

## **Аналитическая записка** **«Анализ механизмов формирования цен на рынке** **государственных ценных бумаг»**

### **Введение**

На формирование цен на государственные ценные бумаги влияют внутренние и внешние факторы объективного и субъективного характера. Под влиянием разнонаправленных факторов цены на одну и ту же ценную бумагу могут существенно колебаться. В целом на формирование уровня цен на ценные бумаги влияют:

- степень развития рыночных отношений;
- соотношение спроса и предложения;
- меры государственного регулирования цен;
- система налогообложения;
- степень монополизации рынка;
- технология проведения первичных и вторичных торгов;
- система депозитарного и бухгалтерского учета;
- набор торгуемых на рынке производных от государственных ценных бумаг финансовых инструментов;
- стоимость услуг организаторов торгов (бирж), депозитариев, финансовых агентов, управляющих компаний;
- наличие аналогичных финансовых инструментов, их взаимозаменяемость и др.

На практике в процессе формирования цен одновременно учитывается множество рыночных факторов, которые объединены в три группы: спрос-предложение, издержки и конкуренция. В соответствии с законом сбалансированности спроса и предложения общий уровень цен на ценные бумаги зависит от соотношения спроса и предложения. К факторам спроса относятся: объем потенциальных инвестиций, вкусы и привычки инвесторов, их доходы, наличие аналогичных ценных бумаг на рынке и цена на них, стоимость других финансовых инструментов.

На цены на рынке ценных бумаг влияет конкуренция, так как государственный бюджет, кредитный рынок и рынок ценных бумаг не только дополняют друг друга, но и конкурируют между собой в привлечении финансовых ресурсов. Например, расширение бюджетных ресурсов, повышение налогов (при прочих равных условиях) неизбежно приведут к сокращению свободных денежных ресурсов хозяйствующих субъектов и населения и, следовательно, сужению рынков банковского кредита и ценных бумаг. К факторам конкуренции относятся: число и разнообразие эмитентов, наличие аналогичных ценных бумаг, уровень цен конкурентов.

При анализе механизма ценообразования рынка ценных бумаг следует различать те его элементы, которые определяются органами государственного регулирования и эмитентами, выпускающими ценные бумаги, и те, которые формируются под воздействием вторичного рынка, а значит, отражают рыночное соотношение спроса и предложения.

Особенности системы формирования цен определяются эмитентами еще на стадии разработки и принятия условий выпуска ценных бумаг, выбора рыночного сегмента их распространения. Если такой сегмент крайне ограничен, то цена определяется ценой первичного размещения и ценой погашения. В этом случае цена привязывается к дате продажи ценной бумаги и может быть названа назначаемой. Так как пространство вторичного рынка не ограничено, эмитент способен определить только начальную цену первичного размещения и конечную цену погашения. Промежуточные цены в течение всего срока действия ценных бумаг устанавливаются рынком, а не выпускающими их органами. Если ценные бумаги являются долговыми обязательствами (облигации, векселя), то они обла-

дают фиксированными ценами первичной продажи и погашения, а также сроком действия и датой погашения, в отличие от акций.

### **1. Статистика рынка государственных ценных бумаг**

За период с 1 января 2003 года по 1 декабря 2006 года (4 года) внутренний государственный долг, размещенный в ГКО/ОФЗ, вырос с 654,5 млрд. рублей до 962,4 млрд. рублей, или на 47 %. Существенно изменилась структура внутреннего государственного долга. В настоящее время краткосрочный внутренний долг (размещенный в ГКО) перестал существовать. Прерогатива поддержки денежного рынка целиком перешла к Банку России. Инструментом денежного рынка в основном стали облигации Банка России (далее - ОБР) и операции, предусматривающие соглашения участников об обратном выкупе ценных бумаг (далее - РЕПО).

За прошедшие 9 месяцев 2006 года объем операций с государственными ценными бумагами достиг отметки в 2,16 трлн. рублей (78,7 млрд. долл. США), что превышает уровень соответствующего периода прошлого года более чем на 64 %. При этом в продолжение тенденций, появившихся в 2005 году, все большую долю в структуре оборота с государственными ценными бумагами приобретают операции РЕПО, что в первую очередь свидетельствует об опережающем развитии данного сегмента рынка. Процессы повышения активности участников на рынке РЕПО являются отражением проведения денежно-кредитной политики Банка России, а также могут являться следствием характерных для отечественной банковской системы проблем с ликвидностью. Так, за период с января по сентябрь 2006 года объем операций с государственными ценными бумагами на рынке РЕПО (включая операции биржевого модифицированного РЕПО, далее - БМР) достиг значения в 1,57 трлн. рублей, что в 2,7 раза превышает объем сделок РЕПО, совершенных за аналогичный период 2005 года (587,6 млрд. рублей).

Рост оборотов на рынке РЕПО происходит в первую очередь благодаря бурному росту операций междилерского РЕПО, на которые к концу III квартала 2006 года приходилось уже более 50 % оборотов всего рынка (791,8 млрд. рублей). Динамичное развитие рынка междилерского РЕПО в 2006 году сопровождалось приходом в данный сегмент рынка большинства крупнейших банков, что положило начало становлению операций междилерского РЕПО как одного из важнейших инструментов управления банковской ликвидностью.

Важный вклад в развитие рынка РЕПО вносит проведение участниками операций прямого РЕПО с Банком России. Объем таких операций за 9 месяцев 2006 года составил более 475 млрд. рублей, что на 56 % выше объема операций прямого РЕПО с Банком России, проведенных за аналогичный период предыдущего года. Объем операций обратного РЕПО с Банком России (БМР), проведенных участниками рынка в 2006 году, также внес значительный вклад в формирование оборотов на рынке в целом. Так, объем операций БМР по итогам III квартала 2006 года превысил 307,2 млрд. рублей, что более чем в 2,5 раза выше, чем за весь 2005 год.

Динамика операций с государственными ценными бумагами в 2006 году характеризовалась также ростом объема и количества сделок, заключенных на вторичных торгах. Так, за 9 месяцев 2006 года объем сделок на вторичных торгах достиг значения 438,1 млрд. рублей, что более чем на 20 % превышает оборот на вторичных торгах по государственным ценным бумагам за 9 месяцев 2005 года (363,0 млрд. рублей). Количество сделок с государственными ценными бумагами (далее - ГЦБ), заключенных на вторичных торгах за три квартала 2006 года, возросло по сравнению с аналогичным показателем за три квартала 2005 года на 5,5 % и составило 19,8 тыс. штук, при этом средний размер сделки, заключенной в 2006 году, сократился по сравнению с предыдущим годом.

На основании данных поквартальной динамики оборота и количества сделок, заключенных за период с января по сентябрь 2006 года по итогам вторичных торгов на рынке ГЦБ, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года можно сделать вывод о повышающейся ликвидности рынка ГЦБ в текущем году.

При этом большой популярностью среди участников рынка ГЦБ пользуется введенный с июня прошлого года режим внесистемных сделок. Причинами возрастающей популярности данного относительно нового режима торгов стали возможность заключения адресных сделок во время основной торговой сессии без предварительного стопроцентного депонирования средств, а также возможность исполнения внесистемных сделок в день, отличный от дня их заключения.

Первичное размещение на ММВБ облигаций федерального займа, проводимое в соответствии с планами Министерства финансов Российской Федерации, за 9 месяцев 2006 года достигло объема в 143,2 млрд. рублей, в результате чего объем рынка ГКО/ОФЗ по номиналу за три квартала 2006 года, по данным Банка России, составил 837,9 млрд. рублей, что превышает номинальный объем бумаг, обращавшихся на рынке в течение аналогичного периода предыдущего года, на 24,5 процента.

На 3 октября 2006 года, по данным Банка России, объем ОБР в обращении по номиналу составил 163,2 млрд. рублей. При этом оборот с облигациями Банка России на рынке госбумаг (включая рынок РЕПО) за 9 месяцев 2006 года составил 484,9 млрд. рублей.

## **2. Технологии торгов с облигациями**

Основной технологией организации торгов, предназначенной для формирования цен, уравнивающих спрос и предложение (эффективных цен) при проведении операций с долговыми финансовыми инструментами, является аукцион.

Термин «аукцион» обозначает механизм заключения сделок на основе поданных в анонимном режиме заявок, который направлен на достижение лучших цен с учетом исключительно формализованных параметров этих заявок (прежде всего, тип заявок, цена, количество ценных бумаг, условия исполнения и др.). Рынок, функционирующий на базе такого аукционного механизма, называется поэтому «рынком, ориентированным на заявки» или «анонимным рынком» в отличие от «рынка, ориентированного на котировки», на котором участники имеют свободу выбора и знают своих контрагентов, а нахождение рыночной цены достигается в ходе прямых двусторонних переговоров между ними, по результатам которых заключаются «переговорные сделки».

На любом аукционе сделки совершаются при совпадении (пересечении) параметров встречных заявок<sup>1</sup>. При этом процедура проверки заявок на совпадение зависит от вида аукциона. В случае «дискретного» или «залпового» аукциона подобная проверка проводится по окончании фиксированных промежутков времени (один или несколько раз в день), достаточных для аккумуляции спроса и предложения, и одновременно в отношении всех заявок, поданных в течение каждого такого периода. В режиме «непрерывного» аукциона заявки постоянно проверяются на совпадение, и сделки заключаются всякий раз при пересечении параметров встречных заявок. Последний режим используется, как правило, на высоколиквидных, преимущественно «электронных» рынках, участники которых предъявляют повышенные требования к скорости заключения сделок.

Термином «двусторонний аукцион» обозначается рынок (как правило, вторичный рынок), на котором одновременно присутствуют несколько продавцов и несколько покупате-

---

<sup>1</sup> Встречными заявками называются заявки противоположной направленности в отношении одного и того же актива: например, для заявок на покупку встречными заявками выступают заявки на продажу, для заявок на продажу встречными заявками выступают заявки на покупку, поданные в отношении одного и того же выпуска облигаций.

лей, подающих свои заявки на продажу и покупку. В противоположность этому, «односторонний» аукцион (например, аукцион по первичному размещению государственных облигаций) подразумевает несколько покупателей (в данном примере - участников) и единственного продавца (в данном примере - Банк России). Возможен и такой «односторонний» аукцион, на котором несколько продавцов противостоят единственному покупателю.

Базовой моделью используемого в настоящее время непрерывного двойного аукциона является процедура «непрерывного сопоставления заявок», согласно которой:

- каждая подаваемая заявка проверяется на совпадение с встречными заявками, которые образуют журнал (книгу или очередь) заявок;

- при пересечении параметров подаваемой заявки с параметрами встречных заявок происходит заключение сделок.

В настоящее время в торговой системе ММВБ на рынке государственных облигаций реализована следующая процедура ведения книги заявок и их исполнения:

- независимо от времени подачи первыми в очереди располагаются заявки с «лучшими» ценами (с максимальными ценами - в очереди заявок на покупку и с минимальными ценами - в очереди заявок на продажу);

- встречные заявки удовлетворяются согласно их месту в очереди (сначала удовлетворяются заявки, стоящие в очереди первыми), что обеспечивает заключение сделок по лучшим в данный момент ценам (то есть независимо от времени подачи заявка, имеющая более выгодную цену, удовлетворяется раньше, чем заявка с менее выгодной ценой);

- при равенстве цен заявка, поданная раньше, удовлетворяется раньше, чем заявка, поданная позже;

- размер заявки на ее приоритет не влияет;

- сделка заключается всегда по цене заявки, находящейся в очереди встречных заявок первой;

- если заявка при заключении сделки может быть удовлетворена лишь частично, то оставшаяся (неисполненная) ее часть рассматривается в качестве отдельной заявки;

- заключение сделки не требует дополнительного согласия участников, подавших удовлетворяемые заявки;

- участники в ходе торгов вправе подавать неограниченное количество заявок.

По каждому выпуску облигаций в торговой системе ведется единая книга заявок на заключение «стандартных» сделок, включающая как заявки участников, так и заявки Банка России, в том числе подаваемые им при доразмещении и досрочном выкупе облигаций по фиксированным ценам, соответственно, предложения и выкупа.

Каждая заявка, подаваемая участниками торгов в торговую систему при проведении ими операций на рынке облигаций, означает безусловное согласие участника на проведение соответствующей операции при соблюдении указанных в заявке параметров, базовыми из которых являются:

- код выпуска облигаций (в тех случаях, когда это необходимо);

- направленность (например, покупка или продажа);

- объем операции (например, количество покупаемых или продаваемых облигаций или общая сумма покупки или продажи);

- ценовые условия операции (в тех случаях, когда это необходимо);

- идентификатор (признак) позиции депо;

- идентификатор (признак) денежной позиции.

При этом согласно положению Центрального банка Российской Федерации № 219-П «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» (далее - Положение № 219-П) цена облигации выражается в заявке в процентах от номинальной стоимости облигаций с точностью, установленной Банком России (до де-

сятитысячной доли процента). Вместо цены в заявке может быть указана годовая доходность облигации к погашению<sup>2</sup> с точностью, установленной Банком России (до сотой доли процента).

В том случае, когда в заявке указана доходность облигации, соответствующая цена покупки или продажи рассчитывается в торговой системе ММВБ в автоматическом режиме (с точностью до десятитысячной доли процента).

Доходностью по заявке считается доходность к погашению, рассчитанная в торговой системе в автоматическом режиме с точностью до сотой доли процента по цене покупки или продажи.

Указанный в заявке объем операции может задаваться через сумму денежных средств или через количество облигаций, указываемое в штуках или в стандартных (минимальных) лотах. В настоящее время минимальный лот на рынке облигаций равен одной облигации.

Задавая идентификатор (признак) позиции депо, участник указывает, за чей счет (за счет самого участника или за счет какого из обслуживаемых им инвесторов) подается данная заявка. Задавая идентификатор (признак) денежной позиции, участник указывает торговый счет в расчетном центре организованного рынка ценных бумаг, с использованием которого будут осуществляться денежные расчеты по данной операции.

Обработка подаваемых заявок в торговой системе осуществляется в соответствии со следующими основными правилами:

- торговая система в автоматическом режиме фиксирует точное время подачи (приема к исполнению) каждой заявки;
- любая заявка (кроме заявок с отсроченным временем активации), поданная участником, может быть снята им до момента заключения сделки;
- по окончании каждой (основной или дополнительной) торговой сессии (или времени, отведенного Банком России на подачу данного вида заявок) торговая система в автоматическом режиме снимает все неудовлетворенные (активные) заявки;
- удовлетворение активных заявок на покупку-продажу облигаций всегда осуществляется в торговой системе в соответствии с ценовыми условиями, указанными в заявках;
- удовлетворение заявки означает заключение сделки в торговой системе, которая при этом в автоматическом режиме регистрируется в торговой системе и не требует последующего подтверждения со стороны участников, являющихся сторонами данной сделки, то есть является «сверенной в момент заключения»;
- при заключении сделок покупки-продажи с купонными облигациями участник-покупатель уплачивает участнику-продавцу сумму накопленного купонного дохода (НКД), которая автоматически рассчитывается торговой системой.

Время проведения операций на рынке облигаций устанавливается Банком России. Банк России может устанавливать отдельные периоды во времени торгов, в течение которых определяются ограничения на круг финансовых инструментов, участников торгов, виды и условия подачи заявок в торговую систему.

По итогам проведения операций на рынке облигаций торговая система предоставляет участникам отчетность и осуществляет раскрытие информации.

При проведении операций с облигациями участникам предоставляется возможность вводить в систему торгов различные типы заявок.

Тип заявки указывает на необходимость проверки ценовых условий:

- лимитная заявка на покупку (продажу) облигаций удовлетворяется по ценам встречных заявок при условии, что эти цены «не хуже» (соответственно, не выше - для

---

<sup>2</sup> Кроме заявок на покупку-продажу ОФЗ с переменным купонным доходом (в том числе ОФЗ-АД), в которых участником должна указываться именно цена покупки или продажи, а не доходность к погашению.

заявок на покупку, и не ниже - для заявок на продажу) цены, указанной в подаваемой лимитной заявке;

- рыночная заявка на покупку (продажу) облигаций удовлетворяется по ценам встречных заявок, находящихся в очереди на момент подачи данной рыночной заявки;

- конкурентными называются заявки, которые удовлетворяются по указанным в них (или рассчитанным на основе указанных в них доходностей) ценам и в указанных в них объемах. При этом объемы данной операции задаются в конкурентных заявках через количество облигаций;

- неконкурентными называются заявки, которые удовлетворяются по средневзвешенной цене аукциона и в указанных в них объемах. Средневзвешенная цена аукциона представляет средневзвешенную цену всех конкурентных заявок, удовлетворенных в ходе этого аукциона.

При этом возможны ситуации, когда поданные заявки не могут быть удовлетворены немедленно и полностью:

а) лимитная заявка не может быть удовлетворена немедленно и полностью, если количество облигаций, указанное во всех встречных заявках с «не худшими» ценами меньше количества облигаций, указанного в подаваемой лимитной заявке;

б) рыночная заявка не может быть удовлетворена немедленно и полностью, если количество облигаций, указанное во всех встречных заявках, меньше количества облигаций, указанного в подаваемой рыночной заявке.

Порядок исполнения заявок в таком случае определяется, исходя из условий, задаваемых участниками торгов. Так, если в качестве условия исполнения в заявке указано «с сохранением в котировках», то эта заявка удовлетворяется в максимально возможном объеме, а неисполненная часть (при ее наличии) ставится в очередь (таким образом, книга заявок формируется только из заявок с сохранением в котировках). Если условием исполнения заявки является «без сохранения в котировках», то эта заявка удовлетворяется в максимально возможном объеме, а неисполненная часть (при ее наличии) снимается (дополнительное условие «снять остаток»), либо при невозможности немедленного и полного удовлетворения заявка снимается целиком (дополнительное условие «немедленно или отклонить»).

Другими условиями исполнения, которые могут задаваться участниками, являются «по одной цене», а также «с отсроченным временем активации».

### **3. Механизмы и особенности формирования цен при проведении операций с облигациями**

#### **3.1. Основные виды операций с облигациями**

В настоящее время на рынке государственных ценных бумаг на ММВБ, а именно на рынке ГКО/ОФЗ (далее - рынок облигаций), в соответствии с Положением № 219-П и другими нормативными правовыми актами Банка России, регулирующими рынок облигаций, производятся следующие виды операций:

- официальные операции с выпусками облигаций;
- торги на вторичном рынке;
- операции РЕПО.

Официальными операциями с выпусками облигаций являются операции, проводимые Минфином России и Банком России (соответственно) как эмитентом и генеральным агентом эмитента облигаций. В настоящее время к ним относятся: первичное размещение облигаций, досрочный выкуп облигаций и обмен выпусков облигаций.

Торги на вторичном рынке или вторичные торги, рассматриваемые в качестве самостоятельной категории операций, включают заключение сделок купли-продажи об-

лигаций между участниками рынка облигаций (в том числе Банком России) и могут проводиться в форме заключения «стандартных» сделок купли-продажи облигаций, заключения «внесистемных» сделок купли-продажи облигаций или аукциона по продаже облигаций из портфеля Банка России.

К категории операций РЕПО, проводимых на рынке облигаций, относятся операции междилерского РЕПО (операции РЕПО между участниками), операции прямого РЕПО против Банка России и операции «биржевого модифицированного РЕПО» (БМР).

### **3.2. Механизм первичного размещения облигаций**

Первичное размещение выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций является составной частью процедуры их эмиссии, которая на законодательном и нормативном правовом уровнях регулируется Федеральным законом от 29 июля 1998 года № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», генеральными условиями эмиссии облигаций и условиями выпуска облигаций.

Первичное размещение выпусков облигаций осуществляется Банком России по поручению эмитента - Министерства финансов Российской Федерации. Формы первичного размещения выпусков облигаций устанавливаются условиями их выпуска и нормативными правовыми актами Банка России, регулирующими порядок их обслуживания и обращения.

Основными формами первичного размещения облигаций являются:

- аукционы по первичному размещению облигаций;
- доразмещение облигаций:
  - а) в форме аукциона;
  - б) по фиксированной цене предложения;
- первичное размещение в рамках проведения операций по обмену выпусков облигаций.

#### **3.2.1. Аукционы по первичному размещению**

Аукционы по первичному размещению выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций (далее - Аукционы) проводятся исключительно на ММВБ как в торговой системе на рынке облигаций.

Порядок проведения Аукционов регулируется Положением № 219-П. Дата проведения Аукциона, параметры размещаемого выпуска (дополнительного выпуска, транша) облигаций, размер лимита по неконкурентным заявкам, время приема заявок и другие параметры выпуска объявляются Банком России не позднее следующего рабочего дня после получения соответствующих документов от эмитента.

Во время Аукциона в течение объявленного времени приема заявок все участники могут вводить и снимать в торговой системе (как от своего имени и за свой счет, так и от своего имени, но за счет и по поручению обслуживаемых ими клиентов) неограниченное количество конкурентных и неконкурентных заявок на покупку облигаций. При этом каждый участник располагает информацией только о поданных им самим заявках и не имеет информации о заявках других участников, а Банк России как генеральный агент эмитента, имея полную информацию обо всех поданных заявках, не знает конкретных участников, подавших те или иные заявки.

Объем операции, проводимой участником с облигациями, задается в неконкурентных заявках через размер денежных средств, направляемых на покупку облигаций.

По окончании времени приема заявок в торговой системе формируется сводный реестр заявок, принятых на Аукционе (далее - сводный реестр), который передается сначала торговой системой Банку России как генеральному агенту эмитента, а затем Банком России - эмитенту.

Сводный реестр представляет собой таблицу, в которой строки расположены в порядке убывания цен, указанных в конкурентных заявках. Каждая строка среди прочих параметров показывает возможную «сумму выручки» (то есть сумму денежных средств, которую эмитент может получить в результате продажи облигаций на Аукционе) и соответствующую ей «сумму к погашению» (то есть сумму денежных средств, которую должен будет заплатить эмитент при погашении размещенных облигаций, если будут удовлетворены все неконкурентные заявки, а также все конкурентные заявки с ценами не ниже цены, указанной в этой строке), а также соответствующую средневзвешенную цену (в % к номиналу) и средневзвешенную доходность облигаций к погашению (в % годовых).

На основании сводного реестра эмитент в пределах установленного объема выпуска определяет минимальную цену продажи облигаций, или цену отсечения (которой однозначно соответствуют определенная средневзвешенная цена и средневзвешенная доходность аукциона), и сообщает ее Банку России как генеральному агенту эмитента.

Банк России (действуя от имени и за счет эмитента) вводит в торговую систему заявку на продажу всего объема выпуска по цене отсечения. При этом будут полностью удовлетворены:

- все конкурентные заявки с ценой не ниже цены отсечения (по указанным в них ценам);
- все неконкурентные заявки (по средневзвешенной цене Аукциона).

По окончании Аукциона в торговой системе автоматически снимаются все неудовлетворенные заявки, поданные на данный Аукцион.

Проведение Аукционов по первичному размещению дополнительных выпусков (траншей) облигаций имеет следующие дополнительные особенности:

- торги на вторичном рынке по размещаемому дополнительному выпуску (траншу) облигаций (в случае, если таковые проводятся в торговой системе в дату Аукциона) приостанавливаются на период проведения Аукциона;
- перед началом Аукциона торговая система снимает все поданные на вторичных торгах заявки в отношении облигаций данного дополнительного выпуска (транша);
- при совершении сделок на Аукционах по первичному размещению дополнительных выпусков (траншей) ОФЗ (с ненулевым купонным доходом) участники-покупатели уплачивают эмитенту суммы НКД.

Количество облигаций, приобретаемых участником (инвестором) по неконкурентной заявке, рассчитывается как целая часть от деления суммы денежных средств, указанных в данной заявке, на сумму платежа по приобретению одной облигации, которая в общем случае включает средневзвешенную цену Аукциона, НКД и комиссионное вознаграждение торговой системы.

Таким образом, количество облигаций, проданных на Аукционе, определяется суммарным объемом удовлетворенных неконкурентных и конкурентных заявок и рассчитывается по формуле:

$$Q = \sum_{i=1}^{N_c} q_i + \sum_{j=1}^{M_{nc}} \text{int} \left[ \frac{V_j}{\bar{P} \times \left(1 + \frac{c}{100}\right) + A} \right],$$

где:

$Q$  - количество облигаций, проданных на Аукционе;

$q_i$  - количество облигаций, указанное в  $i$ -й удовлетворенной конкурентной заявке;

$N_c$  - количество удовлетворенных конкурентных заявок;

$M_{nc}$  - количество поданных неконкурентных заявок;



$V_j$  - размер денежных средств, направляемых на покупку облигаций в  $j$ -ой поданной неконкурентной заявке (рублей);

$\bar{P}$  - средневзвешенная цена Аукциона (рублей);

$c$  - ставка комиссии торговой системы (%);

$A$  - накопленный купонный доход (НКД);

$int(x)$  - целая часть числа  $x$ .

Аукцион по первичному размещению выпуска (дополнительного выпуска, транша) облигаций считается состоявшимся, если на нем было продано не менее 20 % от объема размещаемого выпуска (дополнительного выпуска, транша) облигаций по номинальной стоимости.

### **3.2.2. Доразмещение облигаций**

Облигации, не реализованные в ходе состоявшегося аукциона по их первичному размещению (или при размещении по закрытой подписке), по решению эмитента могут быть в последующем доразмещены на вторичных торгах. Доразмещение облигаций в ходе торгов на вторичном рынке осуществляется Банком России по поручению эмитента путем их продажи участникам рынка облигаций на аукционе или по заранее установленной эмитентом (фиксированной) цене предложения.

При этом аукционы по доразмещению проводятся по технологии, полностью совпадающей с описанной выше технологией проведения аукционов по первичному размещению выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций с учетом особенностей проведения аукционов по первичному размещению дополнительных выпусков (траншей) облигаций. При этом для аукционов по доразмещению выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций отсутствует требование о необходимости продажи не менее 20 % от объема доразмещаемого выпуска (дополнительного выпуска, транша) облигаций (по номинальной стоимости) для признания аукциона состоявшимся.

В случае доразмещения по фиксированной цене предложения Банк России в общем порядке выставляет в торговой системе в ходе вторичных торгов лимитную заявку (как правило, с отсроченным временем активации) на продажу доразмещаемых ГКО и ОФЗ в количестве и по цене, заранее установленной эмитентом. При наступлении времени активации, указанного в данной заявке, в случае наличия встречных заявок участников и/или инвесторов с «не худшими» ценами в торговой системе регистрируются соответствующие сделки купли-продажи.

## **3.3. Механизм обмена выпусков облигаций**

### **3.3.1. Базовая схема обмена**

Впервые на рынке облигаций обмен с использованием возможностей торговой системы был проведен в ноябре 2001 года, когда Минфином России всем владельцам ОФЗ-ПД выпуска SU25030RMFS6 (погашение которых предстояло в декабре 2001 года) была предоставлена возможность обменять их на новые ОФЗ-ФД выпуска SU27016RMFS3 и ГКО выпуска SU21156RMFS3.

Соответствующие операции обмена состоялись 21 и 28 ноября 2001 года и прошли настолько успешно, что Минфином России было принято решение о дополнительном выпуске нового транша ГКО выпуска SU21156RMFS3, который был также обменен на ОФЗ-ПД выпуска SU25030RMFS6 5 декабря 2001 года. В июне 2005 года Банк России начал проведение обмена по модифицированной схеме.

Добровольный обмен одних выпусков облигаций на другие выпуски облигаций (далее - обмен облигаций, обмен) осуществляется в форме проведения Банком России как генеральным агентом эмитента по поручению Минфина России размещения на аук-

ционной основе одного выпуска облигаций и «одновременного» досрочного выкупа другого выпуска облигаций. Порядок проведения обмена устанавливается Банком России.

Участниками обмена могут выступать все владельцы (участники и инвесторы) облигаций «обмениваемого» (далее - выкупаемого или базового) выпуска облигаций.

При этом сделки покупки-продажи (при досрочном выкупе и размещении) заключаются Банком России с одними и теми же участниками, действующими за свой счет и/или за счет и по поручению одних и тех же обслуживаемых ими инвесторов.

Цена досрочного выкупа (далее - цена выкупа) устанавливается Минфином России до проведения обмена и официально объявляется Минфином России и/или Банком России.

Цены размещения определяются Минфином России в общем порядке на аукционной основе (по итогам соответствующего аукциона по первичному размещению облигаций).

По итогам обмена для каждого участника или инвестора в отдельности сумма продажи при выкупе должна быть меньше суммы покупки на аукционе на сумму, меньшую, чем цена выкупа одной облигации, установленная Минфином России.

Процедура обмена (размещения и выкупа) проводится в торговой системе одновременно (параллельно) с проведением вторичных торгов. При этом сначала проводится аукцион (размещение), а затем выкуп обмениваемых облигаций. Началом процедуры обмена является установленное Банком России время начала приемки заявок на аукцион.

В течение установленного Банком России периода времени участники подают заявки на покупку размещаемых облигаций на аукционе. Подача участником заявки на аукцион означает его безусловное согласие совершить:

- за свой счет или за счет обслуживаемого этим участником инвестора сделку покупки размещаемых облигаций на указанных в заявке условиях;

- за свой счет или за счет того же инвестора сделку продажи выкупаемых облигаций в количестве, определяемом в порядке, который будет приведен ниже, по установленной Минфином России цене выкупа.

При этом в заявках, подаваемых участниками на аукцион (в рамках обмена), указываются только параметры планируемых ими сделок по покупке размещаемых облигаций на аукционе и не указываются параметры сделок, которые должны быть в последующем заключены при выкупе (цены выкупа, количества выкупаемых облигаций и др.).

По итогам аукциона (после введения Банком России цены отсечения и заключения соответствующих сделок по размещаемым облигациям) торговая система в автоматическом режиме рассчитывает количество выкупаемых облигаций, подлежащих продаже Банку России каждым участником (в разбивке за собственный счет и за счет каждого из обслуживаемых им инвесторов, участвовавшего в обмене), заявки которого на покупку размещаемых облигаций были удовлетворены по итогам аукциона.

При этом количество выкупаемых облигаций, подлежащих продаже Банку России участником (как за собственный счет, так и за счет каждого инвестора, за чей счет подавались заявки на покупку размещаемых облигаций, удовлетворенные по итогам аукциона), рассчитывается торговой системой как частное от деления общей суммы покупки размещаемых облигаций по всем удовлетворенным на аукционе заявкам, поданным (соответственно) за счет данного участника или инвестора, на установленную цену выкупа одной облигации с округлением до целого числа в меньшую сторону.

Соответствующие сделки по продаже участниками Банку России выкупаемых облигаций генерируются в торговой системе в автоматическом режиме. На этом процедура обмена завершается.

Облигации базового (выкупаемого) выпуска до окончания расчетов по итогам обмена не участвуют во вторичных торгах.

### 3.3.2. Модифицированная схема обмена

Наряду с рассмотренной выше базовой технологией проведения обмена, в настоящее время обмен может проводиться на рынке облигаций по модифицированной схеме в следующем порядке.

При проведении операций обмена облигаций Банка России в торговой системе на рынке облигаций Банком России проводится аукцион по первичному размещению (доразмещению) выпуска облигаций (одного или нескольких), сделки на котором заключаются с кодом расчетов  $S_0$ . К участию в аукционе допускаются только участники - кредитные организации, действующие за свой счет или за счет инвесторов - кредитных организаций.

В тот же торговый день после проведения аукциона в торговой системе Банком России проводится выкуп облигаций другого выпуска (одного или нескольких) с кодом расчетов  $T_0$ . Цены выкупа заранее устанавливаются и доводятся до сведения участников Банком России. При этом:

- продавцами облигаций при проведении выкупа могут выступать только участники и инвесторы, заключившие сделки по покупке облигаций на указанном выше аукционе;
- общая сумма выручки каждого отдельного участника или инвестора от продажи облигаций (одного или нескольких выпусков) в рамках выкупа (по установленным Банком России ценам) не может превышать общую сумму его покупки на аукционе;
- соблюдение указанных ограничений контролируется торговой системой при подаче участниками заявок на продажу облигаций в рамках выкупа.

Таким образом, денежные средства от продажи облигаций (при необходимости) могут использоваться участниками и инвесторами для исполнения своих обязательств по сделкам, заключенным ими на аукционе. Необходимо дополнительно отметить следующее особенности модифицированной схемы обмена:

- участники аукциона не обязаны участвовать в выкупе;
- рассчитаться по своим обязательствам по итогам аукциона участники и инвесторы могут за счет денежных средств, не обязательно полученных от продажи облигаций в рамках выкупа;
- денежные средства от продажи облигаций в рамках выкупа не направляются автоматически на исполнение обязательств участников и инвесторов по итогам аукциона, а могут использоваться ими по своему усмотрению.

Начиная с 2005 года, Минфин России перешел к размещению эталонных выпусков облигаций с установленными сроками обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет, которые характеризуются значительными объемами.

При этом трех- и пятилетние облигации федерального займа имеют одну дату погашения, более длинные бумаги - амортизационную структуру погашения.

Объем выпусков трех- и пятилетних бумаг будет составлять 40-50 млрд. рублей. В связи со значительным объемом выплат в одну дату целесообразно проводить обмен указанных облигаций до даты их погашения.

Проведение обменов, как и аукционное размещение, должно осуществляться эмитентом по заранее заданным правилам на регулярной основе.

### 3.4. Механизм вторичных торгов

В ходе торгов на вторичном рынке (secondary market) в торговой системе осуществляется заключение сделок купли-продажи облигаций между участниками, в том числе Банком России. Кроме того, в течение периода вторичных торгов также могут проводиться операции по доразмещению и досрочному выкупу облигаций Банком России.

Указанные операции могут осуществляться в результате:

- заключения «стандартных» сделок;

- заключения внесистемных сделок;
- проведения аукциона по продаже облигаций из портфеля Банка России.

### 3.4.1. Заключение «стандартных» сделок

Под «стандартными» сделками понимаются сделки, которые заключаются в торговой системе на вторичном рынке облигаций по лучшим ценам, выявляемым в ходе «непрерывного двустороннего аукциона», или непрерывного сопоставления заявок (orders). Именно в таком режиме до настоящего времени заключается подавляющее большинство сделок (trades) в торговой системе. При проведении операций на вторичных торгах участники могут подавать в систему лимитные и рыночные заявки.

Лимитная заявка на покупку (продажу) облигаций на вторичном рынке удовлетворяется по ценам встречных заявок при условии, что эти цены «не хуже» цены, указанной в подаваемой заявке. При этом по способу указания цены лимитная заявка может быть конкурентной (цена указывается самим участником) и неконкурентной (цена в автоматическом режиме рассчитывается торговой системой как текущая средневзвешенная цена по данному выпуску облигаций на момент подачи соответствующей заявки. Не допускается неконкурентная заявка, если такая средневзвешенная цена не может быть рассчитана из-за отсутствия соответствующих сделок в торговой системе).

Сравнительная характеристика конкурентных и неконкурентных заявок на аукционах по размещению облигаций на вторичных торгах представлена в таблице:

	Аукционы по первичному размещению (доразмещению)	Вторичные торги (в режиме «стандартных» сделок)
Конкурентные заявки	Если заявка удовлетворяется, то она удовлетворяется полностью	Заявка может быть удовлетворена частично
	Заявка удовлетворяется по указанной в ней цене	Заявка удовлетворяется по ценам встречных заявок, «не худшим» чем цена, указанная в самой заявке
Неконкурентные заявки	Объем заявки задается через размер денежных средств, направляемых на покупку облигаций	Объем заявки задается через количество облигаций
	Заявка удовлетворяется всегда и полностью	Заявка может быть не удовлетворена или удовлетворена частично
	Заявка удовлетворяется по средневзвешенной цене аукциона, которая не известна на момент подачи заявки	Заявка удовлетворяется по ценам встречных заявок, «не худшим», чем текущая средневзвешенная цена, которая известна на момент подачи заявки

Конкурентные и неконкурентные лимитные заявки, подаваемые на вторичных торгах для заключения «стандартных» сделок купли-продажи облигаций, сходны по названию с конкурентными и неконкурентными заявками, подаваемыми на аукционах по первичному размещению (доразмещению) облигаций. Тем не менее, между такими заявками существуют определенные различия.

Кроме того, к заявкам, подаваемым участниками на аукционах, не применимы такие условия исполнения, как «с сохранением в котировках», «без сохранения в котировках», «по одной цене», используемые в лимитных заявках<sup>3</sup>. Допустимые комбинации типов и условий заявок на заключение «стандартных» сделок приведены в таблице:

Условие исполнения	Типы заявок	
	лимитные	рыночные
С сохранением в котировках	✓	✓
Без сохранения в котировках:		
снять остаток	✓	✓
немедленно или отклонить	✓	✓
По одной цене	✓	

<sup>3</sup> Подаваемые лимитные заявки по умолчанию считаются заявками с сохранением в котировках.

Лимитные заявки, которые должны быть удовлетворены по одной (единой) цене, могут быть как с сохранением, так и без сохранения в котировках. Цена, указываемая в таких заявках (в том числе текущая средневзвешенная цена), выступает в качестве «индикативного» параметра, устанавливающего предельную цену заявки, стоящей первой в очереди встречных заявок:

- при наличии встречной заявки, стоящей первой в очереди, с ценой, «не худшей», чем цена, указанная в данной лимитной заявке «по одной цене», и с количеством облигаций, достаточным для полного удовлетворения поданной заявки, поданная заявка полностью удовлетворяется по цене первой заявки или наилучшей цене;

- при отсутствии такой встречной заявки порядок исполнения поданной лимитной заявки «по одной цене» определяется ее другими условиями.

Порядок исполнения заявок на заключение «стандартных» сделок приведен ниже:

Тип	Условия исполнения	Порядок исполнения			
		при возможности полного удовлетворения	при возможности частичного удовлетворения	при невозможности удовлетворения	
Лимитная	С сохранением в котировках	Заявка полностью удовлетворяется по лучшим ценам (2)	Заявка удовлетворяется по лучшим ценам в максимально возможном объеме. Неисполненная часть ставится в очередь по цене, указанной в заявке (3)	Заявка ставится в очередь по указанной в ней цене (5)	
	Снять остаток		Заявка удовлетворяется по лучшим ценам в максимально возможном объеме. Неисполненная часть снимается (4)	Заявка снимается целиком (6)	
	Немедленно или отклонить		Заявка снимается целиком (6), (7)		
	С сохранением в котировках	по одной цене	Заявка полностью удовлетворяется по наилучшей цене (1)	Заявка удовлетворяется по наилучшей цене в максимально возможном объеме	Заявка ставится в очередь по указанной в ней цене (5)
				Неисполненная часть ставится в очередь по этой наилучшей цене (8)	
	Снять остаток		Заявка удовлетворяется по наилучшей цене в максимально возможном объеме	Неисполненная часть снимается (9)	Заявка снимается целиком (6)
Немедленно или отклонить			Заявка снимается целиком (6), (10)		
Рыночная	С сохранением в котировках	Заявка удовлетворяется по лучшим ценам в полном объеме (11)	Заявка удовлетворяется по лучшим ценам в максимально возможном объеме	Заявка ставится в очередь по указанной в ней цене (14)	
			Неисполненная часть ставится в очередь по цене, указанной в заявке (12)		
	Снять остаток		Заявка удовлетворяется по лучшим ценам в максимально возможном объеме	Заявка снимается целиком (15)	
		Неисполненная часть снимается (13)			
Немедленно или отклонить			Заявка снимается целиком (15), (16)		

Рыночная заявка на покупку (продажу) удовлетворяется по ценам встречных заявок, находящихся в очереди на момент подачи данной рыночной заявки. При этом:

- при подаче рыночной заявки с сохранением в котировках участник указывает в ней цену, по которой должна быть поставлена в очередь ее неисполненная часть (при ее наличии). В том числе в качестве такой цены может указываться текущая средневзвешенная цена, автоматически рассчитываемая торговой системой на момент подачи такой заявки;

- рыночная заявка без сохранения в котировках (с условиями «снять остаток» или «немедленно или отклонить») подается без указания цены<sup>4</sup>.

Банком России установлены ценовые ограничения на условия совершения «стандартных» сделок в течение периода закрытия. В этот период сделки могут совершаться (заключаться) только по средневзвешенным ценам по итогам торгов текущего дня (основное время основной торговой сессии) и только с теми выпусками облигаций, для которых такие цены были сформированы, на основе лимитных неконкурентных заявок и/или рыночных заявок (без указания цены или по средневзвешенной цене).

«Стандартные» сделки являются основным сегментом вторичного рынка облигаций.

### 3.4.2. Заключение внесистемных сделок

Данная процедура, реализованная в торговой системе в рамках отдельного режима торгов, позволяет участникам заключать сделки с заранее известным контрагентом и таким образом (при необходимости) избежать анонимности, присущей «стандартным» сделкам<sup>5</sup>.

В настоящее время реализованные в торговой системе технологии заключения внесистемных сделок позволяют участникам средствами торговой системы осуществлять поиск контрагентов по внесистемным сделкам. Для этого они могут направлять заявку на заключение внесистемной сделки одновременно в адрес одного или нескольких конкретных участников, которых они предварительно самостоятельно выбрали в качестве своих потенциальных контрагентов (партнеров) из числа участников рынка облигаций, или в адрес всех участников рынка облигаций. При этом:

- указанную заявку увидят на своем рабочем месте только те участники, которым она была адресована;

- внесистемные сделки могут заключаться без подтверждения либо с подтверждением;

- внесистемные сделки без подтверждения заключаются в случае, если в качестве обеих сторон по сделке выступает один и тот же участник, в том числе:

а) между участником (действует от своего имени и за свой счет) и обслуживаемым им инвестором (тот же участник действует от своего имени, но за счет и по поручению обслуживаемого им инвестора);

б) между двумя инвесторами, обслуживаемыми одним участником (один и тот же участник действует от своего имени, но за счет и по поручению разных обслуживаемых им инвесторов);

- внесистемные сделки с подтверждением заключаются в случае, если в качестве сторон по сделке выступают разные участники, действующие от своего имени и за свой счет или за счет и по поручению обслуживаемых ими инвесторов.

Для заключения внесистемной сделки без подтверждения в торговую систему участником вводится единственная заявка. Внесистемная сделка без подтверждения считается заключенной в момент регистрации заявки на заключение соответствующей внесистемной сделки без подтверждения в торговой системе.

Для заключения внесистемной сделки с подтверждением в торговую систему участником, инициирующим сделку, вводится заявка на заключение внесистемной сделки с подтверждением, которая, как отмечалось выше, может быть адресована в адрес одного или

<sup>4</sup> Подаваемые рыночные заявки, в отличие от лимитных заявок, по умолчанию являются заявками без сохранения в котировках.

<sup>5</sup> Обозначение подобных сделок термином «внесистемные» (иногда их называют также «переговорными») указывает не на то, что соответствующие сделки заключаются вне торговой системы, а на то, что их цены определяются вне системы непрерывного сопоставления заявок (непрерывного двойного аукциона) в торговой системе. Таким образом, как «стандартные», так и внесистемные сделки и заключаются, и регистрируются в торговой системе.

нескольких предварительно отобранных участников-контрагентов (партнеров), в том числе в адрес всех участников.

Внесистемная сделка с подтверждением считается заключенной в момент регистрации в торговой системе первых по времени:

- подтверждения о заключении данной внесистемной сделки, введенного любым из участников-адресатов;
- встречной заявки на заключение внесистемной сделки с подтверждением, имеющей противоположную направленность, поданной в адрес участника-инициатора (как единственного адресата или одного из адресатов) исходной заявки любым из участников-адресатов и содержащей такое же количество облигаций того же выпуска, равную цену облигации и тот же код расчетов, что и в исходной заявке.

При этом после заключения внесистемной сделки с подтверждением заявка на ее заключение (в случае, если она была направлена нескольким адресатам) перестает учитываться в торговой системе как заявка, на основании которой может быть заключена сделка с облигациями.

Адресный характер заявок на заключение внесистемных сделок делает необходимым указание в них, помимо базовых параметров, также параметров, позволяющих однозначно идентифицировать предполагаемых контрагентов по сделке, в том числе торговый идентификатор участника-контрагента (для внесистемных сделок с подтверждением)<sup>6</sup>.

Для обеспечения удобства по управлению своей ликвидностью для участников и инвесторов на рынке облигаций обеспечена возможность заключения внесистемных сделок с различными сроками проведения расчетов (исполнения обязательств по заключенным сделкам). Для этого в заявках на заключение внесистемных сделок в качестве обязательного параметра указывается так называемый «код расчетов», устанавливающий срок исполнения участниками обязательств по заключенной сделке. В соответствии с Положением № 219-П в настоящее время на рынке облигаций могут заключаться внесистемные сделки с кодами расчетов  $T_0$  и  $S_n$ , где  $n > 0$ .

Код расчетов  $T_0$  в соответствии с Положением № 219-П означает, что внесистемная сделка должна быть исполнена в день ее совершения без каких-либо дополнительных действий со стороны участников.

Код расчетов  $S_n$  означает необходимость исполнения участниками обязательств по заключенной (зарегистрированной) в торговой системе внесистемной сделке на  $n$ -й календарный день со дня ее заключения (регистрации) в торговой системе. При этом допустимые значения  $n$  устанавливаются Банком России. В настоящее время на рынке облигаций возможно заключение внесистемных сделок с  $n$  равным 0 (в тот же день), 1 и 2 дня.

Поскольку внесистемные сделки заключаются на двусторонней (переговорной) основе, то в целях обеспечения единства ценообразования на рынке облигаций (чтобы не существовало противоречий между ценами внесистемных сделок и ценами «стандартных» сделок) Банком России для внесистемных сделок могут устанавливаться ценовые границы и/или ограничения на время торгов, в течение которого могут заключаться внесистемные сделки.

В настоящее время Банком России установлено, что внесистемные сделки могут заключаться между всеми участниками торгов (как за свой счет, так и за счет обслуживаемых ими инвесторов) в течение всей основной торговой сессии, то есть с 11-00 до 17-30, при условии соблюдения следующих ограничений:

- объем каждой заявки составляет не менее 10 млн. рублей;

---

<sup>6</sup> В данном случае торговый идентификатор будет задаваться через указание в заявке сокращенного наименования участника-контрагента, присвоенного ему в торговой системе.

- максимальное отклонение указанной в заявке цены от текущей средневзвешенной цены должно составлять не более 1 % (в случае отсутствия текущей средневзвешенной цены по конкретному выпуску облигаций, берется последняя рассчитанная средневзвешенная цена по данному выпуску облигаций)<sup>7</sup>.

### 3.5. Аукционы по продаже облигаций из портфеля Банка России

В течение вторичных торгов в торговой системе на рынке облигаций могут проводиться аукционы по продаже облигаций из портфеля Банка России<sup>8</sup>.

Дата и время проведения аукциона, круг допускаемых к участию в аукционе участников, объем продаваемых на аукционе облигаций, ограничения на цены облигаций в заявках на покупку, ограничения на объем неконкурентных заявок, код расчетов и другие параметры аукциона по продаже облигаций из портфеля Банка России устанавливаются Банком России<sup>9</sup> и заблаговременно доводятся им до сведения участников.

Допускается проведение аукционов по продаже облигаций из портфеля Банка России с кодами расчетов  $T_0$  и  $S_n$ . При этом в рамках одного (отдельного) аукциона по продаже облигаций из портфеля Банка России допускается использование одного (единственного) кода расчетов, который заранее определяется Банком России.

Подача, снятие и удовлетворение заявок на аукционах по продаже облигаций из портфеля Банка России осуществляются в порядке, установленном Положением № 219-П для аукционов по размещению выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций, с учетом особенностей проведения аукционов по доразмещению выпусков (дополнительных выпусков, траншей) облигаций. При этом в заявках, подаваемых участниками на аукционах по продаже облигаций из портфеля Банка России, автоматически устанавливается единый код расчетов, заранее определенный Банком России.

### 3.6. Механизм проведения операций РЕПО

Операцией РЕПО<sup>10</sup> в международной практике принято называть сделку, включающую покупку/продажу ценных бумаг в определенный момент времени и обратную продажу/покупку тех же или в заранее установленном смысле эквивалентных ценных бумаг через определенный промежуток времени между одними и теми же контрагентами. При этом обязательства по обратному выкупу/продаже возникают у обоих контрагентов в момент заключения сделки РЕПО.

По своему экономическому смыслу операции РЕПО представляют собой обеспеченные кредиты:

- как правило, денежные кредиты, обеспечением которых выступают покупаемые/продаваемые ценные бумаги;
- кредиты ценными бумагами под обеспечение денежными средствами (в более редких случаях).

<sup>7</sup> Введение Банком России ограничений на минимальный объем (10 млн. рублей) и максимальное отклонение цены (1 %) заявки на заключение внесистемной сделки указывает на то, что возможность заключения внесистемных сделок предоставляется Банком России в случае покупки/продажи больших объемов облигаций или так называемых «крупных лотов» (big blocks) при условии ограничения их влияния на рыночное ценообразование.

<sup>8</sup> Первый аукцион по продаже облигаций из портфеля Банка России был проведен Банком России 10 июня 2003 года.

<sup>9</sup> Приобретать облигации из портфеля Банка России по результатам соответствующих аукционов (в соответствии с установленным Банком России ограничением) могут только участники или инвесторы, являющиеся кредитными организациями. При этом инвесторы - кредитные организации могут приобретать эти облигации только через участников, также являющихся кредитными организациями.

<sup>10</sup> Repo - сокращенно от repossession (восстановление владения) и repurchase agreement (соглашение об обратном выкупе). В ряде случаев определенные виды операций РЕПО называют также sell/buy back.



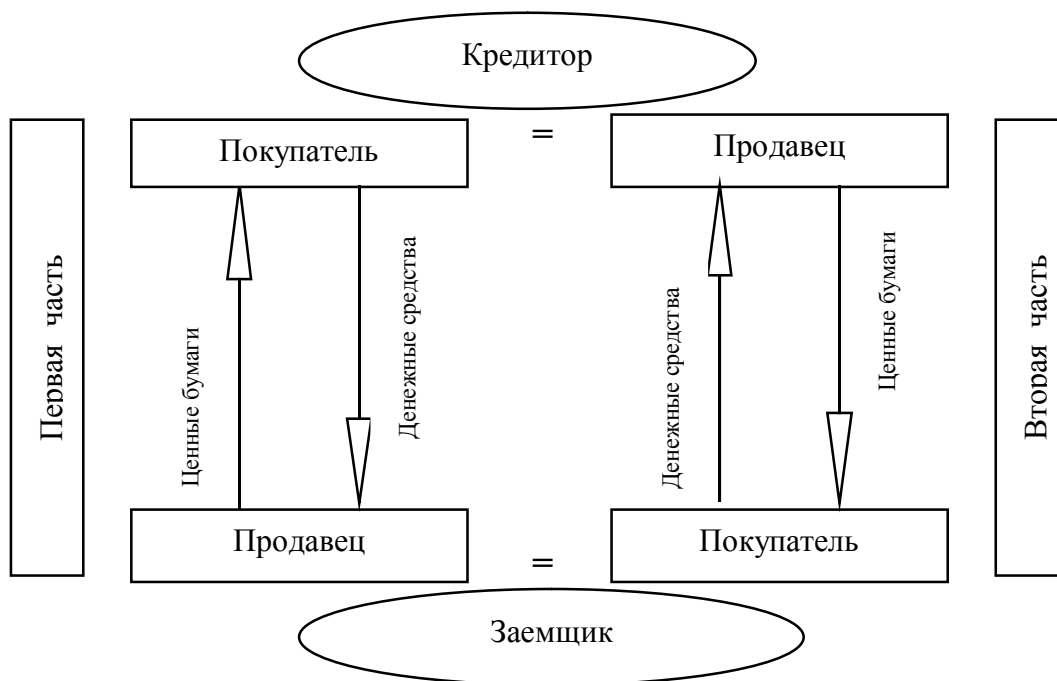
Основной особенностью операций РЕПО, отличающей их от сходных операций кредитования, в том числе под залог ценных бумаг<sup>11</sup>, является одновременный с передачей ценных бумаг (от продавца к покупателю) переход к покупателю права собственности на переданные (проданные) ему продавцом ценные бумаги.

Операция РЕПО состоит из двух частей:

первая часть РЕПО - исходная покупка/продажа ценных бумаг;

вторая часть РЕПО - обратная продажа/покупка ценных бумаг.

Структура операции РЕПО приведена ниже:



В двух частях операции РЕПО обе ее стороны являются попеременно покупателем и продавцом. Тем не менее, принято называть покупателем (первоначальным покупателем) или продавцом (первоначальным продавцом) ту сторону, которая является таковой по первой части РЕПО. При этом на практике также часто именуют:

покупателя (первоначального покупателя) - «кредитором»;

продавца (первоначального продавца) - «заемщиком».

Если с точки зрения продавца операция РЕПО выглядит как «продажа - покупка», или как прямое РЕПО, то покупателю та же операция представляется как «покупка - продажа», или обратное РЕПО.

Промежуток времени между датами исполнения первой и второй частей РЕПО называется сроком РЕПО. Срок РЕПО исчисляется (как правило) в календарных днях, начиная с дня, следующего за днем исполнения обязательств по первой части РЕПО, до дня исполнения обязательств по второй части РЕПО включительно.

Ценные бумаги, покупаемые/продаваемые в ходе операции РЕПО, называются базовым активом или обеспечением.

Как отмечалось выше, операции РЕПО, как правило, фактически означают предоставление кредита, обеспеченного ценными бумагами.

<sup>11</sup> В соответствии с принятой международной практикой операции РЕПО относятся к более широкому классу так называемых операций на возвратной основе, в который, помимо собственно операций РЕПО, включаются также денежное кредитование под залог ценных бумаг и кредитование ценными бумагами.

Ценой такого кредита выступает так называемая ставка РЕПО, в общем случае определяемая превышением цены, по которой должна быть исполнена вторая часть РЕПО (цена второй части РЕПО), над ценой, по которой исполняется первая часть РЕПО (цена первой части РЕПО)<sup>12</sup>:

$$R = \left( \frac{P_2}{P_1} - 1 \right) \times \frac{365}{t} \times 100 \quad \text{или} \quad P_2 = P_1 \times \frac{\left( 100 + R \frac{t}{365} \right)}{100},$$

где:

$R$  - ставка РЕПО (%);

$P_1$  - цена первой части РЕПО, включая НКД (для купонных облигаций);

$P_2$  - цена второй части РЕПО, включая НКД (для купонных облигаций);

$t$  - срок РЕПО (в днях).

### 3.6.1. Управление рисками при проведении операций РЕПО

Основной проблемой операций РЕПО является риск неисполнения второй части РЕПО. Иными словами, вполне возможна ситуация, когда к моменту обратного выкупа (исполнения второй части РЕПО) у продавца не окажется денег и/или у покупателя не окажется ценных бумаг (например, в результате банкротства или ареста счетов), необходимых для надлежащего исполнения обязательств по второй части РЕПО, или они по тем или иным причинам (например, изменение рыночных условий), независимо от фактического наличия у них денег и/или ценных бумаг, откажутся исполнить свои обязательства по второй части РЕПО.

Хотя ни покупатель, ни продавец в силу обеспеченности операций РЕПО не несут кредитных рисков в части риска «основной суммы», они оказываются подверженными рыночным рискам. В конечном счете эти риски, как правило, подлежат урегулированию на двусторонней основе, однако для их минимизации существует ряд общепринятых в мировой практике процедур управления рисками, важнейшими среди которых выступают дисконтирование обеспечения, переоценка обязательств, контроль достаточности обеспечения и внесение компенсационных (маржевых) взносов.

### 3.6.2. Дисконтирование обеспечения

Применительно к операциям РЕПО дисконтом называется величина, характеризующая превышение рыночной стоимости обеспечения (стоимости обеспечения) над размером соответствующего обязательства (суммой обязательства) на тот или иной момент времени в течение срока РЕПО:

$$\text{Сумма обязательства} = \left( 1 - \frac{\text{дисконт}}{100} \right) \times \text{стоимость обеспечения}$$

Или, что то же самое, размер скидки (дисконт) со стоимости обеспечения, на основе которой оценивается его достаточность для покрытия соответствующего обязательства:

$$\text{Сумма обязательства} = \left( 1 - \frac{\text{дисконт}}{100} \right) \times \text{стоимость обеспечения}$$

Как правило, цена первой части РЕПО устанавливается с учетом некоторого начального значения дисконта, определяемого по взаимной договоренности сторон при заключении сделки РЕПО. При этом:

<sup>12</sup> На практике, как правило, изначально (при заключении сделки РЕПО) устанавливается ставка РЕПО, а цена второй части РЕПО выступает расчетным параметром и может изменяться в течение срока РЕПО.

- чем больше начальное значение дисконта, тем это выгоднее для покупателя, получающего обеспечение по заниженной цене;
- чем меньше начальное значение дисконта, тем это выгоднее для продавца, предоставляющего обеспечение по более высокой цене.

Таким образом, начальное значение дисконта отражает взаимно приемлемое для обеих сторон на момент заключения сделки РЕПО соотношение стоимости обеспечения и суммы обязательства по первой части РЕПО.

Если до исполнения первой части РЕПО сумма обязательства всегда остается неизменной, а меняться может только стоимость обеспечения (как правило, незначительно, поскольку дата исполнения первой части РЕПО отстоит от даты заключения сделки РЕПО обычно не более чем на 1-2 дня), то в течение срока РЕПО, который может достигать 180 дней и более, сумма обязательства и стоимость обеспечения могут существенно изменяться в связи с:

- динамикой рыночных цен;
- ростом накопленного дохода по сделке РЕПО (суммы начисленных процентов по ставке РЕПО);
- получением покупателем купонного дохода и/или части номинальной стоимости (амортизации долга), если таковые подлежали выплате по облигациям, выступающим обеспечением, в течение срока РЕПО.

В результате может происходить изменение соотношения между стоимостью обеспечения и суммой обязательства, проявляющееся в отклонении текущего значения дисконта от его согласованного начального значения, что будет ставить одну из сторон сделки РЕПО в невыгодное положение.

Для предотвращения этой ситуации по желанию сторон может быть предусмотрен механизм так называемых компенсационных взносов, действующий следующим образом:

- для активации этого механизма сторонами при заключении сделки РЕПО устанавливаются взаимно согласованные предельные значения дисконта - верхнее и/или нижнее;
- в течение срока РЕПО осуществляется ежедневная переоценка суммы обязательства и стоимости обеспечения и контроль достаточности обеспечения (контроль уровня дисконта);
- при заниженной оценке обеспечения (рост рыночных цен, дисконт больше верхнего предельного значения) и при его завышенной оценке (падение рыночных цен, дисконт меньше нижнего предельного значения) одна из сторон должна внести в пользу другой стороны компенсационный взнос (соответственно) ценными бумагами или в денежной форме;
- внесение компенсационного взноса ведет к уменьшению соответствующего обязательства стороны по второй части РЕПО;
- невнесение компенсационного взноса (в том случае, когда необходимо его внесение) ведет к необходимости досрочного исполнения обязательств по второй части РЕПО.

Таким образом, данный механизм не только способствует поддержанию оптимального (с точки зрения сторон сделки РЕПО) баланса между обязательствами и их обеспечением, но и инициирует частичное досрочное исполнение обязательств по вторым частям РЕПО при резких колебаниях рыночных цен, тем самым препятствуя нарастанию рыночных рисков и снижая риск неисполнения обязательств по вторым частям РЕПО в целом.

### **3.6.3. Виды операций РЕПО на рынке облигаций**

Начало современному этапу развития операций РЕПО на рынке облигаций было положено в результате принятия положения Банка России «О порядке заключения и исполнения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами Российской Федера-

ции» от 25 марта 2003 года № 220-П, разработанного на основе международных стандартов проведения операций РЕПО.

В настоящее время на рынке облигаций проводятся:

- операции междилерского РЕПО (в режиме внесистемных сделок);
- операции прямого РЕПО против Банка России (с блокировкой обеспечения);
- операции биржевого (обратного) модифицированного РЕПО (БМР/ОМР).

Сделки междилерского РЕПО заключаются в торговой системе в ходе вторичных торгов во временных рамках основной торговой сессии. При этом допускается заключение сделок междилерского РЕПО с кодами расчетов (сроками исполнения обязательств по первым частям соответствующих сделок РЕПО) -  $T_0$  и  $S_n$ , где  $n = 0, 1, 2$ .

Подача и удовлетворение заявок на заключение сделок междилерского РЕПО осуществляются в порядке, аналогичном порядку подачи и исполнения на вторичных торгах заявок на заключение внесистемных сделок без подтверждения и с подтверждением с соответствующими кодами расчетов, рассмотренным в предыдущих разделах.

Обязательными условиями, указываемыми в заявках на заключение сделок междилерского РЕПО, помимо стандартных реквизитов заявок на заключение внесистемных сделок (торговые идентификаторы участника и его контрагента; позиция «депо» и денежная позиция, в счет которых подана данная заявка; код расчетов; направление заявки - покупка или продажа облигаций по первой части РЕПО) являются:

- ставка РЕПО, в процентах годовых (с точностью до десяти тысячной доли процента)<sup>13</sup>;
- срок РЕПО в календарных днях (от 1 до 180; 0 - для внутрисуточного РЕПО)<sup>14</sup>;
- сумма РЕПО (в рублях с точностью до копеек)<sup>15</sup>;
- количество облигаций, являющихся обеспечением, в штуках.

Наряду с указанными выше обязательными условиями, заявки РЕПО могут содержать следующие дополнительные условия сделки РЕПО:

- начальное значение дисконта (в процентах с точностью до десяти тысячной доли процента)<sup>16</sup>;
- нижнее и/или верхнее предельное значения дисконта (в процентах с точностью до десятичной доли процента);
- указание на блокировку обеспечения;
- ссылку на базисные условия.

Операции прямого РЕПО против Банка России являются разновидностью операций РЕПО (с блокировкой обеспечения), по которым продавцами облигаций по первой части РЕПО и покупателями облигаций по второй части РЕПО выступают участники, являющиеся кредитными организациями и действующие за свой счет или за счет инвесторов, являющихся кредитными организациями, а покупателем облигаций по первой части РЕПО и продавцом облигаций по второй части РЕПО всегда является Банк России.

Сделки прямого РЕПО могут заключаться следующими способами:

- аукцион заявок на заключение сделок прямого РЕПО;

---

<sup>13</sup> Ставки РЕПО при проведении операций междилерского РЕПО устанавливаются сторонами на договорной основе.

<sup>14</sup> При этом для расчета параметров внутрисуточных сделок РЕПО срок РЕПО принимается равным одному дню.

<sup>15</sup> На момент заключения сделки РЕПО (и исполнения первой части РЕПО) сумма РЕПО равна стоимости покупки.

<sup>16</sup> На практике начальное значение дисконта, как правило, лежит в пределах от нуля включительно (оценка облигаций по полной рыночной цене) до 100 %, не включая этот верхний предел. Но в ряде случаев начальное значение дисконта может являться отрицательной величиной, что будет соответствовать оценке обеспечения по цене выше рыночной.

- торги по заключению сделок прямого РЕПО на условиях рыночных ставок, не ниже минимальной ставки РЕПО, устанавливаемой Банком России.

Операции «биржевого модифицированного РЕПО» осуществляются на основе положения Банка России «О порядке продажи Банком России государственных ценных бумаг с обязательством обратного выкупа» от 11 января 2002 года № 176-П и в соответствии с Положением № 219-П.

Каждая операция БМР состоит из двух частей:

- продажа Банком России облигаций, осуществляемая в форме аукциона;
- обратный выкуп ранее проданных облигаций, осуществляемый Банком России по фиксированным ценам в установленный срок (отличный от даты заключения сделки и даты исполнения первой части БМР) на основании безотзывной публичной оферты, официально публикуемой Банком России.

#### 4. Тенденции и перспективы рынка государственных ценных бумаг

##### 4.1. Эталонные выпуски ОФЗ

Одним из фактов, свидетельствующих о формировании в России ликвидного рынка ГКО/ОФЗ, является выделение в структуре оборота нескольких выпусков облигаций с различными сроками до погашения, значительно опережающих другие инструменты по объему в обращении. Такие выпуски носят названия эталонов (benchmarks) и представляют собой инструменты, чья доходность является наилучшим приближением к безрисковой норме доходности (из-за минимального кредитного риска). Эталонные выпуски ОФЗ формируют индикаторы, определяющие расположение кривой доходности в ее наиболее значимых точках.

Эталонными выпусками облигаций на рынке ГКО/ОФЗ являются:

ОФЗ 25058 со сроком до погашения 3 года;

ОФЗ 25057 со сроком до погашения 5 лет;

ОФЗ 46017 со сроком до погашения 10 лет;

ОФЗ 46018 со сроком до погашения 15 лет;

ОФЗ 46020 со сроком до погашения 30 лет.

Анализ оборотов на рынке ГКО/ОФЗ позволяет выделить инструменты, на которые приходится более половины суммарного объема сделок, заключенных на рассматриваемом рынке.

Инструменты, лидировавшие по оборотам на вторичных торгах ГКО/ОФЗ в январе-сентябре 2006 года приведены ниже:

Номер выпуска	Оборот, млрд. рублей	Доля в обороте рынка ГКО/ОФЗ, %
ОФЗ 46018	54,6	13,4
ОФЗ 46017	47,4	11,6
ОФЗ 25058	31,0	7,6
ОФЗ 26198	28,0	6,9
ОФЗ 46001	26,3	6,5
ОФЗ 28005	24,6	6,0
Итого:	211,9	51,9

Таким образом, на основании данных следующей таблицы можно сделать вывод о том, что лидирующие позиции по операциям на вторичном рынке ГКО/ОФЗ соответствуют эталонным выпускам облигаций, причем наибольшей популярностью у инвесторов пользуются бумаги со сроком до погашения 10 и 15 лет. Совместный оборот по трем эталонным выпускам, занимающим первые строки таблицы, составляет немногим менее 33 % от суммарного оборота вторичных торгов на рынке ГКО/ОФЗ.

В структуре оборотов по сделкам с ОФЗ, заключавшимся на рынке РЕПО (включая операции обратного РЕПО с Банком России) в течение прошедших 9 месяцев 2006 года,

также преобладают облигации, являющиеся эталонными выпусками. Наибольший оборот в течение рассматриваемого временного интервала (более 12 % суммарного оборота по сделкам с ОФЗ на рынке РЕПО) приходился на облигацию ОФЗ 25060 со сроком до погашения 3 года, на втором месте после которой следует пятилетняя облигация с номером выпуска ОФЗ 25057 (11 % оборота).

ОФЗ, лидировавшие по оборотам на рынке РЕПО в январе-сентябре 2006 года		
Номер выпуска	Оборот, млрд. рублей	Доля в обороте рынка ГКО-ОФЗ, %
ОФЗ 25060	131,0	12,2
ОФЗ 25057	118,2	11,0
ОФЗ 46017	116,9	10,9
ОФЗ 46018	111,5	10,4
ОФЗ 25058	90,9	8,4
ОФЗ 26198	89,8	8,3
Итого:	658,3	61,1

Результатом эмиссионной политики, проводимой Министерством финансов Российской Федерации в 2006 году, стало дополнительное размещение указанных выше эталонных выпусков (в объеме от 21 до 32 млрд. рублей каждый), что в целом соответствует представленному «Плану размещения в 2006 году облигаций федерального займа со сроками обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет». Проведение такой эмиссионной политики осуществляется в рамках реализации Министерством финансов Российской Федерации программы по построению ликвидного внутреннего рынка госдолга и замещения внешнего долга нашей страны внутренними заимствованиями.

О повышении ликвидности рынка государственных ценных бумаг свидетельствует значительное снижение величины среднедневного спреда по эталонным выпускам облигаций, рассчитываемого как разница между максимальной и минимальной ценой сделок с облигациями, заключавшихся в рамках одного торгового дня, по сравнению с началом года.

Так, величина среднедневного спреда по десятилетней ОФЗ 46017 сократилась с 1,47 % цены облигации в январе до 0,21 % в сентябре 2006 года. Величина среднедневного спреда по пятнадцатилетней ОФЗ 46018 сократилась в течение 2006 года с 0,70 % до 0,15 %, спред по ОФЗ 25057 со сроком до погашения 5 лет, составлявший 0,2 % цены облигации в начале года, составил в сентябре менее 0,14 %. Увеличение величины спреда в течение рассматриваемого периода наблюдалось только по ОФЗ 25058, что связано в первую очередь с проведением Министерством финансов Российской Федерации политики по замещению среднесрочных ОФЗ 25058 и ОФЗ 25057, первое размещение которых состоялось в 2005 году, на новые выпуски ОФЗ 25060 и ОФЗ 25059 сроком на 3 и 5 лет, соответственно.

Другим направлением эмиссионной политики Минфина России в 2006 году стало увеличение срока заимствования на внутреннем рынке госдолга, о чем свидетельствует дополнительный выпуск тридцатилетней ОФЗ 46020.

Проводимая Министерством финансов Российской Федерации политика по увеличению эмиссии эталонных инструментов приводит к концентрации внутреннего долга в нескольких особо крупных выпусках, способных поддерживать высокую активность на вторичных торгах и рынке РЕПО. Политика Минфина России направлена на то, чтобы, несмотря на отсутствие острой потребности в дополнительных заимствованиях, использовать потенциал рыночной микроструктуры для повышения ликвидности рынка госдолга. В результате рынок регулярно снабжается новыми выпусками с доходностью, отражающей стоимость кредита разной продолжительности, формируя, таким образом, предпосылку для построения эталонной кривой безрисковой доходности как основы определения цен на бумаги корпоративных эмитентов и цен производных инструментов.

## **4.2. Динамика цен и доходности**

Помимо информации об изменении состава и объема операций с государственными ценными бумагами, проводимых в 2006 году, в целях характеристики ситуации на рынке ГЦБ используются такие инструменты, как кривая бескупонной доходности по государственным ценным бумагам и различные индексы по государственным облигациям России.

Как показывает анализ кривой бескупонной доходности государственных ценных бумаг по состоянию на 2 октября 2006 года, в целом для рынка госбумаг в 2006 году характерным было незначительное снижение доходности по краткосрочным и среднесрочным инструментам, что является закономерным в условиях стабильно развивающейся (пусть в основном за счет сырьевой составляющей) российской экономики. Положительное влияние на снижение доходности могло оказывать замедление темпов инфляции, происходившее с января по сентябрь 2006 года.

Так, по данным Минэкономразвития России, которое опубликовало мониторинг о текущей ситуации в экономике Российской Федерации в январе-сентябре 2006 года, инфляция на потребительском рынке составила 7,2 %, что в 1,2 раза ниже, чем год назад (8,6 %). При этом прогнозы Правительства Российской Федерации относительно дальнейшего сдерживания инфляционных процессов способствуют снижению инфляционных ожиданий, что приводит к сдвигу кривой доходности в сторону уменьшения.

Индекс государственных облигаций России (RГБИ) рассчитывается как индекс «чистых» цен без учета накопленного купонного дохода и купонных платежей.

В целом за 9 месяцев 2006 года цены на государственные облигации сохранились на том же уровне, что и в IV квартале 2005 года. В то же время в динамике цен в 2006 году можно выделить два периода. Так, начиная с февраля 2006 года, имело место небольшое снижение общего уровня цен на рынке государственных ценных бумаг, продолжавшееся до мая текущего года, после чего уровень «чистых» цен начал расти, достигнув к концу III квартала 2006 года значения 117,60 пункта (против 117,68 пункта на начало рассматриваемого периода).

## **5. Возможные пути повышения эффективности рынка**

### **5.1. Введение института первичных дилеров**

Одним из важнейших механизмов повышения ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг является введение института первичного дилерства. Основной функцией, которую выполняют первичные дилеры, является поддержание ликвидности рынка ГЦБ, что позволяет государству снизить затраты на обслуживание госдолга. Первичными дилерами (далее - ПД) становятся крупнейшие коммерческие банки и брокерские фирмы, действующие на основании заключенного специального договора. В отдельных странах ПД получают комиссионные за проданные ГЦБ, однако чаще ПД получают ряд привилегий и исключительных прав. Расходы государства на оплату услуг ПД в конечном счете перекрываются экономией бюджетных средств, возникающей благодаря формированию в стране ликвидного рынка госдолга.

Увеличивая объем в обращении нескольких наиболее крупных выпусков облигаций с ключевыми сроками до погашения, правительство создает предпосылку, закладывая основу для роста ликвидности рынка. Одновременно правительство стремится расширить способность первичного рынка поглощать крупные партии ГЦБ, справедливо полагая, что эта способность может быть ограничена нежеланием изолированных инвесторов рисковать. Для того, чтобы преобразовать номинальную ликвидность рынка ГЦБ в реальную, первичные дилеры продают облигации на вторичном рынке в нужное время и в нужном количестве, причем они могут использовать маркетинговые приемы, предлагая приобретенные на первичном рынке выпуски остальным участникам рынка. Для снижения риска

при размещении облигаций непосредственно среди инвесторов правительства многих развитых стран прибегают к процедуре продажи ценных бумаг среди нескольких первичных дилеров, не беспокоясь об их дальнейшем размещении.

В условиях развивающейся экономики институт первичного дилерства может быть использован Банком России для проведения более эффективной денежно-кредитной политики, предотвращения монетизации государственного долга, контроля над уровнем инфляции. Первичные дилеры могут использовать свое положение для сокращения своих избыточных резервов путем покупки ГЦБ на первичном рынке, что ведет к сокращению денежной массы. С развитием вторичного рынка ГЦБ институт первичного дилерства приобретает особое значение для Банка России, так как появляется возможность проведения операций на открытом рынке.

## **5.2. Введение в обращение производных финансовых инструментов**

Одним из важнейших механизмов повышения ликвидности рынка государственных ценных бумаг является развитие рынка производных финансовых инструментов (derivatives). Производные финансовые инструменты пользуются популярностью у участников всех развитых финансовых рынков как одно из важнейших средств хеджирования рисков. Наиболее распространенными производными финансовыми инструментами являются фьючерсные контракты, классические европейские и американские опционы, процентные свопы.

Фьючерсный контракт, или фьючерс, представляет собой соглашение купить или продать некоторые активы, называемые базисными (underlying), в определенный момент времени в будущем по заранее установленной цене. Хорошо структурированный фьючерсный рынок позволяет снизить издержки хеджирования, что облегчает позиционирование участников на денежном рынке.

Опционы (options) являются важнейшим видом производных финансовых инструментов. Существуют четыре основных типа опционов:

- европейские опционы «колл» (call option) и «пут» (put option);
- американские опционы «колл» и «пут».

Европейский опцион «колл» («пут») предоставляет его держателю право купить (продать) определенное количество активов по заранее установленной цене исполнения (expiration price) в момент окончания действия контракта.

Американский опцион «колл» («пут») предоставляет его держателю право купить (продать) определенное количество активов по заранее установленной цене исполнения в любое время до момента окончания действия контракта.

В опционном контракте всегда присутствуют две стороны: держатель опциона, имеющий право выбора совершить или не совершать ту или иную операцию (покупки или продажи), и сторона, выпустившая или подписавшая опцион, которая обязана совершить указанную операцию, если того пожелает держатель опциона. Так как стороны в опционном контракте не равноправны, то при заключении опционного контракта будущий держатель опциона обязан уплатить противоположной стороне определенную премию (premium). Премия, по существу, является ценой опциона.

Своп представляет собой соглашение об обмене потока будущих платежей от одних активов на поток будущих платежей от других активов. В процентном свопе производится обмен процентных платежей от условной основной суммы займа с фиксированной процентной ставкой на процентные платежи от той же условной суммы займа с переменной процентной ставкой. Такой своп сокращает дюрацию всего долга, так как долг с переменной ставкой имеет более короткую дюрацию, чем долг с фиксированной ставкой.

Чаще всего правительства вступают в своп-соглашения с частными институтами для получения дешевого финансирования и пополнения золотовалютных резервов. Когда



правительство меняет длинную дюрацию (большой риск) на короткую (меньший риск), оно экономит на процентных платежах. Сам номинал - а для правительства это облигация с фиксированным доходом - владельца не меняет. Переменная ставка пересматривается в начале каждого процентного периода, а проценты выплачиваются в конце периода. Однако в отличие от ГЦБ свопы могут повлечь за собой возникновение кредитного риска для правительства, связанного с недобросовестным исполнением обязательств другой стороной сделки.

Развитый рынок опционов на государственные ценные бумаги облегчает хеджирование (страхование позиций участников от неблагоприятного изменения цен на инструменты в будущем) и арбитраж (получение безрисковой прибыли за счет временных расхождений цен на различные инструменты), приумножая тем самым ликвидность рынка государственных ценных бумаг.

На сегодняшний день очень широкое распространение на финансовых рынках развитых стран приобрели деривативы на процентные инструменты. На биржевом рынке процентных деривативов активно обращаются фьючерсы на инструменты с фиксированным доходом (фьючерсы на облигации), а также опционы на фьючерсы. При этом крупнейшими мировыми фьючерсными биржами являются: Eurex (685 млн. контрактов), Chicago Mercantile Exchange (665 млн. контрактов), Chicago Board of Trade (489 млн. контрактов), Euronext.liffe (311 млн. контрактов).

Фьючерс на инструмент с фиксированным доходом представляет собой стандартизованное форвардное соглашение между двумя сторонами, основанное на инструментах с фиксированным доходом, таких как купонные облигации. Деривативы на инструменты с фиксированным доходом биржи предполагают поставку облигаций - базового актива контракта, до погашения которых осталось определенное время (как правило, задается определенный интервал времени до погашения). Держатель короткой позиции обязан поставить либо долгосрочные швейцарские государственные облигации, либо кратко-, средне- или долгосрочные долговые бумаги Германии в зависимости от конкретного контракта. Держатель соответствующей длинной позиции должен принять поставку, заплатив определенную цену - цену поставки. Для стандартизации процесса поставки используется понятие «представляемая» облигация.

К поставке допускаются любые бумаги определенного эмитента, срок до погашения которых в день исполнения фьючерса находится внутри установленного фьючерсным контрактом интервала времени, представляющего собой диапазон дат погашения облигаций, допущенных к поставке. Выбор конкретных облигаций, которые будут поставлены, должен быть объявлен держателем короткой позиции заранее. К поставке по таким контрактам допущены бумаги с различными датами до погашения:

Базовый инструмент	Стоимость контракта по номиналу	Время до погашения	Код продукта
Германские государственные долговые обязательства			
Euro Schatz Future	100000 евро	от 1,75 до 2,25 лет	FGBS
Euro Bobl Future	100000 евро	от 4,5 до 5,5 лет	FGBM
Euro Bund Future	100000 евро	от 8,5 до 10,5 лет	FGBL
Euro Buxl Future	100000 евро	от 20 до 30,5 лет	FGBX
Швейцарские государственные облигации			
CONF Future	100000 швейцарских франков	от 8 до 13 лет	CONF

Тем не менее, открытие позиции по фьючерсу не обязательно основывается на желании реальной поставки базового инструмента в день исполнения контракта. Так, заметное уменьшение объема открытых длинных и коротких позиций происходит за день до исполнения фьючерсных контрактов. Пока данный инструмент в обращении, количество открытых позиций по фьючерсу может сильно превышать объем имеющегося выпуска облига-

ций, но оно значительно снижается при приближении даты исполнения контракта, когда позиции переносятся с ближайшего по дате исполнения фьючерса на следующий.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что развитие смежных рынков производных финансовых инструментов способствует значительному укреплению ликвидности рынка базового актива, то есть рынка ГЦБ.

### **5.3. Введение ограничений на участников**

Как известно, количество сделок, заключаемых на рынке облигаций, количество различных участников рынка, а также объем заключаемой сделки можно отнести к косвенным характеристикам ликвидности рынка в целом. При этом одной из основных задач, направленных на создание ликвидного рынка, является поддержание разнородности участников рынка, дифференциации их по типу проводимых сделок, восприятию риска, инвестиционному горизонту. Одной из основных задач является также задача предотвращения появления на рынке «монополистов», в портфелях которых происходит концентрация значительной доли выпуска, что делает рынок недоступным для более мелких инвесторов и сокращает его ликвидность.

В связи с этим в качестве меры по повышению эффективности функционирования рынка государственных ценных бумаг и повышению его ликвидности можно предложить введение лимита на продажу облигаций одному участнику. В результате введения данного ограничения может быть достигнута цель предотвращения увеличения части «неторгуемого» долга, и большой объем облигаций будет направлен на вторичный рынок.

В заключение необходимо отметить, что подобные ограничения действуют сегодня в ряде европейских государств.

### **5.4. Бумаги для инвестирования пенсионных накоплений**

Одной из причин снижения ликвидности рынка госдолга выступает увеличение так называемой «неторгуемой» части долга. Этот процесс связан с тем, что далеко не все размещенные государственные ценные бумаги начинают обращаться на вторичном рынке. Часть из них остается до погашения в портфелях инвесторов, по тем или иным причинам придерживающихся пассивной стратегии.

На разрешение данной проблемы были направлены действия правительства по выпуску государственных сберегательных облигаций (ГСО).

Отличительной особенностью ГСО по сравнению с другими государственными ценными бумагами является фиксированная процентная ставка и отсутствие вторичного обращения. Таким образом, ГСО представляют собой нерыночные ценные бумаги, предназначенные для институциональных инвесторов, созданные по аналогии с выпускаемыми в ряде развитых стран инструментами.

В качестве основной цели размещения ГСО выступает снижение негативного влияния на рынок госбумаг действий «пассивных» институциональных инвесторов, покупающих государственные бумаги на средства пенсионных накоплений, выводя тем самым значительный объем облигаций из обращения, что в итоге приводит к снижению ликвидности рынка ГКО/ОФЗ. Кроме того, для инвесторов ГСО представляют собой безрисковый инструмент для инвестирования средств без необходимости дальнейшей переоценки вложений при изменении рыночной цены, что, безусловно, добавляет привлекательности этому новому инструменту.

Первое размещение государственных сберегательных облигаций по закрытой подписке было проведено Министерством финансов Российской Федерации в июле 2006 года, его объем составил 5 млрд. рублей. ГСО первого выпуска имеют 32 полугодовых купона. По первым двум ставка купона составила 8,55 % годовых, по двум следующим - 8 % годовых,

у последующих трех пар - 7,5 %, 7 %, 6 %, соответственно, а далее - 6 % годовых. В настоящее время Министерством финансов Российской Федерации размещено по закрытой подписке ГСО на общую сумму 19 млрд. рублей. Планируется, что в IV квартале 2006 года Министерство финансов Российской Федерации проведет первичное размещение ГСО на аукционе с использованием системы электронных торгов ЗАО ММВБ, выступающего в качестве организатора торговли. К участию в аукционе будет допущен широкий круг инвесторов, для которых нормативными документами, регулирующими порядок проведения операций с ГСО, предусмотрено право приобретать данные ценные бумаги, а именно: страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, акционерные инвестиционные фонды, Пенсионный фонд Российской Федерации, государственные внебюджетные фонды Российской Федерации и управляющие компании, осуществляющие доверительное управление средствами пенсионных накоплений.

Выпуск ГСО осуществляется в соответствии с генеральными условиями эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций, в которых предусмотрена также возможность проведения операций выкупа и обмена ГСО на ОФЗ, на реализацию которого будет направлена совместная деятельность Министерства финансов Российской Федерации, ЗАО ММВБ и Сбербанк России, выполняющего функции агента и депозитария, в целях предоставления институциональным инвесторам, разместившим средства в ГСО, минимального уровня ликвидности на данном секторе рынка.

### **5.5. Использование механизма стрипования**

Стрипованием называется процедура отделения купонов от облигации, причем отделенные купоны рассматриваются как самостоятельные облигации с нулевым купоном и называются стрип-купонами, а оставшаяся облигация - стрип-номиналом. При проведении процедуры стрипования каждый стрип подлежит регистрации на имя владельца. Впервые программа стрипования была принята американским правительством в 1985 года. На сегодняшний день такие программы успешно развиваются также в Канаде, Великобритании, Германии и других странах. Преимуществом стрипования для инвесторов является то, что стрипы можно объединять в любой комбинации, в любых пропорциях, чтобы создать пакет денежных поступлений, отличный от оригинала и удовлетворяющий потребности любого инвестора. Стрипованию чаще всего подвергаются долгосрочные облигации с целью увеличения их дюрации. Так, для некоторых инвесторов с отдаленным инвестиционным горизонтом (таких как пенсионные фонды) дюрация даже самых долгосрочных инструментов является недостаточной. Процедура стрипования позволяет эффективно бороться с этой проблемой. Стрипование краткосрочных облигаций не столь популярно, так как оно ведет к созданию стрипов, повторяющих набор уже обращающихся на рынке.

Помимо механизма стрипования, в упомянутых выше странах предусмотрен порядок реконституции оригинальных ГЦБ из стрип-компонентов. При этом всем стрип-купонам с одинаковой датой погашения присваивается единый регистрационный номер, что делает их полностью взаимозаменяемыми.

При возникновении интереса к реконституции владельца набора стрипов, соответствующего стрипованной ОФЗ (получившие его в результате стрипования или покупке на рынке), могут осуществить продажу «синтетической» ОФЗ путем подачи в торговую систему единой заявки на продажу всего набора стрипов. В качестве ценового параметра в заявке указывается эффективная доходность к погашению продаваемой «синтетической» ОФЗ. Снятие стрипов с учета происходит по ценам, равным их текущим стоимостям, соответствующим указанной в заявке процентной ставке-доходности (аналогично постановке на учет при стриповании). Таким образом, продавец продает «длинные» стрипы с более низкой относительно рыночной доходностью, а «короткие» - наоборот, с более высокой.

При этом общий финансовый результат от продажи набора стрипов лучше, чем от их реализации отдельными выпусками, так как заинтересованность в реконституции возникает только в случае завышенной (относительно нормальной) цены стрипуемой ОФЗ. Покупатель «синтетической» ОФЗ может быть заинтересован в:

- приобретении потока платежей, соответствующего стрипуемой ОФЗ, но по несколько меньшей цене;
- получении дешевых «коротких» облигаций (даже с довеском в виде относительно дорогих «длинных») с целью извлечения из них в ближайшей перспективе дополнительного дохода.

Дополнительную привлекательность торговле наборами стрипов по сравнению с торговлей соответствующими ОФЗ придают:

- экономия на налоге на прибыль (по льготной ставке 15 % облагаются положительные разницы по всем стрипам, соответствующим купонам ОФЗ, а не только полученный НКД по ОФЗ);
- уменьшение комиссии ММВБ (при торговле ОФЗ только НКД исключается из суммы сделки, с которой взимается комиссия, а для остальной суммы действует максимальная ставка 0,1 %, в то время как для набора стрипов используется вся шкала в зависимости от срока погашения стрипа).

В США, Германии и Великобритании действуют специальные ограничения на взаимозаменяемость стрип-номиналов, в результате которых стрип-номинал облигации одного выпуска не является заменителем стрип-номинала облигации другого выпуска с той же датой погашения. Введение таких ограничений приводит к невозможности посредством реконституции оригинальных ГЦБ из стрип-компонентов наращивать начальный объем эмиссии. В Канаде, напротив, допускается превышение оригинального объема эмиссии посредством реконституции, что, по заявлению президента канадского депозитария Алана Купера, «повышает ликвидность и привлекательность канадского финансового рынка, позволяя создавать стрип-инструменты, лучше отвечающие требованиям инвесторов».

Для инвестора стрип влечет больший процентный риск, чем обычная облигация той же продолжительности, так как имеет большую дюрацию. Это может привлекать инвестора, ожидающего снижения цены кредита, так как стрип в случае благоприятного исхода даст больший прирост капитала. Однако, если инвестор ошибся в своих ожиданиях, стрип принесет больший убыток. В то же время, если инвестор владеет стрипом до погашения, он не подвержен номинальному процентному риску, так как стоимость стрипа при погашении не зависит от уровня процента и определяется исключительно его номинальной стоимостью.

Владелец купонной облигации сталкивается с необходимостью реинвестирования купонных платежей несколько раз в год по заранее неизвестной процентной ставке. В этом заключается реинвестиционный риск инвестора, приобретающего купонную облигацию, причем реинвестиционный риск возрастает с увеличением срока до погашения бумаги. Стрип, в отличие от купонной облигации, не влечет возникновения реинвестиционного риска, поскольку не предполагает реинвестирования.

На сегодняшний день с высокой вероятностью можно сказать, что стрипование существующих в нашей стране «длинных» ОФЗ будет сверхвыгодно. Это приведет к росту спроса на разрешенные к стрипованию ОФЗ и, возможно, к росту предложения по полученным стрипам. Доходность стрипуемой ОФЗ снизится, а по стрипам - возрастет, что может привести к кратковременному росту доходности по всем «коротким» и частично «длинным» облигациям. Возможно также ухудшение ликвидности «длинных» стрипов, вследствие которого их будет невозможно продать. Такая ситуация приведет к невыгодности дальнейшего стрипования, а у владельцев стрипов возникнет заинтересо-

ванность в реконституции, что приведет к росту спроса на стрипы, падению интереса к стрипуемым ОФЗ и, следовательно, выравниванию ситуации.

В результате можно сделать вывод о следующих преимуществах использования механизма стрипования для различных категорий участников рынка ГЦБ:

1) для Минфина России - как эмитента:

- возможность более гибко управлять госдолгом;
- осуществление заимствования по более низким ставкам в результате активизации рынка и снижения ставок по ОФЗ;
- получение индикатора стоимости «коротких» денег без проведения допэмиссии;
- предоставление участникам нового краткосрочного инструмента без увеличения госдолга;

2) для дилеров:

- возможность заработать сверхприбыль на стриповании;
- возможность разместить свои средства в ГЦБ с фиксированной доходностью (без риска реинвестирования);
- возможность увеличить объем операций и расширить клиентскую базу;
- способность более гибко управлять своим портфелем ГЦБ;
- получение индикатора стоимости «коротких» денег.

3) для инвесторов:

- возможность заработать сверхприбыль на стриповании;
- возможность разместить свои средства в ГЦБ с фиксированной доходностью (без риска реинвестирования);
- способность более гибко управлять своим портфелем ГЦБ;
- получение индикатора стоимости «коротких» денег.

## **5.6. Использование альтернативных аукционных моделей**

В качестве еще одной меры по повышению эффективности рынка государственных ценных бумаг можно предложить переход к использованию в процессе размещения облигаций альтернативных аукционных моделей, позволяющих повысить уровень выручки государства по итогам проведения аукционов по размещению.

В мировой практике размещения государственных ценных бумаг применяются две основные аукционные модели.

Многоценовой аукцион (multiple-price sealed auction), называемый также американским, в котором заявки подаются в анонимном режиме. Заявки ранжируются в порядке снижения цены (повышения доходности), и выигрывают те заявки, чьи цены не ниже цены отсечения. Таким образом, каждый победитель аукциона покупает ГЦБ по той цене, которую он указал в заявке. Многоценовой аукцион иногда также называют дискриминационным, так как за один и тот же товар разные покупатели платят разные цены.

Моноценовой аукцион (single-price sealed auction) называется также голландским. При голландском аукционе поданные заявки также сортируются по цене, после чего объявляется цена отсечения. После объявления цены отсечения все победители аукциона, то есть все участники, указавшие в своих заявках цену не ниже цены отсечения, покупают облигации по цене отсечения.

В настоящее время размещение государственных ценных бумаг производится на ММВБ в режиме аукционов американского типа. В то же время существует несколько различных точек зрения по вопросу эффективности и целесообразности использования каждой из рассмотренных выше аукционных моделей. Важной особенностью аукционов по размещению ГЦБ является намерение их участников торговать приобретенными облигациями на вторичном рынке, из чего следует, что информация о возможных ценах инстру-

ментов на вторичном рынке оказывает существенное влияние на поведение участников аукциона. Таким образом, для американского типа аукциона характерна ситуация, называемая «проклятием победителя», при которой участник, занимающий наиболее высокую позицию в списке победителей, понесет наибольшие убытки при перепродаже. Этот факт находит отражение в стремлении участников американского аукциона подавать заявки с ценой, как можно меньше отличающейся от ожидаемой цены отсечения. Такое поведение участников оказывает понижающее давление на размер выручки правительства. В то же время по итогам американского аукциона ряд победителей платит все же за облигации завышенную цену, что увеличивает выручку организатора аукциона.

Согласно теории Милтона Фридмана, предложившего в 1960 году американскому казначейству заменить многоценовой аукцион моноценовым, такая замена лишит казначейство тех денег, которое оно получает как дискриминирующий монополист при проведении аукционов американского типа, однако, проведение голландских аукционов привлечет на рынок больше участников, повысит спрос на ГЦБ, что в конечном итоге приведет к повышению выручки правительства.

В качестве еще одного аргумента в пользу проведения аукционов голландского типа можно привести результаты практических исследований, доказывающие, что голландский аукцион менее уязвим для махинаций и несостязательного поведения его участников, чем аукцион американского типа.

Проводимые в США эмпирические исследования, направленные на сравнение эффективности проведения многоценовых и моноценовых аукционов, дали результаты, позволившие сделать выбор в пользу аукционов голландского типа. Так, в исследованиях Элизабет Каммак (*Journal of Political Economy*, 1991) применялся способ сравнения аукционов, заключающийся в измерении спреда между аукционными ценами и ценами вторичного рынка. Отрицательная разность трактуется как реакция участников аукциона на перспективу убытка при перепродаже. В результате исследования было обнаружено, что за 1973-1984 годы цены многоценового аукциона по продаже векселей правительства США были на 4 базисных пункта ниже цен вторичного рынка. Кроме того, было установлено, что данный спред имеет тенденцию к расширению по мере нарастания неопределенности в отношении цен вторичного рынка.

Эксперты казначейства США получили те же результаты для многоценового аукциона за 1991-1992 годы. Аукционная доходность значительно превышает текущую форвардную доходность. В то же время в отношении моноценовых аукционов ни одна из упомянутых выше тенденций не нашла явного отражения. На основании полученных результатов был сделан вывод о том, что моноценовой аукцион расширяет участие инвесторов в покупке ГЦБ. На этом основании в сентябре 1992 года правительство США решило осуществить реформу первичного рынка. Аналогичные инициативы имели место в Канаде, Италии, Мексике и некоторых других странах.

### **5.7. Изменение системы учета номинированных в рублях государственных ценных бумаг**

В настоящее время в соответствии с нормативной базой<sup>17</sup>, регулирующей выпуск и обращение номинированных в рублях государственных и муниципальных ценных бумаг, в случае их приобретения эмитентом они считаются досрочно погашенными и не подлежат дальнейшему обращению. Следовательно, номинированные в рублях государственные ценные бумаги Российской Федерации не могут находиться на балансе федерального

---

<sup>17</sup> Положение об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг № 219-П зарегистрировано Министерством юстиции Российской Федерации 23 апреля 2003 года. Регистрационный № 4438 от 25 марта 2003 года.

бюджета в отличие от государственных облигаций, выраженных в иностранной валюте, таких, как облигации внутреннего валютного займа и внешних облигационных займов. В результате в системе государственного бюджета существует два принципиально различных (противоположных) механизма учета государственного долга (одна система - для внешнего государственного долга, вторая - для внутреннего) что является основным техническим препятствием для управления чистыми активами федерального бюджета.

Для корпоративных ценных бумаг Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утверждены приказом ФСФР России от 16 марта 2005 года № 05-4/пз-н) установлены возможность осуществления эмитентом досрочного погашения облигаций без права их повторного обращения (пункт 6.2.28 Стандартов) и приобретение облигаций эмитентом у владельцев с возможностью их последующего повторного обращения (пункт 6.2.32 Стандартов), что соответствует международной практике.

В соответствии со статьей 29 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Таким образом, российское законодательство разделяет переход прав непосредственно на ценную бумагу и реализацию закрепленных этой бумагой прав. Следовательно, приобретение ценной бумаги ее эмитентом не означает автоматического погашения данной ценной бумаг.

Повторно использует свои облигации и Банк России в рамках проведения операций РЕПО (облигации Банка России входят в ломбардный список Центрального банка Российской Федерации).

Имеет место явное противоречие системы учета рублевых государственных бумаг, как системе учета валютных государственных ценных бумаг, так и системе учета корпоративных государственных ценных бумаг.

В результате, в рамках единого законодательного поля (Гражданский кодекс Российской Федерации, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг») функционируют две различные схемы:

первая - применяемая для корпоративных облигаций и облигаций Банка России - позволяет использовать приобретенные эмитентом ценные бумаги повторно;

вторая - используемая для государственных и муниципальных ценных бумаг - не позволяет использовать выкупленные эмитентом ценные бумаги.

С учетом изложенного целесообразно распространить возможность использования ранее выкупленных эмитентом облигаций на государственные и муниципальные ценные бумаги.

Реализация такой конструкции для государственных ценных бумаг позволяет значительно расширить функциональные возможности рынка государственных и муниципальных ценных бумаг с учетом того, что Минфин России и Федеральное казначейство вплотную подошли к созданию системы управления временно свободными денежными средствами бюджета (ликвидностью).

Введение указанной выше схемы повторного использования облигаций в этих условиях становится необходимым, что позволит применить в условиях России практику единого управления активами и пассивами (ALM), целью которой является сглаживание будущих финансовых потоков и хеджирование рисков (и, как следствие, получение более высокого странового рейтинга).

Ряд бюджетов субъектов Российской Федерации и муниципальных образований также имеет временно свободные средства, и подобная схема может быть распространена и на другие уровни бюджетной системы в рамках системы управления ликвидностью.

Для внесения необходимых изменений системы учета номинированных в рублях государственных ценных бумаг не требуется вносить изменения в федеральное законодатель-

ство. Достаточно внести соответствующие изменения в генеральные условия и условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг.

### **5.8. Ограничение манипулирования ценами на рынке государственных ценных бумаг**

Манипулирование ценами на рынке государственных ценных бумаг является наиболее важным препятствием процесса формирования справедливых рыночных цен и может привести к повышению стоимости обслуживания государственного долга.

В мировой практике манипулированием ценами признаются действия участника рынка (в том числе выставление заявок, совершение сделок, распространение ложной информации, создающие видимость или способствующие действительному повышению или понижению цен и (или) торговой активности на рынке ценных бумаг), которые вводят в заблуждение участников рынка ценных бумаг, инвесторов, эмитентов относительно уровня цен и (или) ликвидности рынка.

В настоящее время действия участников на рынке ценных бумаг, квалифицируемые как «манипулирование ценами», регулируются статьей 51 Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Данным Законом под манипулированием ценами понимаются действия, совершаемые для создания видимости повышения и/или понижения цен и/или торговой активности на рынке ценных бумаг относительно существующего уровня цен и/или существующей торговой активности на рынке ценных бумаг, с целью побудить инвесторов продавать или приобретать публично размещаемые и/или публично обращаемые ценные бумаги, в том числе:

- совершение сделок с ценными бумагами на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в результате которых не меняется владелец этих ценных бумаг;

- одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам;

- соглашение двух или нескольких участников торгов или их представителей о покупке (продаже) ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам.

Совершение указанных действий профессиональными участниками рынка ценных бумаг является основанием для приостановления или аннулирования выданного им разрешения, а также иных санкций, предусмотренных для членов саморегулируемых организаций.

Кроме того, российские фондовые биржи устанавливают свои правила, ограничивающие возможность совершения манипулятивных сделок. В частности, к таким сделкам относятся:

- сделки с ценными бумагами и/или финансовыми инструментами, сторонами по которым выступает одно и то же лицо;

- сделки по скупке-продаже ценных бумаг одним лицом непосредственно или через подставных лиц, имеющих своей целью оказать влияние на динамику цен;

- любые согласованные действия участников биржевой торговли, которые имеют своей целью или могут привести к дестабилизации рынков ценных бумаг и/или финансовых инструментов (сговор);

- распространение ложных слухов, которые могут привести к искусственному изменению конъюнктуры.

Многими биржами устанавливаются максимально допустимые лоты. В течение торговой сессии количество ценных бумаг, указанное участником торгов в заявке на покупку



ку/продажу, не может превышать размера максимально допустимого лота. Размеры максимально допустимых лотов по каждой ценной бумаге устанавливаются в соответствии с внутренними документами биржи.

Нормативное определение манипулирования в законе слишком узко, полномочия ФСФР России по выявлению и доказательству фактов манипулирования недостаточны, а ответственность за эти нарушения ограничена только лишь приостановлением или аннулированием лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, - не предусмотрены даже административные штрафы, не говоря уже об уголовной ответственности.

Необходимо дать более широкое определение манипулирования ценами, расширить перечень его признаков. В частности, примерами манипулирования являются следующие ситуации: в торговой системе одновременно присутствуют заявки на покупку и на продажу от одного лица по одинаковой цене (или цена покупки выше, чем цена продажи); участник торгов регулярно выставляет заявки на покупку с максимальной ценой или заявки на продажу с минимальной ценой, что ведет к существенному росту (или, соответственно, падению) цен и т. п. Следует определить перечень лиц, имеющих возможность манипулирования ценами, а также полномочия регулятора по выявлению и пресечению подобной практики.

В законодательстве обязательно должна быть установлена система мер ответственности за совершение недобросовестных действий. Поскольку уголовные и административные санкции устанавливаются соответствующими кодексами, то наряду с принятием специального закона «Об инсайдерской информации и манипулировании рынком» будут также внесены изменения в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях и Уголовный кодекс Российской Федерации.

**Аудитор Счетной палаты  
Российской Федерации**

**Н. И. ТАБАЧКОВ**