

Рынок ценных бумаг № 8 (191) 2001

Концептуальные вопросы развития инфраструктуры рынка государственных ценных бумаг

Эдди Астанин

ММВБ

Рынок государственных ценных бумаг¹ (далее – ГЦБ) не является специфической особенностью отечественной экономики. Это неотъемлемая черта финансового рынка любого развитого государства. В настоящее время наиболее актуальным в отношении рынка ГЦБ представляется, на наш взгляд, вопрос формирования на основе имеющегося опыта функционирования и управления рынком его рациональной модели на среднесрочную перспективу, обеспечивающей максимальное использование государством потенциала рынка.

В данной статье автор² сознательно не касается вопросов оптимального размера рынка ГЦБ и его структуры, так как они относятся к компетенции Правительства РФ, Министерства финансов РФ и Банка России, и предлагает вашему вниманию свой взгляд на перспективные направления развития одной из важных составляющих модели рынка – его инфраструктуры. Какие из этих направлений более важны и актуальны, какие – менее, в конечном счете, должны определить совместно участники рынка: эмитент, генеральный агент, инфраструктурные организации, дилеры и инвесторы.

ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Рынок ГЦБ, начавший функционировать около восьми лет назад – весной 1993 г., в настоящее время, несмотря на кризис 1998 г., по-прежнему сохранил свое макроэкономическое значение (табл. 1) и является одним из основных сегментов российского финансового рынка, базирующегося на уникальной инфраструктуре национального масштаба, системообразующую роль в которой в течение всех этих лет выполняет ММВБ.

Учитывая роль рынка ГЦБ в решении государственных задач по финансированию бюджетных расходов и реализации денежно-кредитной политики, направление развития инфраструктуры этого рынка является приоритетным и относится к категории стратегических для ММВБ. Именно поэтому биржа на протяжении всего периода функционирования рынка, в том числе и в кризисный период, инвестирует значительные собственные ресурсы в поддержание и развитие инфраструктуры рынка ГЦБ.

¹ Имеются в виду, прежде всего, государственные краткосрочные облигации (ГКО) и облигации федеральных займов (ОФЗ).

² Автор выражает благодарность своим коллегам из отдела государственных ценных бумаг ММВБ, чьи материалы были использованы им при подготовке данной статьи.

Можно сказать, что сложившаяся в период 1993-1998 гг. инфраструктура рынка ГЦБ, при условии сохранения в среднесрочной перспективе существующих базовых принципов его регулирования, может рассматриваться в качестве основы для дальнейшего развития рынка и в целом соответствует общим требованиям, предъявляемым к рынку ГЦБ, таким как: наличие рыночных инструментов управления государственным внутренним долгом, проведение денежно-кредитной политики и поддержание ликвидности банковской системы; формирование рыночных индикаторов, информирующих банковскую систему и реальный сектор экономики об уровне безрисковых процентных ставок; информационная «прозрачность», наличие системы надзора на рынке и защиты прав инвесторов; высокий уровень технологий³ торговли, клиринга и расчетов, депозитарного обслуживания и др.

Таблица 1. Динамика некоторых макроэкономических показателей рынка ГЦБ, 1993-2000 гг.

| Год | Объем рынка по номиналу (на конец года), млрд. руб. | Оборот за год, млрд. руб. | |
|------|--|---------------------------|----------|
| | | Вторичные торги | Аукционы |
| 1993 | 0,20 | 0,11 | 0,18 |
| 1994 | 10,33 | 14,58 | 12,68 |
| 1995 | 76,59 | 178,39 | 105,81 |
| 1996 | 232,75 | 665,20 | 295,83 |
| 1997 | 436,01 | 876,13 | 389,67 |
| 1998 | 272,91 | 511,79 | 163,34 |
| 1999 | 258,15 | 106,30 | 3,73 |
| 2000 | 230,15 | 184,91 | 15,30 |

Вместе с тем, несмотря на достигнутый высокий уровень технологий на рынке ГЦБ, его сегодняшний облик в значительной мере продолжает нести на себе отпечаток кризиса 1998 г. Это обуславливает необходимость осмысления накопленного опыта функционирования и управления рынком ГЦБ и, в конечном счете, разработки мер по адаптации инфраструктуры рынка ГЦБ к изменившимся условиям.

РАСШИРЕНИЕ КРУГА ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Новые финансовые инструменты на рынке ГЦБ

Говоря о новых инструментах, мы подразумеваем, прежде всего, облигации Банка России (ОБР) и индексируемые по уровню инфляции ГЦБ, предназначенные для размещения активов институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, ПИФов и т.п.). По имеющимся сведениям, в настоящее время ведется подготовительная работа по выпуску таких бумаг и, возможно, уже в текущем году некоторые из них появятся на рынке. Со своей стороны ММВБ готова предоставить инфраструктуру для размещения, обращения и обслуживания таких ценных бумаг.

Представляет также интерес проработка вопроса обращения на внутреннем рынке российских еврооблигаций с возможностью покупки их за национальную валюту (рубли) для определенных категорий инвесторов-резидентов. Подобная практика успешно апробирована,

³ Соответствие технологий ММВБ. в том числе на рынке ГЦБ, передовым международным стандартам подтверждена заключением признанного лидера в области информационных технологий – консалтинговой компанией *Gartner Group*.

например, в Казахстане, где с 1998 г. еврооблигации могут обращаться на бирже внутри страны. Интересно отметить положительную динамику роста этого сегмента рынка (по данным Казахстанской фондовой биржи (КФБ), объем торгов еврооблигациями в 1998 г. составил 18,3 млн. долл., а в 1999 г. и 2000 г. – уже 203,6 и 549,7 млн. долл. соответственно). При этом, как отмечают специалисты КФБ, одним из факторов, обусловивших актуальность организации обращения еврооблигаций на внутреннем рынке, явилось развитие накопительных пенсионных фондов и необходимость размещения их резервов. Вот почему и со стороны отечественных институциональных инвесторов, как показывает опыт общения, также имеется большой интерес к таким бумагам. Это обеспечило бы инвесторов механизмом хеджирования валютных рисков.

Отдельным вопросом является организация выпуска государством долгосрочных облигаций рыночных займов в целях финансирования целевых проектов, имеющих национальное стратегическое значение. Данный вопрос, очевидно, лежит в рамках проблемы так называемого двойного бюджета. Зарубежный опыт показывает, что концепция двойного бюджета популярна в развивающихся странах, так как из-за слабости частного сектора государство активно инвестирует в реальный сектор и финансовые активы.

Организация раздельного обращения купонов и номиналов облигаций

Существующая в настоящее время структура рынка ГЦБ сформировалась в результате реструктуризации государственного внутреннего долга в процессе новации по ГЦБ, проведенной Правительством РФ после кризиса 1998 г. Особенностью сложившегося в результате новации рынка ГЦБ является возникновение диспропорции в распределении обращающихся на нем бумаг по срокам до погашения, что проявляется в недостатке на рынке ГЦБ краткосрочных финансовых инструментов (на конец 2000 г. их доля не превышает 1%).

Учитывая заинтересованность государства в увеличении дюрации долга, снижении стоимости его обслуживания и относительном уменьшении объемов заимствований на внутреннем рынке, актуальным и признанным в мировой практике способом насыщения рынка «короткими» инструментами представляется организация раздельного обращения купонов и номиналов своих облигаций (так называемая программа *STRIPS*⁴).

Реализация программы *STRIPS* (далее – «стриппинг»), как представляется, позволила бы Министерству финансов РФ, не увеличивая реального объема государственного внутреннего долга и не укорачивая сроков его обслуживания, производить долгосрочные заимствования, одновременно с этим предлагая участникам рынка ГЦБ пользующиеся спросом «короткие» инструменты.

Следует отметить, что «стриппинг» купонных облигаций не является альтернативой ГКО, так как каждый из этих инструментов обладает собственными экономическими характеристиками. К примеру, на базе обращающихся стрипов можно создать путем реконституции (операции, обратной стрипованию) новые синтетические облигации с заданными характеристиками. Кроме того, образующиеся в результате декомпозиции купонных облигаций так называемые бескупонные облигации (zero-облигации) обладают привлекательностью для таких перспективных категорий долгосрочных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании. На американском рынке казначейских облигаций пенсионным фондам нравится характерное для подобных облигаций отсутствие риска реинвестирования, т.е. независимость от будущих процентных ставок (поскольку не предусматриваются никакие купонные платежи, которые нужно было бы реинвестировать).

В конечном счете, чем шире спектр различных инструментов, обращающихся на рынке, тем более привлекательным является рынок, что способствует повышению его ликвидности.

⁴ *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*

Технология *STRIPS* получила также развитие и на европейских рынках ГЦБ. По данным ТАСИС, впервые раздельное обращение купонов и номиналов облигаций (далее – стрипование) ГЦБ было введено в практику рынка в 1991 г. во Франции, где и получило наибольшее развитие. В большей степени стрипование распространилось на долгосрочные облигации со сроками обращения от 7 до 30 лет. В начале 2000 г. более 80% таких облигаций обращались на французском рынке ГЦБ в стрипованном виде. При этом объем рынка стрипов составлял более 34 млрд. евро. Таким образом, реализация программы *STRIPS* представляется одним из эффективных путей значительного повышения ликвидности и инвестиционной привлекательности рынка ГЦБ⁵.

Наконец, в целях повышения эффективности управления государственным внутренним долгом, обеспечения высокой информационной прозрачности рынка и снижения издержек его участников, возможно, было бы целесообразным формирование единой на базе рынка ГКО/ОФЗ инфраструктуры рынка государственного внутреннего долга, в которой обслуживались и обращались бы (возможно, в рамках отдельных секторов с учетом специфики обращения и расчетов) упомянутые виды государственных федеральных ценных бумаг РФ.

Речь идет не столько о создании биржевых (в классическом понимании) рынков этих инструментов, сколько об использовании потенциала созданных торговой, клиринговой, расчетной и депозитарной систем организованного рынка ценных бумаг для решения задач по размещению и обслуживанию федеральных долговых ценных бумаг. Актуальность такого направления повышается в условиях разработки концепции создания единой системы управления государственным долгом РФ, предусматривающей централизацию учета и управления обязательствами государства.

СОВЕРШЕСТВОВАНИЕ ФОРМ ДОСТУПА УЧАСТНИКОВ К РЫНКУ

В настоящее время на рынке ГЦБ существуют следующие категории участников: эмитент – Министерство финансов РФ (Банк России – в части ОБР), дилеры (первичные дилеры)⁶ и инвесторы, что соответствует базовой двухуровневой (дилер-инвестор) системе доступа участников к рынку ГЦБ. При этом правом непосредственного участия (заключения сделок) на рынке ГЦБ обладают только дилеры – профессиональные участники рынка ценных бумаг, отвечающие требованиям, устанавливаемым Банком России. Инвесторы не имеют права самостоятельно заключать сделки на рынке ГЦБ и действуют через дилеров на основании договоров с ними.

Исходя из условия сохранения в обозримом будущем существующей двухуровневой системы доступа к рынку, в этой сфере представляется целесообразным расширение форм и условий доступа дилеров и инвесторов к рынку в следующих направлениях:

Дилеры на рынке ГЦБ

Предоставление брокерским компаниям, не имеющим лицензий на осуществление депозитарной деятельности, статуса дилера с возможностью использования для обслуживания

⁵ Необходимость выпуска *STRIPS* не вызывает сомнения ни у участников, ни у регуляторов рынка и получила отражение в таких документах, как "Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 год» Банка России, «Стратегия развития Российской Федерации до 2010 года» Фонда «Центр стратегических разработок». Однако, до настоящего времени изменения, которые позволили бы использовать данный механизм на рынке ГЦБ, не внесены в действующее законодательство РФ.

⁶ Действие института первичных дилеров на рынке ГЦБ после кризиса 1998 г. приостановлено. Дилеры и первичные дилеры на рынке ГЦБ имеют равные права и обязанности.

своих клиентов-инвесторов других субдепозитариев на рынке ГЦБ. Функции субдепозитариев по ведению счетов депо инвесторов брокерских компаний могли бы осуществляться:

- непосредственно головным депозитарием на рынке ГЦБ;
- другими дилерами, имеющими депозитарные лицензии (по аналогии с так называемыми «держателями», предусмотренными условиями депозитарного обслуживания в Секции фондового рынка ММВБ);
- депозитариями, не являющимися дилерами/субдепозитариями на рынке ГЦБ, но уполномоченными регулирующими органами на депозитарное обслуживание инвесторов рынка ГЦБ);
- восстановление на рынке ГЦБ в модифицированном виде института первичных дилеров (на первом этапе, возможно, по отдельным выпускам ГЦБ).

Инвесторы на рынке ГЦБ

- обеспечение допуска к участию на рынке ГЦБ на условиях доверительного управления всех категорий институциональных и коллективных инвесторов (ПИФы, ОФБУ, пенсионные фонды, страховые компании и др.) вне зависимости от их организационно-правовой формы;
- предоставление спецдепозитариям-недилерам, обслуживающим НПФ и ПИФы, права выполнять функции субдепозитариев с возможностью открытия в головном депозитарии на рынке ГЦБ корреспондентских счетов депо, операторами которых в части купли-продажи облигаций на рынке могли бы выступать уполномоченные спецдепозитариями дилеры;
- предоставление частным инвесторам современных Интернет-технологий доступа к рынку.

Наряду с технологией «шлюз» важным направлением представляется ориентация Интернет-сайта ММВБ на потенциальных инвесторов, для чего планируется в доступной форме разместить информацию о появлении и становлении рынка ГЦБ, его современном состоянии и перспективах развития, уровнях доходности операций и имитационной модели инвестирования на рынке ГЦБ с пояснением ключевых моментов участия на рынке (роль дилера, ставки комиссии, депозитарное и расчетное обслуживание, налогообложение и т.п.).

Должна повыситься и роль государства в пропаганде рынка. Казначейства США, Канады и Германии занимают активную позицию в продвижении собственных бумаг в массы. Наряду с предоставлением населению возможности купить ГЦБ через финансовых посредников обеспечивается и прямой доступ к этим бумагам. С появлением Интернет-технологий этот доступ «выпрямился» настолько, что любое физическое лицо может купить облигацию прямо у казначейства (например, в США такая система называется Treasure Direct).

Относительно участия инвесторов-нерезидентов на рынке ГЦБ можно сказать следующее. На крупнейших рынках госбумаг в США, Канаде и Германии доли нерезидентов среди владельцев ГЦБ значительны и составляют 22, 24 и 77% соответственно. Вместе с тем такие цифры пока не могут быть ориентиром для российского рынка в посткризисных условиях. В целях стабилизации и поддержания устойчивости рынка ГЦБ, по крайней мере, в обозримом будущем, представляется целесообразным (и это подтверждается политикой Министерства финансов РФ и Банка России) сохранение ограничения участия нерезидентов (табл. 2).

| Инвесторы | 1997 г. | 1998 г. | 1999 г. | 2000 г. | 2001 г. |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Всего инвесторов | 39205 | 39064 | 30063 | 18085 | 16355 |
| В том числе: | | | | | |

| | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Резидентов | 38774 | 38502 | 29577 | 17741 | 15960 |
| Нерезидентов | 431 | 562 | 486 | 344 | 395 |
| <i>Примечание: Все данные приводятся по состоянию на 13 января 2001 г.</i> | | | | | |

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМОВ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА

Развитие механизмов заимствований на первичном рынке ГЦБ

Механизмом проведения первичного размещения эмитентами (Министерством финансов РФ и Банком России – в части ОБР) выпускаемых ими ценных бумаг на рынке ГЦБ являются аукционы смешанного (голландско-американского) типа по размещению выпусков ГЦБ и ОБР⁷. Представляется целесообразным использование этого апробированного механизма для размещения других типов государственных ценных бумаг, например облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ), часть которых могла бы (по решению Министерства финансов РФ) выпускаться вначале в бездокументарной форме с размещением на аукционе и дальнейшей возможностью по желанию владельца конвертирования в бумажный документ.

На наш взгляд, преимущества такого варианта по сравнению с существующим порядком выпуска и обслуживания ОГСЗ заключаются в следующем:

- *во-первых*, современные Интернет-технологии предоставляют всем категориям инвесторов, в том числе и частным, возможность прямого доступа к аукциону и вторичному рынку для совершения операций на нем с ОГСЗ. А ведь ОГСЗ предназначены в первую очередь именно для частных инвесторов;
- *во-вторых*, обеспечивается концентрация спроса и предложения бумаг от участников торгов и тем самым формирование более объективных цен по ОГСЗ. Это должно привести к сужению спреда между ценами купли и продажи бумаг и, как следствие, к снижению издержек инвесторов;
- *в-третьих*, обеспечивается снижение издержек операторов рынка (особенно региональных), так как не требуются расходы на инкассирование (перевозку) пакетов ОГСЗ от продавца к покупателю.

Развитие рыночных механизмов поддержания ликвидности участников рынка ГЦБ

В качестве рыночного механизма поддержания ликвидности участников в настоящее время на рынке ГЦБ реализована технология анонимного рынка междилерского репо с гарантией исполнения вторых частей сделок, предоставляемой Банком России. Однако в силу ограничений, установленных Банком России, этот механизм до настоящего времени не востребован участниками рынка.

Вместе с тем представляется целесообразной разработка и внедрение на рынке новых рыночных механизмов поддержания участниками своей ликвидности, более адаптированных к реальным условиям проведения операций на рынке. К ним в первую очередь относятся: адресные операции репо «все против всех»; кредитование ценными бумагами⁸; кредитование под залог ценных бумаг. Будучи одинаково широко распространенными в мировой практике и являясь близкими по своей экономической сути, перечисленные выше механизмы имеют различную юридическую природу и

⁷ Проводимые в настоящее время на рынке ГЦБ аукционы имеют смешанный тип, поскольку носят в себе черты как американского (в части механизма удовлетворения конкурентных заявок – по ценам заявок), так и голландского (в части механизма удовлетворения неконкурентных заявок – по единой средневзвешенной цене) аукционов.

⁸ В настоящее время кредитование ценными бумагами может осуществляться как в гражданско-правовой форме займов ценных бумаг, так и в форме сделок репо.

последствия. Это делает необходимым их одновременное присутствие на рынке, что создает для участников возможность выбора.

В ближайшей перспективе основные усилия должны быть сосредоточены, по нашему мнению, на восстановлении и развитии на рынке ГЦБ полного спектра операций репо. В первую очередь операций репо между Банком России и дилерами (прямого и обратного) и так называемых операций репо «все против всех» (между дилерами, между дилерами и их клиентами, между клиентами разных дилеров).

Операции репо широко применяются центральными банками в мире и рекомендованы Европейским Центральным банком для всех центральных банков, входящих в Европейскую систему центральных банков. В документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 г.» отмечалось: «Мировой опыт показывает, что операции репо являются наиболее действенным инструментом с точки зрения достижения оперативных целей денежно-кредитной политики». Операции репо предусмотрены и в документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 г.».

Говоря об операциях репо «все против всех», мы, прежде всего, подразумеваем механизм заключения адресных (а не анонимных) сделок. Важность этого аспекта отмечали сами дилеры в процессе общения. Принцип адресности сделок репо с ГЦБ более соответствует международной практике и практике межбанковского рынка, так как учитывает наличие у дилеров внутренних лимитов кредитования на конкретных контрагентов.

Впоследствии, по мере развития операций репо, со стороны Банка России и ММВБ будут внедряться механизмы гарантии исполнения вторых частей сделок репо, например, на базе маржевых взносов участников и/или системы гарантийных фондов.

Говоря о мировом опыте развития рынка репо с государственными ценными бумагами, хотелось бы отметить французский рынок. По данным ТАСИС, этот рынок является крупнейшим в Европе.

Например, только в сентябре 1998 г. оборот по сделкам репо составил около 4,9 млрд. фр. Но особенно важно отметить, что динамично рынок репо во Франции стал развиваться с 1994 г. (в течение года обороты по сделкам репо возросли в три раза!), когда были проведены эффективные реформы в области законодательства и регулирования, определившие статус операций репо и участников этого рынка, а также стимулирующего налогообложения операций.

Развитие системы управления рисками, механизмов клиринга и расчетов на рынке ГЦБ

В настоящее время рынок ГЦБ является практически безрисковым с технологической точки зрения. На нем минимизированы все виды рисков, включая операционные. Это достигнуто за счет созданной на рынке ГЦБ системы управления рисками, базирующейся на следующих основных принципах:

- наличие единой торгово-клиринговой системы, обеспечивающей выполнение на рынке ГЦБ таких системообразующих функций, как единый центр заключения (регистрации) сделок участников; единый центр определения обязательств участников; единый центр обеспечения поставки против платежа (*DVP*);
- регистрация только обязательных для исполнения сделок со 100%-ым предварительным обеспечением по денежным средствам и по ценным бумагам и фактической поставки против платежа на уровне участников⁹ (здесь и далее под участниками мы будем иметь в виду дилеров);

⁹ В настоящее время на рынке ГЦБ при проведении расчетов фактически используется третья модель поставки против платежа (по классификации BIS) на уровне дилеров, что означает: проведение расчетов на

- технологическое и операционное единство торговой, клиринговой, депозитарной и расчетной систем на рынке ГЦБ.

В среднесрочной перспективе развитие системы управления рисками на рынке ГЦБ при сохранении всех ее существующих преимуществ и возможностей должно осуществляться в направлении ее сближения с общепринятыми в мировой практике современными стандартами клиринга и расчетов на финансовых рынках, важнейшими среди которых являются построение системы управления рисками на основе маржевых взносов участников (без 100%-го предварительного резервирования); проведение расчетов по обязательствам участников по денежным средствам и по ценным бумагам на валовой основе по принципу «сделка за сделкой» в ходе операционных циклов (т.е. фактически в режиме реального времени); обеспечение принципа «поставка против платежа» на уровне инвесторов¹⁰.

Эти направления являются магистральными во всем мире, и необходимость их реализации на российском рынке ГЦБ отражает объективные тенденции развития России как части мирового экономического сообщества.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итоги сказанному, хотелось бы отметить, что интенсивное развитие рынка ГЦБ и его инфраструктуры является важной общегосударственной задачей.

Существующая инфраструктура за прошедшие восемь лет на деле доказала свою надежность и эффективность, что признается как участниками и регуляторами рынка ГЦБ, так и ведущими международными экспертами.

Сегодня инфраструктура рынка ГЦБ – это мощная современная инфраструктура, своим потенциалом нацеленная в будущее.

Вот почему автор, говоря о необходимости ее сохранения и развития, исходил, прежде всего, из необходимости обеспечения стабильного функционирования российского рынка ГЦБ в эпоху революционного развития информационных технологий и глобальных интеграционных процессов на мировых финансовых рынках.

Что же касается конкретных технологий и механизмов функционирования, то на современном рынке ГЦБ должны присутствовать все признанные в мировой практике финансовые инструменты и решения. Какие из них окажутся наиболее приемлемыми в российской действительности, покажет время.

основе нетто-обязательств дилеров (определяемых на основе многостороннего неттинга) по денежным средствам и по ценным бумагам; одновременную и окончательную (безотзывную) поставку денежных средств и ценных бумаг на счета дилеров (перевод по ценным бумагам осуществляется/становится окончательным тогда и только тогда, когда произведен окончательный платеж по денежным средствам, и наоборот).

¹⁰ Предполагается обеспечение возможности: для всех категорий инвесторов открытия и ведения денежных счетов в расчетных центрах ОРЦБ и в головном Депозитарии на рынке ГЦБ; контроля юридического завершения расчетов по денежным средствам и по ценным бумагам на счетах всех категорий инвесторов (при всех используемых моделях поставки против платежа и независимо от места ведения счетов инвесторов).