

(27) 2005

№ 5

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

# ДЕПОЗИТАРИУМ



**РЕФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА:  
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ** стр 9

**СТРАТЕГИЯ И СТРАТАГЕМЫ** стр 11

**УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ КАК ПРИОРИТЕТ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО  
РЫНКА** стр 15



**НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР**  
*The National Depository Center*



## СОДЕРЖАНИЕ

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА	
3	<b>Очередные шаги в направлении консолидации расчетной депозитарной инфраструктуры</b> Интервью с Первым заместителем Председателя Банка России, Председателем Совета директоров НДЦ <b>Андреем Козловым</b>
4	<b>Организационное и технологическое реформирование расчетной инфраструктуры</b> <b>Николай Егоров</b> Директор Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр»
СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ	
5	<b>Всю проблематику финансовых рынков не уместить в один документ</b> <b>Алексей Саватюгин</b> Директор Департамента финансовой политики Министерства финансов РФ
6	<b>Институциональная реформа в корпоративном секторе</b> <b>Анна Попова</b> Директор Департамента корпоративного управления МЭРТ РФ
7	<b>Контроль и надзор на финансовом рынке</b> <b>Елена Зенькович</b> Заместитель Председателя Правления ПАРТАД
9	<b>Реформирование системы регулирования финансового рынка: проблемы и перспективы</b> <b>Елена Авакян</b> Председатель Правления НАУФОР
11	<b>Стратегия и страгегемы</b> <b>Петр Лансков</b> Директор Инфраструктурного института ПАРТАД, канд. экон. наук
13	<b>О «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации»</b> <b>Степан Томлянович</b> Директор Депозитария АКБ «РОСБАНК»
15	<b>Управление рисками как приоритет регулирования финансового рынка</b> <b>Андрей Столяров</b> Финансовый директор ИГ «Атон»
16	<b>К вопросу о стратегии развития расчетно-клиринговой инфраструктуры российского фондового рынка</b> <b>Денис Соловьев</b> Заместитель Директора НДЦ, член Совета директоров ПАРТАД, канд. юрид. наук
СТАТИСТИКА	
18	<b>Сделки на рынке негосударственных облигационных займов</b>

## Депозитариум № 5 (27) 2005

### Редакционный совет:

Козлов А. А. — председатель  
Потемкин А. И.  
Егоров Н. В.  
Рыбников А. Э.  
Медведева М. Б.  
Коланьков А. В.

### Редакционная коллегия:

Калашникова Н. Н. — ответственный редактор  
Соловьев Д. В.  
Петров В. С.  
Краснова М. О.  
Кучукова Т. В.  
Ким П. В.  
Плахотная А. Н.

### Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,  
Средний Кисловский пер.,  
д. 1/13, стр. 4  
Телефон: 956-2-659  
Факс: 956-09-38  
Электронная почта: info@ndc.ru  
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru

«Депозитариум» подготовлен к печати редакцией журнала «Рынок ценных бумаг»

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»»  
Адрес: 105082 Москва,  
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8  
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170  
Электронная почта: info@rcb.ru  
Телефон: (095) 785-8100  
Цена договорная  
Отпечатано в ГП «Московская типография № 13» Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка — только по согласованию с Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Издательским домом «РЦБ». Индекс 73346. ISSN 0869-6608 Журнал «Рынок ценных бумаг» 10 (289) май 2005

### ОТ РЕДАКЦИИ

Уважаемые читатели!

Предлагаем вашему вниманию тематический выпуск журнала «Депозитариум», подготовленный совместно с ПАРТАД и посвященный стратегическим вопросам развития финансового рынка, включая их освещение в проекте Стратегии развития финансового рынка России, представленной на рассмотрение Правительства РФ. Представители государственных ведомств, СРО и участники рынка высказывают свои мнения по различным аспектам данной проблемы от функций Центрального депозитария до полномочий мегарегулятора.



совместный проект  
Некоммерческого партнерства  
«Национальный депозитарный центр»  
и журнала «Рынок ценных бумаг»



Интервью с Первым заместителем  
Председателя Банка России,  
Председателем Совета директоров НДЦ  
**АНДРЕЕМ КОЗЛОВЫМ**

## ОЧЕРЕДНЫЕ ШАГИ В НАПРАВЛЕНИИ КОНСОЛИДАЦИИ РАСЧЕТНОЙ ДЕПОЗИТАРНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Общее собрание членов некоммерческого партнерства НДЦ, прошедшее 14 мая 2005 г., ознаменовалось событиями, важными не только для структуры Национального депозитарного центра, но и для всего фондового рынка России. В партнерство приняты новые члены — *ING* Банк и *Deutsche Bank*, которые в качестве вступительного взноса передают НДЦ акции Депозитарно-Клиринговой Компании (ДКК), и ОАО «Газпромбанк», предлагающее к внесению в капитал НДЦ акции ЗАО «Расчетно-депозитарная компания» (РДК), расчетного депозитария по акциям Газпрома, — единственного, кто осуществляет расчеты для всех организованных торговых площадок.

**ДЕПОЗИТАРИУМ Андрей Андреевич, что, на Ваш взгляд, значит вхождение в партнерство НДЦ иностранных участников и передача в качестве вступительного взноса акций ДКК?**

**А. К.** Мы благодарны *ING* Банку и *Deutsche Bank* за принятое решение и доверие, оказанное НДЦ как лидеру процесса консолидации расчетно-депозитарной инфраструктуры.

**ДЕПОЗИТАРИУМ Каков размер передаваемых пакетов?**

**А. К.** *ING* Банк и *Deutsche Bank* вносят по 2,17% акций ДКК, что в оценке, которая нами согласована, составляет

2360 тыс. руб. за каждый из этих пакетов. После этого НДЦ будет принадлежать более 36% акций ДКК.

Смысл приобретения ценных бумаг заключается в том, что НДЦ связан с Депозитарно-Клиринговой Компанией технологически (системой электронного документооборота) и в операционном плане (есть взаимные открытые депозитарные счета) и заинтересован в максимально возможном участии в совете директоров этой организации. Кроме того, передача ценных бумаг такими уважаемыми структурами, как *ING* Банк и *Deutsche Bank* — не просто покупка Национальным депозитарным центром акций ДКК, а знаковое событие, суть которого, повторюсь, в обозначении приоритетов иностранных участников рынка в отношении лидера в процессе консолидации расчетно-депозитарных платформ.

**ДЕПОЗИТАРИУМ Что входит в пакет акций РДК, вносимого Газпромбанком в качестве членского взноса?**

**А. К.** НДЦ уже принадлежит 4% акций Расчетно-депозитарной компании, которые были переданы Национальному депозитарному центру в порядке увеличения размера взноса ММВБ в уставный капитал НДЦ. НДЦ также принял предложение Газпромбанка в отношении продажи свыше 25% акций РДК. Нынешнее внесение

незначительного количества акций РДК проходит в рамках этих договоренностей. Таким образом, НДЦ будет располагать чуть менее 30% акций Расчетно-депозитарной компании. Но главным является не количество акций — продажа этого пакета знаменует начало тесного сотрудничества между НДЦ и РДК.

Мне бы хотелось сделать акцент на принятии в партнерство Газпромбанка. Именно этот факт, а не собственно передача акций, означает начало сотрудничества Газпромбанка и НДЦ. Цель этого сотрудничества — максимальная координация усилий по выстраиванию схемы расчетов акциями Газпрома до и после либерализации рынка этих акций.

В случае если либерализация состоится, участники рынка смогут воспользоваться уже выстроенной системой расчетов акций ОАО «Газпром» и наладить взаимоотношения с учетно-расчетной системой. РДК является единственной расчетно-депозитарной компанией, обслуживающей сделки по акциям Газпрома, а НДЦ заинтересован в организации расчетов этими акциями, так что для Национального депозитарного центра естественно выстраивать отношения с профучастниками через РДК.

**ДЕПОЗИТАРИУМ Прокомментируйте, пожалуйста, введение в совет директоров НК НДЦ представителя ING Банка.**



**А. К.** Действительно, представитель одного из новых партнеров, *ING* Банка, введен в состав совета директоров. Впервые крупный кастодиальный банк (обслуживающий операции *Bank of New York*) принимает решение, *во-первых*, о вхождении в партнерство, *во-вторых*, о вхождении представителя этого крупного кастодиального банка в совет директоров. Это знаковое событие, поскольку крупнейший расчетный депозитарий, каковым является НДЦ, должен быть признан иностранными инвесторами и инфраструктурными организациями, с тем чтобы эффективно и с пользой для российской экономики вписаться в систему международных расчетных депозитарных организаций.



**Николай Егоров**

Директор Некоммерческого партнерства  
«Национальный депозитарный центр»

## ОРГАНИЗАЦИОННОЕ И ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ РЕФОРМИРОВАНИЕ РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Недавние изменения структуры управления Национальным депозитарным центром, связанные с приемом новых партнеров и внесением акций иных расчетных депозитариев в качестве вступительного взноса в Национальный депозитарный центр, а также приобретение этих акций отражают движение Национального депозитарного центра в сторону интеграции расчетно-депозитарной структуры в соответствии с положениями стратегии развития финансового рынка.

К настоящему моменту НДЦ сконцентрировано 36,95% капитала Депозитарно-Клиринговой Компании и сформированы предложения по участию представителей Национального депозитарного центра в совете директоров этой компании. Сотрудничество с другим крупным расчетным депозитарием — Расчетно-депозитарной компанией позволит в короткий срок выдвинуть предложения по организации расчетов на рынке акций Газпрома и подготовиться к грядущей либерализации рынка акций Газпрома.

Следует также отметить, что утвержденная структура Совета директоров НДЦ

### ДЕПОЗИТАРИУМ По каким принципам формируется совет директоров НДЦ?

**А. К.** Совет директоров НДЦ — это недавно учрежденный орган управления, в состав которого входят 12 человек: 6 представителей ММВБ и Центрального банка и 6 представителей партнеров — Сбербанка России, Внешторгбанка, Международного Московского банка, *ING* Банка (Евразия), «Дж. П. Морган Банк Интернешнл» и Газпромбанка, в том числе, как видите, представители двух иностранных банков.

Подчеркну, что состав совета директоров сформирован на паритетной основе, несмотря на то что в настоящее время ММВБ и Центробанк располагают

значительно большей долей голосов в НДЦ, чем участники рынка — 92,48 и 7,52% соответственно. Единственная страховка, своего рода гарантия управляемости компании, которую ММВБ и Центробанк оставляют за собой, — это решающий голос председателя совета директоров по спорным вопросам. Тем не менее можно сказать, что у партнеров, представители которых входят теперь в совет директоров, гораздо больше возможностей оказывать влияние на развитие НДЦ, чем раньше. Тем самым мы демонстрируем стремление НДЦ допустить участников рынка к управлению крупнейшим расчетным депозитарием России. ■

существенным образом изменяет идеологию управления Национальным депозитарным центром. В Совете директоров представительство 50% участников рынка, что формирует систему, отличную от той, в которой доминировали Центральный банк и Московская межбанковская валютная биржа, которым принадлежит более 90% капитала НДЦ. Теперь представители ММВБ, ЦБ РФ и партнеров НДЦ, участники фондового рынка будут формировать политику развития Национального депозитарного центра на паритетной основе. Это отвечает на поставленные ранее вопросы в отношении так называемой «нерыночности» структуры управления Национальным депозитарным центром и снимает значительное количество препятствий на пути построения Центрального депозитария. Мы не так далеки от того момента, когда будем готовы предложить государству консолидированную расчетно-депозитарную структуру для создания на ее основе Центрального депозитария, и надеемся, что ресурсы, которые НДЦ направил на создание этой основы, будут использованы должным образом.

Нельзя не отметить, что усилия НДЦ направлены не только в сторону организационного формирования базы Центрального депозитария. Крупный проект, который начал Национальный депозитарный центр, — создание новой технологической платформы, которая отвечает всем требованиям, предъявляемым к технологическим решениям для Центрального депозитария. В этот проект НДЦ готов вложить ресурсы и в III кв. следующего года обеспечить внедрение и функционирование этой новой технологической платформы, таким образом подготовив и организационно, и технически базу для создания централизованной расчетно-депозитарной структуры. ■



АЛЕКСЕЙ САВАТЮГИН  
Директор Департамента финансовой политики  
Министерства финансов РФ

## ВСЮ ПРОБЛЕМАТИКУ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ НЕ УМЕСТИШЬ В ОДИН ДОКУМЕНТ<sup>1</sup>

«Стратегия развития финансового рынка РФ» (далее — Стратегия) — не плод сознания только Федеральной службы по финансовым рынкам, в целом эта Стратегия уже согласована со всеми финансово-экономическими ведомствами, в том числе Министерством финансов РФ, Минэкономразвития, Центральным банком, и будет скоро внесена в Правительство.

Участниками «круглого стола» «Проблемы и приоритеты развития финансового рынка России», организованного НАУФОР и ПАРТАД, высказывались замечания, что Стратегия не охватывает все аспекты жизнедеятельности финансовых рынков.

Но она и не призвана охватывать все аспекты. В ней ничего не написано про налоговую реформу, про налоговые последствия и вообще про налоговые новации, не потому, что правительство считает, что налогообложение на финансовом рынке у нас идеальное. Это сделано сознательно, потому что если бы мы обсуждали налоговые вопросы, то написание Стратегии затянулось бы еще на несколько месяцев.

Там ничего не сказано про банковский сектор, про его реформирование и про его роль на финансовых рынках, потому что в начале апреля правительство под писало «Стратегию развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 г.», которая достаточно долго обсуждалась банковским сообществом.

Вскользь сказано про страховой рынок. В России действует «Стратегия развития страхового рынка», которая принята 3 года назад и которая своей актуальности еще не потеряла. Это сфера другой компетенции.

В Стратегии мало сказано о развитии финансовых инструментов, потому что сегодня Министерством финансов подготовлена и скоро будет внесена на рассмот-

рение в правительство и опубликована «Долговая стратегия развития Российской Федерации до 2008 г.» — планы по развитию рынка государственных бумаг, внешних и внутренних заимствований.

Пенсионная реформа упомянута всего в нескольких словах, потому что это очень большая тема, которая требует отдельного обсуждения. Она охватывает широкий круг вопросов — от правового статуса Пенсионного фонда и статуса Внешэкономбанка до проблем развития частного сектора. Есть определенные предложения, как должна быть организована система либерализации рынка пенсионных накоплений, чтобы не терять устойчивость частного финансового сектора и придать импульс развитию частных управляющих компаний и развитию внутреннего рынка ценных бумаг.

Кроме того, капитализация российского рынка акций уже превышает 270 млрд долл., так что несколько миллиардов рублей пенсионных денег, которые придут на рынок, не должны беспокоить профессиональных участников.

Злободневная и для рынка, и для власти тема — создание системы регулирования и саморегулирования, построение мегарегулятора. Разграничение полномочий между саморегулированием и государственным регулированием, надзором как таковым и регулированием — тоже проблема. Сейчас в финансово-экономическом блоке Правительства РФ есть общее видение необходимых изменений в системе регулирования на финансовых рынках. Существует определенная концепция создания мегарегулятора, и многие возможные опасения участников рынка снимаются ей. Концепция еще не опубликована, но она есть, и это тоже отдельная тема.

Всю проблематику функционирования финансовых рынков нельзя уместить

в один документ. Поэтому при обсуждении Стратегии я бы призвал участников рынка говорить не о том, что в ней не прописано подробно, а о том, что в ней есть, в том числе, что стоит изменить, что может оказаться сложным в реализации, что вызывает опасения у участников рынка.

К сожалению, биржевое, фондовое лобби у нас в стране слабо развито по сравнению с банковским и страховым. По многим вопросам наблюдается явный конфликт интересов разных групп. Сейчас МЭРТ курирует написание закона о биржах и организованной деятельности и сталкивается с противоречиями в интересах биржевого и брокерского сообщества, инфраструктурного сообщества. Подозреваю, что Минфин, который скоро приступит к написанию закона о клиринге, столкнется с тем же самым — неконсолидированным мнением сообщества по поводу закона о клиринге. Полагаю, что и ФСФР при подготовке Закона о Центральном депозитарии не видит консолидированной позиции сообщества по данному вопросу. Многострадальный закон о производных финансовых инструментах не имеет единогласной поддержки среди участников фондового рынка.

В России на не очень развитом рынке шесть структур имеют лицензию саморегулируемых организаций. Плюс две Ассоциации пенсионных фондов, плюс Ассоциация участников вексельного рынка, плюс Российский биржевой союз, плюс Ассоциация участников производных инструментов. О каком мнении профессионального сообщества можно говорить, когда мнения как такового нет? Сегодня во многих случаях инициатором развития рынка, «придумывателем», «креатором» выступают государственные чиновники или депутаты, чего, конечно, не должно быть. ■

<sup>1</sup> По материалам «круглого стола» «Проблемы и приоритеты развития финансового рынка России», организованного НАУФОР и ПАРТАД. Конференц-зал ММВБ. 19 апреля 2005 г.





Анна Попова

Директор Департамента корпоративного  
управления МЭРТ РФ

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ РЕФОРМА В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ<sup>1</sup>

В связи с обсуждением Стратегии развития финансового рынка хотелось бы остановиться на проблемах, связанных с корпоративным управлением. В Стратегии действительно затронуты эти вопросы, но затронуты одним «мазком», недостаточно комплексно. С одной стороны, это понятно, так как мы не можем в одном документе в должной мере осветить подробно все вопросы, лежащие на стыке развития фондового рынка и других сегментов экономики, с другой стороны, у нас пока не существует комплексного понимания того, какие реформы необходимы в корпоративном секторе.

В корпоративном законодательстве многое необходимо осуществить в приоритетном порядке и в ближайшей перспективе. То, что в течение многих лет регулятор финансового рынка в основном защищал права миноритарных акционеров — акционеров, не претендующих на управление компаниями и, соответственно, заинтересованных в получении дохода, наверное, упрек всем представителям госорганов, в том числе и мне. Однако механизмы защиты миноритарных акционеров, которые были встроены

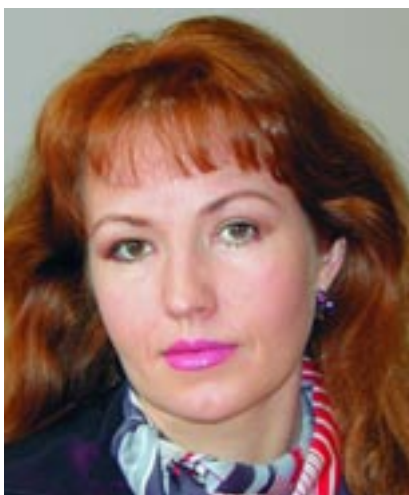
в корпоративное законодательство, стали использоваться совсем в других целях в корпоративных конфликтах между крупными собственниками. Это серьезный перекос нашего законодательства и реальная проблема, решение которой станет делом не столь отдаленного будущего, но потребует очень существенных временных затрат и усилий и профессионального сообщества, и бизнеса, и законодателей, и органов государственной власти. Прежде чем приступать к этой работе, нужен комплексный анализ имеющихся сегодня механизмов и дисбалансов, образовавшихся на всем пути развития корпоративного законодательства.

В настоящее время при Минэкономразвития создан Экспертный совет по корпоративному управлению, куда вошли известные цивилисты и законодатели, представители науки и бизнеса, ассоциаций участников фондового рынка. У нас создана рабочая группа, по итогам работы которой в СМИ — «Ведомостях», соответствующих сайтах в Интернете — уже опубликовано несколько статей, содержащих первоначальные выводы, которые сделали наши экспер-

ты. Пока не отмечено возражений против тех позиций, которые там сформулированы. В ближайшее время на основе проведенных исследований появится концепция (наверное, ее еще рано называть стратегией) развития корпоративного законодательства, которая четко расставит приоритеты. Соответственно, эти приоритеты лягут в основу законодательной работы на 2005—2008 гг. За 3 года мы должны решить многие накопившиеся проблемы, мешающие развитию фондового рынка.

Надеюсь, что одно из ближайших совещаний в МЭРТ с участием представителей рынка будет посвящено обсуждению данной концепции. ■

<sup>1</sup> По материалам «круглого стола» «Проблемы и приоритеты развития финансового рынка России», организованного НАУФОР и ПАРТАД. Конференц-зал ММВБ. 19 апреля 2005 г.



ЕЛЕНА ЗЕНКОВИЧ

Заместитель Председателя Правления ПАРТАД

## КОНТРОЛЬ И НАДЗОР НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

В области правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг существуют вопросы, по которым нормативно-правовые и контрольно-надзорные функции, помимо Федеральной службы по финансовым рынкам, осуществляют различные органы исполнительной власти и Центральный банк РФ. В частности, к ним относятся:

1. По вопросам противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, коррупции и финансирования терроризма *Министерство финансов* разрабатывает и утверждает нормативные акты. *Федеральная служба по финансовому мониторингу* осуществляет контроль и надзор за выполнением юридическими и физическими лицами требований законодательства о противодействии (легализации) доходов.

2. По вопросам обязательного пенсионного страхования и негосударственного пенсионного обеспечения *Министерство финансов* осуществляет регулирование, контроль и надзор в сфере формирования и инвестирования

средств пенсионных накоплений. *Министерство здравоохранения и социального развития* выполняет функции по нормативно-правовому регулированию в области негосударственного пенсионного обеспечения.

3. По вопросам валютного регулирования и валютного контроля *Федеральная служба финансово-бюджетного надзора (Росфиннадзор)* осуществляет контроль и надзор за соблюдением резидентами и нерезидентами валютного законодательства РФ, а также за соответствием проводимых валютных операций условиям лицензий и разрешений; ведет производство по делам об административных правонарушениях. *Центральный банк* является органом валютного регулирования в рамках своей компетенции.

Необходимо иметь в виду, что контроль и надзор в сфере предпринимательской деятельности — способы обеспечения законности, в том числе на рынке ценных бумаг. Считается, что регулирование как функция государственного управ-

ления направлено на осуществление следующих целей контроля: соблюдение законодательства, поддержание стабильности общественных отношений, повышение эффективности государственного регулирования<sup>1</sup>. В то же время в числе целей надзора называют обеспечение общей легитимности управления за счет улучшения качества управленческих решений и защиты прав граждан, большей открытости в деятельности органов управления<sup>2</sup>.

При исследовании проблемы различий контроля и административного надзора и их соотношения возникает вопрос об объеме полномочий органов, регулирующих рынок ценных бумаг.

В научной и учебной литературе<sup>3</sup> приводятся различные трактовки понятий и категорий в области контроля и надзора. С одной стороны, существует мнение, что административный надзор — это разновидность надведомственного государственного контроля, с другой — что это самостоятельный вид контрольно-надзорной деятельности органов исполнительной власти<sup>4</sup>. В частности, специалистами

<sup>1</sup> Административное право: Учебник / Под ред. Л. Л. Попова. М.: Юристъ, 2002. С. 441.

<sup>2</sup> Галлиган Д., Полянский В. В., Стариков Ю. Н. Административное право: история развития и основные современные концепции. М.: Юристъ, 2002. С. 333.

<sup>3</sup> См.: Студенникова М. С. Государственный контроль в сфере управления: Проблемы надведомственного контроля. М., 1974. С. 7–19; Советское административное право: Методы и формы государственного управления. М.: Юридическая литература, 1977. С. 183, 241; Административное право: Учебник / Под ред. Л. Л. Попова. М.: Юристъ, 2002. С. 441–463; Приходько Е. О некоторых проблемах правового регулирования государственного контроля и надзора: Административно-правовое регулирование в сфере экономики (5-е Лазаревские чтения) // Государство и право. 2001. № 12. С. 20.

<sup>4</sup> Административное право: Учебник / Под ред. Л. Л. Попова. М.: Юристъ, 2002. С. 460.



по банковскому законодательству высказывается позиция о фактической реализации Банком России не столько контрольных, сколько надзорных полномочий, что вызвано законодательными ограничениями на право Банка России вмешиваться в оперативную и хозяйственную деятельность кредитных организаций<sup>5</sup>.

Сравнительный анализ существующих подходов (см. таблицу) приводит к выводу, что функция контроля не ограничивается кругом вопросов, связанных с соблюдением обязательных предписаний, а включает анализ фактического положения дел, их сопоставление с намеченными целями, выступает источником принятия новых решений и направлена на установление целесообразных и эффективных взаимоотношений элементов системы. Именно такое понимание контроля дает возможность отделить его от других видов деятельности<sup>6</sup>. А специфика надзора проявляется в ограничении пределов его компетенции только проверкой законности действий конкретного объекта.

В прошлогоднем докладе ФСФР говорилось о возможности создания в несколько этапов единого органа по регулированию и надзору за всеми секторами финансового рынка, включая банковский сектор. Так как такой орган не вписывается в структуру федеральных органов исполнительной власти и не может функционировать в качестве министерства, то его формирование возможно только на основе специального закона, который определит его правовое положение, структуру, компетенцию и полномочия. В проекте Стратегии развития финансового рынка РФ, разработанном ФСФР, с учетом целей и задач, предусмотренных проектом Программы Правительства РФ о социально-экономическом развитии России на среднесрочную перспективу (2005–2008 гг.) предлагается подготовить закон о Федеральной экономической службе по финансовому рынку.

Предложения ФСФР, касающиеся изменений в структуре федеральных органов исполнительной власти<sup>7</sup>, пока представлены без должного обоснования, однако значимость этого вопроса несомненна. Если имеющиеся органы неэффективно реализовывают свои управленческие функции, то, прежде чем осуществлять их объединение в мегарегулятор, следует тщательно изучить, какие из функций следует передать вновь

создаваемому органу, а также соответствуют ли затраты, которые будут вызваны его существованием, предполагаемой отдаче<sup>8</sup>?

Как известно, системы контроля и надзора находятся в определенной зависимости от соотношения централизации, децентрализации и децентрализации в сфере управления.

Возможно, наилучшая организация надзора на финансовом рынке — сосредоточение его в рамках специализированного органа, который обеспечивал бы

целесообразным возложить на ФСФР осуществление надзорных функций. При этом саморегулируемые организации могли бы установить систему контроля деятельности своих членов применительно к текущей проблематике рынка и изменяющейся ситуации на нем. А регулирование значительной части отношений на финансовом рынке должно осуществляться путем переноса основных требований к его участникам на уровень соответствующих законов и постановлений Правительства РФ.

#### СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СУЩЕСТВУЮЩИХ ПОНЯТИЙ КОНТРОЛЯ И НАДЗОРА

	Контроль	Надзор
Сущность	<p>1. Наблюдение за соответствием деятельности подконтрольного объекта тем предписаниям, которые объект получил от управляющего органа. Контроль позволяет получить оперативную достоверную информацию, выявить отклонения от требований управленческих решений, причины отклонения и определить пути преодоления препятствий.</p> <p>2. Контроль включает проверку состояния дел подконтрольного объекта не только с точки зрения законности, но и целесообразности. Контрольной деятельности присущ организационный аспект. Контролирующий орган вправе вмешаться в оперативно-хозяйственную деятельность</p>	<p>Наличие комплекса административно-властных средств, с помощью которых происходит влияние надзорного органа на объект. Форма активного наблюдения сопровождается применением мер административно-властного характера.</p> <p>Связан с проверкой только законности действий конкретного объекта надзора, не целесообразности. Не допускается вмешательство в оперативно-хозяйственную деятельность*</p>
Объект и субъект наблюдения и проверки	<p>По объекту — обычно касается конкретных органов: предприятий, учреждений, организаций, общественных организаций.</p> <p>По субъекту — контрольные полномочия принадлежат всем вышестоящим органам и организациям</p>	<p>Осуществляется в отношении неопределенного круга лиц, отсутствует организационная подчиненность субъектов надзора и поднадзорных объектов</p>
Виды	<p>1. По характеру деятельности:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- общий;</li> <li>- специализированный.</li> </ul> <p>2. По стадии:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- предварительный (превентивный);</li> <li>- текущий;</li> <li>- последующий.</li> </ul> <p>3. Из организационной взаимосвязи контролирующего и подконтрольного:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- внутренний, осуществляется самими объектами контроля;</li> <li>- внешний, осуществляется со стороны других органов;</li> <li>- надведомственный или межотраслевой;</li> <li>- внутриведомственный или отраслевой;</li> <li>- общественный, осуществляется общественными организациями во взаимодействии с органами управления</li> </ul>	<p>По стадии:</p> <p>1. Предварительный:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- анализ информации о поднадзорном объекте;</li> <li>- разработка и доведение до объекта надзора норм, правил его функционирования.</li> </ul> <p>2. Текущий:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- систематическое и непосредственное наблюдение;</li> <li>- проверки.</li> </ul> <p>3. Заключительный:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- анализ общего положения объекта надзора;</li> <li>- выявление тенденций;</li> <li>- разработка предложений</li> </ul>

\* По мнению М. С. Студенниковой, только для прокурорского надзора характерно «полное невмешательство» в оперативную деятельность объектов. (См.: Студенникова М. С. Государственный контроль в сфере управления: Проблемы надведомственного контроля. М., 1974. С. 19.)

единое решение вопроса, касающегося ряда отраслей управления, а также обладал бы возможностью применения мер административного принуждения при строгом ограничении их правовыми положениями.

Исходя из первоначальных целей Указа Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314, состоящих в разграничении управленческих функций по нормотворчеству, контролю и надзору, представляется

В этом случае механизмы саморегулирования и государственного регулирования будут работать во взаимодействии. Необходима эффективная система их координации, которая позволила бы избежать дублирования функций и в результате обеспечила бы рациональное использование государственных средств. ■

<sup>5</sup> Банковское право Российской Федерации. Особенная часть: Учебник: В 2 т. М.: Юрист, 2001. Т. 1. С. 339–341.

<sup>6</sup> Студенникова М. С. Государственный контроль в сфере управления: Проблемы надведомственного контроля. М., 1974. С. 7.

<sup>7</sup> См.: Проект Стратегии развития финансового рынка РФ.

<sup>8</sup> Подробнее см.: Юсупов В. А. Научная организация исполнительной власти: Учебное пособие. Волгоград, 1998. С. 60–67.



ЕЛЕНА АВАКЯН  
Председатель Правления НАУФОР

## РЕФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Вопрос развития финансового рынка в современной России всегда был актуален, тем не менее целостной концепции до настоящего времени не существовало. Федеральная служба по финансовым рынкам совместно с другими ведомствами по поручению Правительства РФ в начале года подготовила и представила на общее обсуждение среднесрочный программный документ «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации». На всех этапах работы над этим документом НАУФОР проводила консультации с руководством и экспертами федеральных органов исполнительной власти, которым была поручена разработка стратегии, в результате чего многие ее предложения были учтены и инкорпорированы в представленную ФСФР стратегию. Однако часть принципиальных положений остались «за кадром» или затерялись в слишком расплывчатых формулировках.

Желая придать новый импульс экспертной дискуссии в профессиональном сообществе, НАУФОР подготовила для обсуждения доклад «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2008 г.». Цель данного доклада — предложить видение стратегических направлений развития финансового рынка, принимая во внимание и государственную политику, и интересы

профессионального сообщества. Кроме того, Ассоциация высказала свое мнение о путях реформирования системы регулирования финансового рынка, которое, как мы полагаем, интересно для обсуждения.

Прежде всего, по нашим оценкам, сложившаяся к настоящему времени система регулирования, надзора и правоприменения на финансовом рынке сильно отстает от рыночной практики, мировых тенденций и является одним из основных факторов, сдерживающих развитие финансового рынка. В среднесрочной перспективе необходимо:

- привести систему регулирования и надзора на финансовом рынке в соответствие с общепринятой мировой практикой;
- наделить органы регулирования необходимыми полномочиями и ресурсами;
- обеспечить публичность и прозрачность их деятельности;
- установить ответственность органов регулирования за свои действия и определить методы обеспечения ответственности;
- организовать общественный контроль над деятельностью регуляторов финансового рынка.

Только в этом случае мы можем рассчитывать на появление новых инструментов и услуг, совершенствование профессиональной деятельности, укрепление ры-

ночной дисциплины, интеграцию российского финансового рынка и его участников в мировое финансовое сообщество.

За последние два десятилетия мировые финансовые рынки развивались в четырех ключевых направлениях:

1. Глобализация.
2. Функциональная интеграция.
3. Финансовые инновации.
4. Внедрение интернет-технологий.

Эти тенденции повысили эффективность финансовых рынков, значительно расширили спектр продуктов и услуг, сделали их более доступными для всех категорий инвесторов. Вместе с тем они значительно усложнили деятельность регуляторов, поставили перед ними новые и совсем не простые задачи. Они породили и новые риски, которые нужно идентифицировать и ограничивать. Регуляторы вынуждены перестраивать стиль и методы деятельности, резко повышать ее оперативность, оптимизировать организационную структуру, бизнес-процессы и совершенствовать технологии. Новой угрозой для развитых финансовых рынков стали терроризм, природные и техногенные катастрофы. Это вынудило рыночных регуляторов разрабатывать и внедрять методы и технологии антикризисного регулирования.

Общемировые тенденции в той или иной степени уже затронули российский



финансовый рынок, несмотря на его отсталость по сравнению с развитыми странами. По мере роста российской экономики и интеграции России в мировое сообщество эти проблемы будут проявляться все больше и больше. Адекватные ответы на них должны быть сформулированы сегодня, а реализованы в среднесрочной перспективе.

В мировой практике отсутствует общепринятая модель построения системы регулирования финансового рынка. Каждая из стран ищет и находит свои, нередко очень разные подходы. Они базируются на адаптации мирового опыта к сложившейся правовой системе национальных традиций. Тем не менее в интегральном виде общие цели и принципы регулирования финансового рынка формулируются международной организацией регуляторов финансового рынка *IOSCO*<sup>1</sup>, полноправным членом которой является и Россия. Документы этой организации не являются обязательными к исполнению национальными регуляторами, более того, они предоставляют достаточную свободу для творчества. Однако, принимая во внимание стремление России к укреплению своих позиций на мировой арене, было бы логично взять подготовленные *IOSCO* рекомендации и выстраивать систему регулирования российского финансового рынка на их основе, не копируя ни одну из имеющихся национальных систем регулирования.

Согласно рекомендациям *IOSCO* регулятор финансового рынка преследует три главные цели:

1. *Защита инвесторов.*
2. *Обеспечение справедливой, эффективной и прозрачной работы финансового рынка.*
3. *Снижение систематических рисков.*

Кроме того, установлено 30 общих принципов деятельности финансового регулятора, в соответствии с которыми выстраивается методология оценки эффективности деятельности национальных регуляторов.

В среднесрочной перспективе предлагается:

- декларировать приверженность России международным принципам регулирования финансового рынка;
- перестроить систему регулирования финансового рынка, руководствуясь международными рекомендациями;
- провести оценку деятельности регулятора финансового рынка, исходя из международных подходов, в том числе стандартов *IOSCO*<sup>2</sup>.

Говоря о регулировании финансового рынка, было бы неправильным обойти вопрос саморегулирования. Думаю, что выскажу общее мнение всех СРО: в стратегии ФСФР о нас сказано крайне мало. Ничего не говорится и об отношении к законопроекту «О саморегулируемых организациях», который прошел первое чтение еще в октябре 2003 г., а потом «завис» в правительстве. Игнорирование факта сложившейся на финансовом рынке системы саморегулирования является, по нашему мнению, неправильной позицией, которая нуждается в корректировке.

Развитие системы саморегулирования во всех областях экономики — одно из приоритетных направлений административной реформы<sup>3</sup>. В настоящее время саморегулирование на финансовом рынке уже прошло несколько этапов в своем развитии, имеет законодательное оформление, приобрело устойчивые черты и заняло определенную нишу в общей системе регулирования финансового рынка. Саморегулирование как инструмент выстраивания государственно-общественных отношений — важный институт гражданского общества, способствующий укреплению рыночной дисциплины, совершенствованию и развитию профессиональной деятельности на финансовом рынке. **В среднесрочной перспективе предлагается активизировать деятельность саморегулируемых организаций по следующим направлениям:**

- разработка собственных правил и стандартов профессиональной деятельности;
- внедрение эффективных механизмов контроля над соблюдением законодательства, правил и стандартов профессиональной деятельности;
- разработка этических норм поведения на финансовом рынке и контроль за их соблюдением;
- урегулирование конфликтов;
- создание различных механизмов и инструментов обеспечения ответственности за ущерб, наносимый инвесторам членами СРО;
- развитие инструментов влияния на властные структуры с целью продвижения интересов профессионального сообщества;
- обучение и аттестация специалистов финансового рынка и др.

Необходимо также отметить, что развитие институтов саморегулирования позволяет более эффективно функционировать органам государственного надзора, освобождая их от части рутинных опера-

ций и нагрузок, а также снижает коррупционную нагрузку на бизнес. Для более эффективного вовлечения СРО в процессы регулирования на финансовом рынке необходимо ускорить принятие закона «О саморегулируемых организациях».

Кроме того, надо понимать, что государственный орган надзора может увеличиваться вслед за расширением финансового рынка только до определенных пределов, потом ему придется искать возможности для делегирования своих полномочий. По нашему мнению, этот предел наступит уже в среднесрочной перспективе.

Финансовая система государства представляет собой сложное сочетание рынков, институтов, инструментов и технологий. На фондовом рынке пересекается множество интересов, которые приходится согласовывать регулятору финансового рынка. Прежде всего это интересы потребителей финансовых услуг, профессиональных участников рынка и эмитентов. Система финансового регулирования требует внимательного подхода к организации и настройке, поэтому она не вписывается в стандартизованную структуру федеральных органов исполнительной власти. В среднесрочной перспективе предлагается существенно изменить организацию регулирования финансового рынка, действующих органов надзора и контроля.

**Целесообразно придать органу регулирования финансового рынка публичный статус, использовать в его деятельности коллегиальные процедуры принятия решений с привлечением к работе профессионального сообщества, саморегулируемых организаций и независимых экспертов.** При такой организационной структуре и принципах управления возможно автономное администрирование правоустанавливающих и надзорных функций в рамках одного учреждения.

Важнейшая задача, которую необходимо решить в ближайшие годы, — улучшение информационной прозрачности регулятора финансового рынка. Для этого предлагается ввести детально разработанные нормы и процедуры раскрытия регулятором информации о состоянии финансового рынка, его профессиональных участниках и принимаемых решениях. Целесообразно также ввести в практику периодическую публичную отчетность регулятора финансового рынка и ее обсуждение. В целом необходимо разработать специальный закон, регулирующий все аспекты деятельности регулятора финансового рынка. ■

<sup>1</sup> *Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO. 2003. May.*

<sup>2</sup> *Assessing for Objectives & Principles of Securities Regulation. IOSCO. 2003. October.*

<sup>3</sup> Указ Президента РФ от 23 июля 2003 г. № 824 «О мерах по проведению административной реформы в 2003–2004 гг.».

**ПЕТР ЛАНСКОВ**

Директор Инфраструктурного института ПАРТАД,  
канд. экон. наук

## СТРАТЕГИЯ И СТРАТАГЕМЫ

С философской точки зрения, в стратегии, как плане достижения значимых целей, порядок реализации важнее обоснования, так как «главной фигурой стратегии является сам субъект осуществления действий»<sup>1</sup>. В проекте Стратегии развития финансового рынка РФ (далее — Проект Стратегии) форма полностью соответствует содержанию: ее главным действующим лицом является ФСФР, которая сама ставит себе задачи, а в качестве основного средства их достижения определяет преобразование себя в мегарегулятор, с автономными от бюджета источниками финансирования.

Таким образом, необходимо рассмотреть отдельные положения Проекта Стратегии, имеющие непосредственное отношение к тематике данного издания в рамках триады «цель — обоснование — роль субъекта реализации».

Исходя из поставленных целей, Проект Стратегии выгодно отличается от подобного рода документов, ранее выходявших из недр ФКЦБ. Действительно, необходимо превратить финансовый рынок России в работающий механизм привлечения инвестиций. Однако возникают вопросы относительно конкретного пе-

речня дефектов этого механизма и способах их устранения.

Основная причина перемещения рынка российских корпоративных бумаг за рубеж — отнюдь не в отсутствии в стране структуры с формальной вывеской Центрального депозитария, а в том, что за границей находятся основные инвесторы, приобретающие российские ценные бумаги, и их деньги нужны отечественному бизнесу больше, чем он им. Поэтому российским эмитентам приходится бегать за инвесторами, а не наоборот.

Признаваемую всем профессиональным сообществом задачу обеспечения конкурентоспособности России на мировом рынке инфраструктурных услуг в Проекте Стратегии предполагается решить путем ограничения возможностей для плодотворной конкуренции в данной сфере внутри страны. Проблема лишь в том, что масштаб российской экономики за пределами ее сырьевой части не позволяет Москве конкурировать с Нью-Йорком, Лондоном или Токио за роль центра финансового рынка независимо от количества российских бирж и депозитариев. Вместо административных усилий по централизации расчетов по ценным бума-

гам, которая могла бы осуществляться и естественным путем, было бы неплохо использовать энергию регулятора в мирных целях, например путем создания биржи по торговле контрактами на российские природные ресурсы за рубли в России. Это, кстати говоря, помогло бы обеспечить быструю и полную конвертируемость рубля.

А настойчивые попытки рекламировать в Проекте Стратегии будущий Центральный депозитарий (ЦД) в качестве лекарства от всех болезней инфраструктуры в лучшем случае заблуждение самих разработчиков проекта, а в худшем — стратагема в ее традиционном понимании, как «уловки, вводящей в заблуждение партнеров по игре»<sup>2</sup>. Тем более что на сегодняшний день критикуемая множественность (двойственность) систем торговли и сопутствующих им расчетных депозитариев связана исключительно с прежней политикой ФКЦБ и ЦБ РФ, выстраивавших данные системы под себя.

Если регулирующие органы, осознав свои ошибки, хотят устранить эту двойственность в расчетной инфраструктуре, объединив ДКК и НДЦ, то об этом и надо говорить, а еще лучше — это сделать.

<sup>1</sup> Современный философский словарь / Под ред. В. Е. Кемерова. Лондон: ПАНПРИНТ, 1998.

<sup>2</sup> Там же.



К сожалению, судя по Проекту Стратегии, в создание ЦД его авторами вкладывается иной смысл. В частности, предполагается наделить ЦД монопольными правами на присутствие в реестрах владельцев ценных бумаг в качестве номинального держателя. Таким образом, почти «естественная» монополия ЦД на расчеты по ценным бумагам по итогам организованной торговли как единого расчетного депозитария торговых площадок дополняется совсем уже «неестественной» монополией на представление интересов инвесторов в системах ведения реестров и при осуществлении корпоративных действий. Если отрицательный эффект от первой из них может быть (теоретически) компенсирован широким участием торгующих клиентов Центрального (расчетного) депозитария в управлении им, то наличие ЦД как единственного номинального держателя в реестрах превращает его в рантье по отношению к внебиржевому рынку. В этом

случае его услуги фактически навязываются и институтам коллективного инвестирования, в том числе зарубежным инвесторам, о необходимости снижения транзакционных издержек которых в Проекте Стратегии сказано немало справедливых слов.

Интересно, что данное предложение, гарантирующее безбедную жизнь ЦД, не согласуется с выражаемым в Проекте Стратегии удовлетворением от увеличения количества кастодиальных депозитариев (737 шт.), которые «обеспечивают распространение рынка депозитарных услуг практически по всем территориям и регионам России»<sup>3</sup>.

В то же время в Проекте Стратегии делается попытка обосновать разделение депозитариев на разные уровни и ограничить количество этих уровней, т. е. длины междепозитарной цепочки. Такого рода деление депозитариев на хранителей и попечителей уже предпринималось

ФКЦБ в 1997 г. и закончилось провалом. Но тогда это разделение хотя бы основывалось на разных видах лицензий. В данном случае разделение на уровни предполагается осуществлять в рамках одного и того же вида деятельности, а отнесение депозитария к тому или иному уровню, скорее всего, будут осуществлять чиновники на основании ими же устанавливаемых требований. На самом деле ничто не мешает действующим расчетным депозитариям и/или их объединению ограничивать круг своих клиентов или количество их уровней (исходя из технологических возможностей) с целью ограничения рисков.

Несмотря на подобного рода замечания, сама возможность обсуждения Проекта Стратегии до ее принятия, представленная нынешним регулятором финансовых рынков, оставляет надежду на то, что они будут учтены при доработке проекта или реализации Стратегии. ■

<sup>3</sup> Проект Стратегии развития финансового рынка РФ // [www.fcsm.ru/strateg.asp?ob\\_no=12195](http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=12195).

## ПРОЕКТЫ НДЦ

### НДЦ ОТКРЫЛ СЧЕТ В CLEARSTREAM BANKING

11 мая 2005 г. НДЦ открыл счет в *Clearstream Banking S.A.* — ведущей международной расчетно-клиринговой организации, обеспечивающей расчеты по облигациям и акциям на международном и локальных рынках.

Наличие счета в *Clearstream Banking S.A.* дает возможность НДЦ предоставлять своим депонентам полный спектр депозитарных услуг в соответствии с международными стандартами расчетно-депозитарного обслуживания.

Для открытия счета НДЦ было получено разрешение Центрального банка Российской Федерации на открытие и использование банковского

счета в зарубежном банке (в соответствии с Положением Банка России от 28 апреля 2004 г. № 256-П).

Уже в течение года НДЦ взаимодействует с *Clearstream Banking S.A.* через счет Расчетной палаты ММВБ. В ближайшее время НДЦ планирует приступить к осуществлению операций с еврооблигациями Российской Федерации, используя свой счет, открытый непосредственно в *Clearstream Banking S.A.* Новый порядок учета и хранения ценных бумаг позволит сократить операционные расходы, повысить скорость проведения операций, а также упростить технологию осуществления операций.

Более подробную информацию о деятельности НДЦ можно получить на сайте <http://www.ndc.ru>.

### НДЦ ПРИЗНАН НАЦИОНАЛЬНЫМ НУМЕРУЮЩИМ АГЕНТСТВОМ ПО РОССИИ

25–26 апреля 2005 г. по итогам рабочего визита в Россию членов Совета директоров Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА) и представителей *Wertpapier—Mitteilungen (WM)* был подписан протокол о соответствии НДЦ требованиям, предъявляемым к Национальному нумерующему агентству по России (ННА по России).

Визит был организован НДЦ с целью ознакомления членов Совета директоров АННА с процедурой учета и хранения информации по ценным бумагам и ИТ-технологиям, применяемым в НДЦ.

В результате ознакомления с деятельностью НДЦ и его позиционированием в качестве ведущего расчетного депозитария российского фондового рынка представители АННА и *WM* пришли к выводу, что структура и направления деятельности НДЦ, кадровые и информационные ресурсы, а также технические средства отвечают требованиям, предъявляемым к национальным нумерующим агентствам, и НДЦ готов к выполнению функций по присвоению международных идентификационных кодов ценным бумагам, зарегистрированным для обращения в Российской Федерации.

В ходе встреч представителей АННА и *WM* с ведущими участниками российского фондового рынка и представителями государственных орга-

нов исполнительной власти и учреждений сформировалось положительное мнение о передаче НДЦ всех функций ННА по России. Функции по присвоению кодов ценных бумаг *ISIN* заявлены в концепции Федерального закона «О Центральной депозитарии».

### СПРАВКА

НДЦ является членом АННА с 1999 г. и активно проводит работу по продвижению международных правил кодификации ценных бумаг на российском фондовом рынке, руководствуясь нормативными документами АННА, стандартами *ISO 6166* и нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Ассоциация национальных нумерующих агентств объединяет более 60 организаций, каждая из которых в своей стране выполняет функции Национального агентства по присвоению международных идентификационных кодов ценным бумагам и другим финансовым инструментам (*International Securities Identification Number*).

*Wertpapier—Mitteilungen (WM)* — организация, выступающая в качестве замещающего агентства в АННА по присвоению ценным бумагам российских эмитентов *ISIN*-кодов.

Более подробную информацию о деятельности НДЦ можно получить на сайтах [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru), [www.isin.ru](http://www.isin.ru), [www.anna-web.com](http://www.anna-web.com).



СТЕПАН ТОМЛЯНОВИЧ  
Директор Депозитария АКБ «РОСБАНК»

## О «СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

«Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации» (далее — Стратегия) — хорошо продуманный и взвешенный документ. Если регулятору удастся сохранить баланс между либерализацией рынка и повышением эффективности надзора и регулирования, у России появится шанс построить цивилизованный фондовый рынок, реально выполняющий свои макроэкономические функции. Самое трудное — мобилизовать необходимые ресурсы для реализации всех заявленных в Стратегии амбициозных целей. Замечания и пожелания к документу, конечно, есть и будут всегда, причем у разных групп участников они будут разные. И регулятору важно учесть те из них, которые не противоречат «генеральной линии» построения эффективного внутреннего рынка капиталов, а также найти в себе мужество отвергнуть предложения, уводящие в сторону.

К сожалению, по сложившейся «бюрократической традиции» регулятор выбрал довольно осторожные целевые показатели роста объемов рынка, которые в случае начала ожидаемого многими аналитиками «инвестиционного бума» будут легко «перекрыты» к 2008 г. и без активных действий со стороны ФСФР.

### О КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

Несмотря на заявленную цель — возврат большей части рынка российских финансовых активов на национальный рынок, предложенные в Стратегии меры носят системный, «общеукрепляющий» характер и не предусматривают никаких конкретных протекционистских мер. Понимается, что для опережающего развития рынка достаточно создать благоприятный законодательный режим, снизить транзакционные издержки и расширить набор доступных инструментов инвестирования. Такой подход вполне логичен в рамках либеральной парадигмы, которой придерживается большинство руководителей экономического блока правительства. Более того, практически все предложенные меры — от введения пруденциального надзора за профессиональными участниками рынка до ограничения инсайдерской торговли — действительно необходимы и пойдут рынку на пользу. Но не следует забывать о том, что либеральные рецепты лучше всего реализуются в сильных и развитых экономиках, так как не учитывают межстрановой конкуренции, приносящей дополнительную выгоду только развитым странам.

Даже успешно выполнив все перечисленные в Стратегии задачи, мы все равно рискуем потерять национальный фондовый рынок в результате скупки иностранным капиталом российских банков и брокерских компаний (как это случилось в странах Восточной Европы). Иностранные финансовые группы даже охотнее придут на прозрачный, интегрированный и эффективный рынок. Данный процесс уже начинает разворачиваться в российском банковском секторе, продемонстрировавшем в последние годы опережающие темпы роста. Поэтому все же представляется целесообразным ввести ограничения на иностранное участие в капитале российских финансовых посредников (хотя бы по аналогии с банками и страховыми компаниями). А усиление пруденциального надзора поможет регулятору решить проблему выбора критерия, по которому участник рынка можно считать российским.

Вместе с тем «спасение утопающих — дело рук самих утопающих». Если владельцы российских инвестиционных банков не захотят продать свой бизнес иностранным конкурентам ни дешево сегодня, ни гораздо дороже после реализации планов ФСФР, а предпочтут самостоятельно пользоваться открывающимися возможностями, никто им, надеюсь, не будет в этом препятствовать. И даже при полном отсут-



ствии внешней конкуренции владельцам финансовых компаний придется решать проблемы повышения их капитализации для соответствия вводимым пруденциальным нормам и формирования «компенсационных фондов». Способ решения российскими финансистами этих проблем и выявить их реальные бизнес-стратегии.

## О СОВЕРШЕНСТВОВАНИИ УЧЕТНО-РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Данному вопросу в Стратегии посвящено менее 4 страниц, поэтому сложно было бы ожидать от документа изложения конкретных планов консолидации учетной инфраструктуры. Тем не менее в сочетании с согласованной концепцией закона о Центральном депозитарии картина намерений регулятора в данной области вырисовывается достаточно ясно.

Необходимость создания Центрального депозитария не вызывает сомнения, но, как всегда, *«дьявол — в деталях»*. Например, эксклюзивное право Центрального депозитария на открытие счетов номинального держателя в реестрах акционеров торгуемых компаний логично и обосновано, так как исключает возможность децентрализации учета и расчетов по биржевым сделкам. С другой стороны, для неторгуемых ценных бумаг данное ограничение создаст неоправданные препятствия для развития рынка. Любой инвестор, желающий приобрести акции данного предприятия через депозитарий, будет вынужден дожидаться, пока обслуживающий его кастодиан подаст заявку в Центральный депозитарий на открытие счета номинального держателя в реестре. В свою очередь, последний не сразу найдет время и возможность отправиться в реестр и провести процедуру открытия счета. Представляется целесообразным сохранить право кастодиальных депозитариев открывать счета номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг, не включенных в котировальные списки основных российских бирж.

При таком разделении полномочий Центральному депозитарию будет значительно проще взять на себя функцию единого информационного центра по корпоративным действиям, так как данные по инструментам, допущенным к обращению на бирже, как правило, более полны и доступны, а главное — востребованы широким кругом участников рынка.

Ограничение числа уровней номинального держателей также в целом яв-

ляется позитивным шагом. Настораживает лишь использование таких терминов, как *«крупные депозитарии»* и *«крупные кастодиальные депозитарии»*, для описания организаций, обеспечивающих доступ региональных брокеров-депозитариев соответственно к биржевому и внебиржевому рынку. Если под «крупными депозитариями» понимаются расчетные депозитарии бирж, это означает консервацию неоптимального состояния учетной инфраструктуры либо путем создания «виртуального» Центрального депозитария между расчетными депозитариями и регистраторами, либо в силу сохранения расчетных депозитариев как лишнего звена между брокерами и Центральным депозитарием. Более разумным представляется отказ от противопоставления расчетных и кастодиальных депозитариев и предоставление и тем и другим неограниченного прямого доступа в Центральный депозитарий, обусловленного соблюдением определенных технологических и финансовых критериев.

Спорным представляется и желание авторов Стратегии разделить центральный депозитарий и центральную «расчетно-клиринговую организацию». Если уж тратить ресурсы государства и участников рынка на создание единой учетной инфраструктуры, разработку эффективной системы управления и контроля рисков Центрального депозитария, то логично попытаться совместить в этой организации хранение и расчеты по ценным бумагам. С технологической точки зрения подобное объединение логично, система управления рисками при этом не будет более сложной, чем при наличии двух независимых организаций. Альтернативным подходом, позволяющим сэкономить средства участников рынка, могло бы стать сохранение клиринговых функций за фондовыми биржами.

## О СИСТЕМАХ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ПРОФУЧАСТНИКОВ

Формирование системы пруденциального надзора на финансовом рынке — правильное и давно назревшее решение. Некоторое беспокойство вызывает лишь анонсированный план перехода на «индивидуализированный экспертный расчет норматива достаточности собственных средств». Коммерческие банки уже 15 лет работают по стандартным нормативам, и только в настоящий момент начинает обсуждаться введение качественной оценки деятельности. В условиях очевидного дефицита кадров для создания сис-

темы надзора адекватная оценка таких параметров, как «профессионализм персонала» и «качество риск-менеджмента», будет весьма затруднительна. Использование ограниченного количества простых нормативов, базирующихся на консолидированной отчетности инвестиционной компании по МСФО, оздоровит рынок и сделает конкуренцию на нем более прозрачной. Отдельный вопрос — готовность регулятора, сформированного согласно предложенным в Стратегии принципам, выступать *«действенным инструментом дисциплинарного воздействия на недобросовестные компании»*<sup>1</sup>.

## О РЕФОРМЕ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Пожалуй, наименее четко прописана и вызывает больше всего вопросов реформа системы регулирования. Это и понятно, ведь реформировать самого себя — трудновыполнимая задача. Стремление регулятора построить структуру, по финансовой мощи сравнимую с Банком России, а по гибкости и учету интересов участников рынка напоминающую саморегулируемую организацию, совершенно очевидно. Но всякий проект, стремящийся объединить крайности, как правило, сталкивается с трудностями.

*Во-первых*, в отличие от ЦБР, данный орган не будет обладать «уставными» способами зарабатывать деньги (не брать же, в самом деле, плату за пруденциальный надзор!), а значит, будет зависеть либо от бюджета, либо от частных «спонсоров».

*Во-вторых*, разные группы участников рынка имеют разный уровень организованности и осознания групповых интересов. Если представители, например, брокерского сообщества действуют как сплоченная группа, которая наверняка будет эффективно защищать свои интересы через представителей в «коллегиальном регуляторе», то интересы индивидуальных портфельных инвесторов защищать будет некому.

*В-третьих*, неявно декларируемый в Стратегии подход к построению национального рынка капиталов с помощью «национально-ориентированного» регулирования при подобной системе управления обречен на провал, так как сколько-нибудь масштабный приход на рынок иностранных игроков и повышение их влияния в «коллегиальном регуляторе» рано или поздно приведут к изменению системы регулирования рынка в пользу иностранных конкурентов и пресловутой «колониальной модели». ■

<sup>1</sup> Сомневаюсь, что, например, включение представителей коммерческих банков в состав Национального банковского совета пошло бы на пользу банковскому надзору.



Андрей Столяров  
Финансовый директор ИГ «Атон»

## УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ КАК ПРИОРИТЕТ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА<sup>1</sup>

Главный риск, который призвана снизить стратегия развития финансового рынка России, — это риск его утраты. Рынок все более тяготеет к Западу, и главный вопрос формулируется следующим образом: как повысить его привлекательность?

Если представить финансовый рынок в виде системы координат, где горизонтальная ось — степень рисков, а вертикальная — уровень достижения целей, которые каждый участник ставит перед собой, то можно сказать, что рынок является настолько привлекательным, насколько его участники удовлетворены своим положением на этом графике.

Глобальная задача — решение проблем управления на рынке рисками, причем всеми существующими. Управляя рисками, мы их снижаем. Снижая риски, мы повышаем доверие всех участников рынка и его привлекательность, с этим повышается капитализация. Повышение капитализации связано с повышением ликвидности и, соответственно, конкурентоспособности российского финансового рынка.

С этой точки зрения документ составлен достаточно профессионально и грамотно, учтено практически все. Я бы хотел остановиться на тех моментах, которые представляются наиболее значимыми.

**Первый интересный момент стратегии, касающийся защиты инвесторов, — компенсационный фонд.** Финансовый рынок пока миновали сложности, возникшие в прошлом году на банковском рынке. Но рано или поздно мы столкнемся с проблемой доверия инвесторов брокерам и необходимостью и востребованностью такого механизма, как компенсационный фонд, будет возрастать. Конечно, созда-

ние компенсационного фонда — непростая задача не только с точки зрения его наполнения, но и с налоговой точки зрения. Но ее решение серьезно повлияет на желание людей вкладывать деньги.

Второй момент — решение проблемы инсайдерской торговли и манипулирования. Без снижения и, более того, полного снятия этого риска ждать повышения интереса к нашему рынку бессмысленно. Причем проблему необходимо решать не только законодательно. Должна быть создана система мониторинга, выявления и расследования подозрительных торговых и неторговых транзакций на рынке.

Важна также необходимость более полного раскрытия информации о бенефициарах, поскольку не секрет, что в решении проблемы инсайдерской торговли главное — понимать, кто обладает информацией и кто получает наибольшую выгоду.

И последний пункт, также немаловажный в работе с инвесторами, — раскрытие информации. Необходимо выработать единую технологическую платформу, которая была бы удобной и недорогой для всех участников. Есть разные инструменты — СКРИН и собственные инструменты торговых площадок, но нет системы сбора и дистрибуции создание которой было бы большим благом.

**Говорить о снижении рисков при торговле и расчетах невозможно без создания уникального, защищенного государственными гарантиями института Центрального депозитария.**

**Другая важная тема — клиринг.** Для того чтобы конкурировать с внешним миром, необходимо предоставлять инвесторам такие же условия расчетов по заключенным торговым сделкам, которые есть

во всем мире. Россия устарела с расчетами  $T + 0$ , и выход на нормальные условия расчетов  $T + 3$  — это решение многих проблем и очень серьезный шаг повышения конкурентоспособности. Поэтому создание страховых, резервных и гарантийных фондов, позволяющих перейти на такой уровень расчетов, — одна из первоочередных задач.

**Что касается профучастников, то первая проблема, которую следует решить, — пруденциальный контроль.** Надеяться на то, что создание пруденциального контроля само по себе снизит риски, бессмысленно, поскольку это всего лишь инструмент, а не решение проблемы. В пруденциальном надзоре акцент должен быть сделан на создание технологического решения, позволяющего осуществлять мониторинг того, что происходит на рынке.

Вторая проблема — достаточность капитала. Сейчас НАУФОР готовит предложения по этому вопросу. У каждого игрока есть своя ниша, для которой должны быть определены уровни достаточности собственного капитала.

**На рынке страховщики предлагают немало продуктов, способных заинтересовать участников.** Я же стою на позициях регуляторного диктата. Бессмысленно убеждать людей в том, что страхование хорошо, надо заставлять принимать решения.

**Надзор — техническая функция, и полномочия по надзору должны быть отданы биржам и саморегулируемым организациям.** А регулятор должен устанавливать, что следует контролировать, в каком объеме, что является подозрительным, а что нет. ■

<sup>1</sup> По материалам «круглого стола» «Проблемы и приоритеты развития финансового рынка России», организованного НАУФОР и ПАРТАД. Конференц-зал ММВБ. 19 апреля 2005 г.





Денис Соловьев

Заместитель Директора НДЦ,

член Совета директоров ПАРТАД, канд. юрид. наук

## К ВОПРОСУ О СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ РАСЧЕТНО- КЛИРИНГОВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации опирается на идею совершенствования учетной инфраструктуры фондового рынка. В стратегии отражены вопросы совершенствования инструментальной базы, в частности вопросы введения на рынок новых инструментов, которые могли бы увеличить его ликвидность и привлекательность, а также помочь таким организациям, как паевые и пенсионные фонды, размещать средства в надежные, ликвидные инструменты. Кроме того, стратегия ориентирована на снижение рисков учетно-расчетной инфраструктуры и уделяет этому вопросу особое внимание. В выступлениях главы Федеральной службы по финансовым рынкам Олега Вьюгина указывается, что краеугольным камнем в совершенствовании рынка в целом является снижение рисков учетно-расчетной и торговой инфраструктуры. Этой цели служит создание Центрального расчетного депозитария и клиринговой организации.

В концепции Закона о Центральном депозитарии, которая перекликается с соответствующим разделом стратегии развития финансовых рынков, не указано, каким образом должен создаваться Центральный расчетный депозитарий. Тем не менее существует два пути: цент-

рализация расчетно-депозитарной деятельности может происходить за счет консолидации действующих учетно-расчетных институтов, крупнейшие из которых — Национальный депозитарный центр (НДЦ) и Депозитарно-Клиринговая Компания (ДКК), либо через создание нового института «с листа», с использованием государственных средств.

Создание расчетного депозитария с нуля, на мой взгляд, идея не самая удачная с точки зрения и экономии ресурсов, и ограждения от возможного вреда участников рынка, которые в настоящий момент уже приспособлены к использованию существующих учетно-расчетных систем. Кроме того, создание Центрального расчетного депозитария с нуля не учитывает технологической и технической сопряженности действующих расчетных депозитариев с торговыми системами. В частности, техническая база НДЦ принадлежит Московской межбанковской валютной бирже, которая ее и поддерживает. Бизнес-процессы также увязаны достаточно тесно в связи с тем, что по сделкам, заключенным на ММВБ, ведущей технологией расчетов являются «поставки против платежа» с предшествующим торговому дню преддепонированием. Требования к сопряженности бизнес-процесов очень строгие, и переписать их,

включив в технологическую цепочку третье лицо или вообще исключив НДЦ, представляется как минимум нетривиальной технико-технологической задачей. В этом нет экономического смысла, да и основания для подобной постановки вопроса пока отсутствуют, поскольку лидер на рынке очевиден.

Объективным свидетельством лидерства НДЦ на рынке расчетно-депозитарных услуг являются как объемы активов, депонированных в НДЦ (которые составляют в настоящий момент 51 млрд долл. и растут с большой скоростью), так и соотношение объемов торгов на организованных рынках (90% объемов торгов приходится на ММВБ, расчетным депозитарием которой является НДЦ). На долю Российской торговой системы приходится 10%. Но это, разумеется, не повод игнорировать интересы тех участников рынка, которые торгуют в РТС и производят расчеты через ДКК.

Одна из проблем, которую необходимо принять во внимание при рассмотрении вопросов консолидации, — подход к принятию на обслуживание различных ценных бумаг. На ММВБ торгуются в основном высоколиквидные ценные бумаги. Регистратор, который ведет реестр владельцев ценных бумаг и у которого НДЦ открывает счет, должен быть либо



признанным участником рынка, либо членом ПАРТАД. НДЦ ориентирован на обслуживание биржевого рынка, он не обслуживает те сделки на внебиржевом рынке, которые могут создать для него риск в случае утраты информации о правах собственности в реестре акционеров вследствие его внезапной передачи или каких-либо иных событий, связанных с возможными корпоративными конфликтами. Политика ДКК несколько иная. ДКК обслуживает по большей части внебиржевой рынок. Такая нишевая политика дает свои результаты, но ее следствием являются повышенные риски. Данные обстоятельства должны быть приняты во внимание при консолидации двух компаний.

Таким образом, мы переходим к вопросу эффективности системы управления рисками профессиональных участников рынка в свете консолидации расчетно-депозитарной деятельности и создания Центрального депозитария (ЦД). В случае реализации заложенной в концепции Закона о Центральном депозитарии идеи об ограничении уровней вложенности счетов номинальных держателей до трех (одним из аспектов которой является то, что ЦД станет единственным номинальным держателем в реестрах акционеров) политика в отношении обслуживания финансовых инструментов, в том числе и на внебиржевом рынке, тоже изменится.

Существует два возможных варианта развития этой идеи. Первый вариант — применение схемы ограничения уровня вложенности только к ценным бумагам, включенным в систему торговли и обращающимся на биржах. В этом случае ЦД выстраивает отношения с регистраторами, которые ведут реестры акционеров данных ценных бумаг. При этом мы опускаем вопрос об обслуживании рынка облигаций, поскольку в настоящее время НДЦ обслуживает практически 100% этого рынка (государственных, муниципальных и корпоративных) именно как центральный депозитарий. Другой вариант — обслуживание всех ценных бумаг Центральным депозитарием с соответствующим открытием счетов номинального держателя во всех реестрах акционеров. Будет ли распространяться требование об открытии счета номинального держателя в том числе и на реестры, которые ведутся эмитентами, и реестры акционеров закрытых акционерных обществ (ЗАО) на данные ценные бумаги? На этот вопрос концепция Закона о ЦД и стратегия развития финансового рынка ответа не дает. Вопрос же достаточно важный.

Соответственно, система управления рисками профессиональных участников рынка ценных бумаг в том и другом случае должна выглядеть по-разному. Если ЦД будет ответственным только за риски той части системы, в которой учитываются права собственности на обращающиеся на организованном рынке ценные бумаги, то обязанность за построение этой системы управления можно возложить на ЦД. Если речь идет об открытии счетов номинального держателя не только в 77 лицензированных регистраторах, но и в акционерных обществах, которые ведут реестры акционеров самостоятельно (а их несколько тысяч!), включая ЗАО, то существующая ресурсная база должна быть кардинально преобразована и пополнена.

Значительным элементом системы управления рисками является электронный документооборот (центром которого должен стать Центральный депозитарий), который объединит профессиональных участников рынков ценных бумаг, пользующихся услугами учетной системы, сам ЦД и регистраторов. При этом, вероятнее всего, обязанность по сопровождению и поддержанию системы электронного документооборота должна исполняться ЦД, поскольку именно через него профессиональные участники рынка ценных бумаг будут общаться с регистраторами. На согласовательной основе должны поддерживаться форматы, стандарты взаимодействия ЦД и регистраторов. Кроме того, должен быть решен вопрос о центре сертификации, о той организации или том элементе инфраструктуры, которые будут ответственными за выдачу электронных ключей, подтверждение информации, содержащейся в электронных сообщениях.

Что касается других функций Центрального депозитария, следует отметить, что дискуссионным является вопрос об исполнении им функции централизованного клиринга, который дает участникам рынка больше всего преимуществ.

Дело в том, что риски клиринговой деятельности достаточно высоки, и их трудно сочетать с уровнем надежности, который должен быть у центрального элемента учетной инфраструктуры, каким является ЦД. В случае перехода к централизованному клирингу необходимо будет реструктурировать или вновь организовать элементы учетной системы. Кроме того, централизованный клиринг предполагает, что участники рынка должны выставлять лимиты на клиринговую организацию, что вряд ли сопоставимо с теми позициями, которые участники рынка будут держать в ЦД. Чтобы максимизиро-

вать объем средств, депонированных в ЦД, необходимо по максимуму освободить ЦД от рисков, которые неизбежны, если на него будет возложена функция по осуществлению централизованного клиринга.

В таком случае речь может идти о создании отдельной структуры, осуществляющей централизованный клиринг. При этом следует обратиться к мировому опыту, проанализировать принципы построения системы управления рисками и механизмы покрытия рисков на развитых рынках, таких как рынки Великобритании, США и Германии. Новая структура, скорее всего, должна быть специализированным институтом, особым образом регулирующимся и наделенным специальными полномочиями, которые можно прописать в соответствующем законе.

Идеальной является такая структура системы финансовых рынков, при которой отдельно существуют и отдельно регулируются элементы торговой инфраструктуры, элементы клиринговой инфраструктуры и расчетная инфраструктура. Именно такая структура прописана в стратегии развития финансового рынка. Однако требуется большая детализация, чтобы устранить имеющиеся на данный момент противоречия и неясности. Поскольку стратегия находится пока в стадии доработки, сейчас самое удачное время для высказывания идей и мнений, направленных на улучшение данного документа и российского рынка ценных бумаг в целом. ■



# СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

В этом номере журнала публикуются сводные статистические данные за I кв. 2005 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (далее — НДЦ) глобальных сертификатов выпусков.

По состоянию на 1 апреля 2005 г. в НДЦ как уполномоченном депозитари находится на обслуживании 289 выпусков (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 31 марта 2005 г.) 209 эмитентов общей номинальной стоимостью 418,77 млрд руб. Часть этого объема облигаций будет размещаться после 31 марта 2005 г.

Выпуски распределены следующим образом:

- 71 выпуск субфедеральных и муниципальных облигаций 33 эмитентов общей номинальной стоимостью 142,58 млрд руб.;
- 218 выпусков корпоративных облигаций 176 эмитентов общей номинальной стоимостью 276,19 млрд руб.

## КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 218 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 276,191 млрд руб. и с датой погашения после 31 марта 2005 г. показывает, что по состоянию на 31 марта 2005 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет. На них приходится 47% по количеству выпусков и 43% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний

объем выпуска равен 1,129 млрд руб., а средний срок обращения составляет 1050 дней (примерно 2,9 года).

## РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 71 выпуска региональных облигаций общим объемом 142,580 млрд руб. с датой погашения после 31 марта 2005 г. показывает, что по состоянию на 31 марта 2005 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 2 до 3 лет. На них приходится 44% по количеству выпусков и 27% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 1,246 млрд руб., а средний срок обращения — 920 дней (примерно 2,5 года). По объему выпуска преобладают региональные облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет: на эту группу региональных облигаций приходится 34% по данному показателю (средний объем выпуска — 2,693 млрд руб. по номиналу) и 25% по количеству выпусков (средний срок обращения — 1292 дня).

## ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА I КВ. 2005 Г.

За I кв. 2005 г. объемы биржевого (данные ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (НГЦБ) составили 372,3 и 149,9 млрд руб. соответственно. Для сравнения: оборот ГЦБ за I кв. 2005 г. составил 65,7 млрд руб.

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за I кв. 2005 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 587,9 млрд руб.

Доля оборота с ГЦБ составила 11%, с региональными бумагами — 30%, корпоративными — 59%.

По итогам I кв. 2005 г. лидерами по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам, а также по количеству операций стали среди корпоративных облигаций «Газпром об-05», региональных — «Московской обл. об-04.» Количество сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций — 56249 и 3454 соответственно. ■