценных бумаг имеют специфические особенности, что, на наш взгляд, обусловлено самой природой ценной бумаги. С одной стороны, она является видом имущества, и в этом качестве необходимо и возможно в каждый конкретный промежуток времени определять ее собственника. С другой стороны, ценная бумага представляет собой определенный набор обязательств эмитента, которые он должен выполнить перед собственником ценной бумаги в обмен на полученные денежные ресурсы. Отсюда возникает необходимость как в установлении количества ценных бумаг, принадлежащих каждому собственнику, так и в формировании

окончательного списка лиц для информирования эмитента, перед кем у него возникают обязательства. Следовательно, в совокупности услуг профессиональных субъектов учетной системы можно выделить два основных типа услуг: к первому типу относятся услуги, связанные с подтверждением права собственности на ценные бумаги, ко второму — услуги, связанные с реализацией прав, вытекающих из ценных бумаг. Первый тип услуг обслуживает отношения «инвестор–инвестор» и востребован на вторичном рынке ценных бумаг. Второй тип обслуживает отношения «эмитент–инвестор» как на первичном, так и на вторичном рынках ценных бумаг. Поскольку оба типа услуг связаны с перераспределением денежных (финансовых) ресурсов в экономике, обеспечивают конституционные права собственников, Российская Федерация в лице Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) регулирует услуги профессиональных субъектов учетной системы.

Для того чтобы оказывать услуги в качестве профессионального участника отечественного рынка ценных бумаг, регистратор и депозитарий должны получить лицензию. Для регистраторов законодательством предусмотрены лицензии на деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, для депозитариев — лицензии на депозитарную деятельность. Государство определяет границы деятельности профессиональных субъектов учетной системы на рынке ценных бумаг путем установления лицензионных требований и условий. Так, при оказании услуг регистратор не имеет права совмещать свою деятельность ни с какой другой профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг. Единственное исключение касается деятельности по ведению реестра владельцев именных неземиссионных ценных бумаг на рынке коллективных инвестиций (в этом случае депозитарий может вести реестр владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов). Предоставление депозитарных услуг может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности: брокерской, дилерской деятельностью, деятельностью по управлению ценными бумагами при наличии отдельной лицензии на каждый вид деятельности.

Обязательным условием предоставления услуг является наличие системы внутреннего

контроля у регистратора и депозитария. Государство предъявляет особые требования к специалистам учетной системы, поскольку качество предоставляемых услуг зависит от их квалификации. Однако следует заметить, что в последнее время государство снижает требования к персоналу. Это выражается в отмене процедуры продления аттестатов специалистов финансового рынка на основе предоставления данных, подтверждающих квалификацию специалиста, и процедуры периодической перерегистрации в реестре аттестованных лиц. Выдача бессрочных аттестатов и внесение изменений в реестр аттестованных лиц только в случае изменения фамилии, имени, паспортных данных, данных о регистрации, данных об изменении места работы и должности может привести к недобросовестности и прямому мошенничеству при оказании услуг учетной системой.

Государством установлены финансовые требования к профессиональным субъектам, оказывающим учетные услуги. Предоставление услуг профессиональными участниками возможно при условии достаточности минимального собственного капитала. Государством определены перечень документов и типовые формы договоров (контрактов) с услугополучателями, а также нормативы достаточности собственных средств. В последнее десятилетие это требование менялось достаточно часто в сторону ужесточения.

В то же время государственное регулирование услуг учетной системы в Российской Федерации является непоследовательным, не носит комплексного характера, не привело к стандартизации и унификации таких услуг. Государство путем установления лицензионных требований фактически определяет минимальные транзакционные издержки регистраторов и депозитариев. Частое внесение поправок в действующее законодательство приводит к увеличению транзакционных издержек учетной системы и не способствует ее устойчивости и плавному эволюционному развитию. Фрагментарность учетной системы, обслуживающей три основных сегмента рынка ценных бумаг (корпоративных ценных бумаг, государственных ценных бумаг, ценных бумаг на рынке коллективных инвестиций), остается четко выраженной.

Недостатки императивных норм в рамках государственного регулирования услуг учетной системы в Российской Федерации могут быть компенсированы контрактным регулированием, так как профессиональные субъекты учетной системы оказывают услуги на основе возмездных договоров (контрактов). Часть таких договоров заключается в обязательном порядке в силу закона, а часть — в добровольном порядке.

Федеральным законом Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» и нормативными актами ФСФР определены виды обязательных договоров (контрактов), используемых при учете ценных бумаг. Во-первых, это договор на ведение реестра, который эмитент заключает с регистратором. Такой договор может быть заключен только с одним регистратором и предусматривает ведение реестра по всем ценным бумагам эмитента.

Во-вторых, обязательным является депозитарный договор между инвестором (клиентом, депонентом) и депозитарием. Договор предусматривает предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и удостоверению права на ценные бумаги путем открытия и ведения депозитарием счета депо клиента (депонента). Депозитарий может оказывать услуги, содействующие реализации владельцами ценных бумаг прав по принадлежащим им ценным бумагам, включая право на участие в управлении акционерными обществами, право на получение доходов по ценным бумагам. Для повышения качества депозитарного обслуживания депозитарий может оказывать депоненту сопутствующие услуги, позволяющие минимизировать ущерб, причиненный клиенту (депоненту) в связи с выполнением эмитентом корпоративных действий.

В-третьих, среди обязательных можно назвать договор о междепозитарных отношениях, который заключается между двумя депозитариями: основным депозитарием и его клиентом (депозитарием-депонентом). Депозитарий-депонент в отношении своих клиентов выполняет функции номинального держателя ценных бумаг. Содержание междепозитарного договора должно соответствовать содержанию депозитарного договора и предусматривать порядок по-

лучения информации о владельцах ценных бумаг, учет которых ведется депозитарием-депонентом. По договору стороны обязуются проводить сверку количества ценных бумаг в установленные сроки в соответствии с установленной процедурой.

В-четвертых, депозитарное обслуживание клиентов (депонентов) предусматривает возможность назначения попечителя с целью передачи ему полномочий по распоряжению ценными бумагами и осуществлению прав по ценным бумагам, которые хранятся и (или) учитываются депозитарием. Поэтому между попечителем счета и депозитарием должен быть заключен договор, устанавливающий их взаимные права и обязанности.

В-пятых, к договорам, заключаемым на добровольной основе, относится договор между депозитарием и регистратором, который содержит условия, не противоречащие российскому законодательству и устанавливающие дополнительные гарантии обеспечения прав владельцев ценных бумаг, в том числе условие о регулярной сверке данных по ценным бумагам. Хотя этот вид договора не является обязательным, регистраторы и депозитарии приходят к выводу о необходимости его заключения. В литературе отмечается, что договор между регистратором и депозитарием снижает операционные издержки в сделках с ценными бумагами<sup>1</sup>. Однако для регистратора договорные отношения с депозитариями вызывают ряд негативных последствий: необходимо выстраивать отношения с каждым депозитарием, поддерживать разные технологии, поскольку деятельность депозитариев не унифицирована; кроме того, увеличиваются затраты на сопровождение заключенных договоров. Но в целом рассматриваемый вид договора способствует удовлетворению потребностей регистратора в сборе данных для ведения реестров, увязывает разные технологии учета, устанавливает ответственность сторон, порядок рассмотрения споров и возмещения ущерба.

Как показывает анализ действующего российского законодательства, обязательным для регистратора является один тип договоров, а для депозитариев — четыре. В то же время специфика российской учетной системы заключается в том, что депозитарии оказывают только первый тип услуг, а

регистраторы — оба типа. Следовательно, в системе государственного и контрактного регулирования учетных услуг есть значительный пробел: регистраторы предоставляют услуги зарегистрированным лицам без заключения с ними договора (контракта). Это касается услуг, связанных с подтверждением и перерегистрацией права собственности на ценные бумаги, и услуг, опосредующих реализацию прав, вытекающих из ценных бумаг. Отсутствие контрактного регулирования отношений «регистратор—владелец ценных бумаг» ведет к возникновению конфликта интересов регистратора как услугодателя и зарегистрированного лица (владельца) как услугополучателя, поскольку регистратор в силу своего монопольного положения обладает информацией о зарегистрированном лице, его ценных бумагах, которая может быть использована во вред услугополучателю, и действия регистратора увеличивают трансакционные издержки при обращении ценных бумаг. Кроме того, существующая практика оказания регистраторских услуг, не урегулированных контрактами, ведет к возникновению корпоративных конфликтов, способствует недружественным поглощениям, незаконному переходу права собственности на ценные бумаги<sup>2</sup>.

На наш взгляд, ряда нарушений прав инвесторов, связанных с конфликтом интересов, можно избежать, если, во-первых, обязать регистраторов заключать договор (контракт)

с лицом, подлежащим регистрации в реестре владельцев. В договоре должны быть четко определены права и обязанности сторон, не получившие отражения в действующем законодательстве. Во-вторых, в рамках этого договора (контракта) необходимо обязать лицо, передающее ценные бумаги, предоставлять регистратору экземпляр договора купли-продажи, дарения и др. в целях подтверждения обоснованности трансферта ценных бумаг. Для повышения степени ответственности как профессионального субъекта — регистратора, так и инвесторов следует обязать лицо, принимающее ценные бумаги, заполнять и передавать регистратору документ на зачисление ценных бумаг на свой лицевой счет. Это можно сделать в рамках государственного и (или) контрактного регулирования услуг регистраторов. В целом государственное регулирование услуг профессиональных субъектов учетной системы, дополненное контрактным регулированием этой сферы рынка ценных бумаг, должно быть подчинено цели повышения степени защиты интересов инвесторов как поставщиков денежных (финансовых) ресурсов в экономику.

#### Примечания

<sup>1</sup> Колдашова Е. Договорные отношения между регистраторами и номинальными держателями: плюсы и минусы // Депозитариум. 2005. № 10.

<sup>2</sup> Лебедев К.К. Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг. М., 2007. С. 90–123.

УДК 336.77(47)  
ББК 65.9(2)262

**С.В. ИНЮШИН**  
кандидат экономических наук, заместитель управляющего  
Читинским отделением Сбербанка РФ  
e-mail: sergeii-san@yandex.ru

## ПРОБЛЕМА ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ КРЕДИТА В СОВРЕМЕННЫХ РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ

Рассматривается проблема определения реальной стоимости кредитов, предоставляемых российскими коммерческими банками населению. Дается оценка применяемой официальной методике и предлагается альтернативный подход к определению реальной стоимости кредита.

**Ключевые слова:** кредит, эффективная процентная ставка, комиссии по обслуживанию ссуды, Центральный банк РФ.

За последние несколько лет банковское кредитование в Российской Федерации получило мощнейшее развитие. Банки активно

наращивают ссудные портфели, предлагая все новые виды кредитных продуктов. Активно развиваются ипотечное кредитование, ав-