

**И. В. ГАЙДУКЕВИЧ**

**Создание депозитарной системы  
Союзного государства  
Беларуси и России: проблемы и перспективы.**

Интеграция экономики Республики Беларусь и Российской Федерации в рамках создания Союзного государства невозможна без создания единого рынка ценных бумаг, являющегося один из важнейших элементов финансовой системы любого государства.

Белорусский, равно как и российский, рынок ценных бумаг в полной мере можно отнести к числу развивающихся. Оба эти рынка уже реально существуют, но капитализация их пока относительно мала, обороты не слишком велики, а инфраструктура далеко не так эффективна, как на развитых рынках. Можно сказать, что становление рынка ценных бумаг наших государств продолжается, но до момента, когда можно будет сравнить белорусский или российский рынок с рынками развитых стран, еще очень далеко, и отнюдь не все проблемы на сегодняшний день решены успешно.

Опуская политические аспекты создания Союзного государства Беларуси и России, рассмотрим особенности рынка ценных бумаг наших государств и перспективы создания единой депозитарной системы Союзного государства.

Рынок ценных бумаг Российской Федерации характеризуется следующими данными. Общую капитализацию российского фондового рынка на настоящий момент можно оценить примерно в 180-200 млрд. долл. Из них около 20 млрд. приходится на государственные ценные бумаги ГКО-ОФЗ, около 8 млрд. – на государственные валютные облигации ОВГВЗ и ОГВЗ 1999, около 4 млрд. – на корпоративные и субфедеральные облигации, а остальное – на акции<sup>1</sup>. Приведенные цифры достаточно условны, поскольку большая часть акций, как это имеет место и в Республике Беларусь, фактически находится вне обращения и их реальную рыночную стоимость оценить практически невозможно. Для ориентации можно привести список пяти лидеров российского рынка по рыночной капитализации: ЮКОС – 19 млрд. долл., Газпром – 18 млрд. долл., Лукойл – 13 млрд. долл., Сибнефть – 9 млрд. долл., ГМК Норильский Никель – 5 млрд. долл., но при этом надо отметить, что значительная часть «голубых фишек» реально

---

<sup>1</sup> В расчет не принимались еврооблигации РФ и других российских эмитентов, поскольку их обращение происходит в основном вне Российской Федерации.

обращается не на российском рынке, а на западных в форме депозитарных расписок.

На сегодняшний момент Центрального депозитария в России нет, хотя еще в 1997 г. был принят указ Президента РФ, в 1998 г. – постановление Правительства РФ, которые предписывали создать Центральный депозитарий – Центральный фонд хранения и информации. Организация с таким названием была создана, однако реальную деятельность Центральный депозитарий – Центральный фонд хранения и информации осуществлять так и не начал.

В настоящее время российская Учетная система состоит из регистраторов и депозитариев. Каждый регистратор является головным учетным институтом по тем именованным ценным бумагам, реестр которых он ведет. Каждый депозитарий имеет право открыть счет номинального держателя у каждого регистратора. Более того, каждый российский депозитарий вправе открыть междепозитарный счет в любом другом российском депозитарии, а учитывая, что на настоящий момент в России порядка 120 регистраторов и сотни крупных и мелких депозитариев, то картина получается достаточно хаотичная. Конечно реально такого не происходит и большинство междепозитарных счетов открыты в нескольких крупных расчетных и наиболее развитых кастодиальных депозитариях. Очевидно, что для российского фондового рынка возникла насущная необходимость возникновения единого (центрального) депозитария по ценным бумагам с развитой и высокоэффективной системой междепозитарных электронных переводов.

Российская Учетная система делится на отдельные сегменты в зависимости от вида обслуживаемых ценных бумаг. По *государственным ценным бумагам* Учетная система создавалась под руководством Банка России, потому получилась наиболее последовательно сконструированной и наиболее жестко регламентированной. Головным депозитарием по ГКО-ОФЗ является Национальный депозитарный центр (НДЦ) – расчетный депозитарий ММВБ – крупнейшей российской фондовой биржи и совершает все депозитарные операции по итогам торгов на ММВБ. В НДЦ имеют право открывать междепозитарные счета зарегистрированные дилеры этого рынка. С точки зрения Учетной системы они выполняют функции субдепозитариев. Субдепозитарии не вправе открывать междепозитарные счета другим депозитариям для учета ГКО-ОФЗ. Таким образом для государственных ценных бумаг действует жесткая двухуровневая депозитарная система. Правила совершения операций в этой системе определяются нормативными документами ЦБ РФ и

накладывают на участников гораздо более строгие ограничения, чем в остальных сегментах Учетной системы.

По *именным ценным бумагам* (акциям и изредка облигациям) на российском фондовом рынке нет строгих правил совершения операций с этими ценными бумагами и поэтому в наличии имеется столько вариантов учетных систем, сколько существует регистраторов. Большие объемы акций помимо регистраторов сосредоточены также в нескольких депозитариях: ИНГ банк – акции, зарезервированные под выпуск американских депозитарных расписок; Депозитарно-клиринговая компания – в основном акции, торгуемые на Российской торговой системе (РТС) и на внебиржевом рынке; Национальный депозитарный центр – акции, обращающиеся на ММВБ.

Депозитарии Внешторгбанка и Внешэкономбанка в основном специализируются на обслуживании *ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте*: еврооблигаций и валютных облигаций Министерства финансов РФ (ОВГВЗ, ОГВЗ 1999). По валютным облигациям Минфина РФ Внешэкономбанк является платежным агентом. ОВГВЗ – наличная бумага, но многие банки предпочитают держать ее не в своих хранилищах, а поместить на хранение во Внешэкономбанк или во Внешторгбанк. По безналичной ОГВЗ 1999 Внешэкономбанк является головным депозитарием и все, кто работает с этими бумагами, должны открывать междепозитарные счета у него или у депозитариев, ранее открывших такие счета во Внешэкономбанке.

Стоит отдельно выделить *питерские муниципальные облигации (МКО)* для которых головным депозитарием является Петербургский РДЦ, открывающий междепозитарные счета депозитариям, работающим с МКО. Как и в случае ГКО-ОФЗ, порядок работы с МКО отличается определенным своеобразием.

Уникальный сегмент российской Учетной системы – учетная система для *акций Газпрома*. Она состоит из регистратора – ДРАГА, двух расчетных депозитариев – РДК<sup>2</sup> (аффилирован с Газпромбанком) и ДРС<sup>3</sup>, Газпромбанка и системы его субдепозитариев (в основном филиалов), а также членов ДРС, открывших в нем междепозитарные счета. Вообще, российский рынок акций Газпрома очень своеобразный и правила его функционирования определены специальными нормативными документами.

Так выглядят все основные сегменты российской депозитарной (учетной) системы. Следует добавить, что для ускорения переводов по счетам номинальных держателей российские депозитарии применяют

---

<sup>2</sup> РДК – расчетный депозитарий фондовой биржи «Санкт-Петербург»

<sup>3</sup> ДРС – Депозитарно-расчетный союз.

технологии моста, примерно такую же, как между системами Euroclear и Clearstream (например мост между НДЦ и ДКК).

Депозитарная система Республики Беларусь является двухуровневой и включает в себя Центральный депозитарий ценных бумаг Республики Беларусь и депозитарии второго уровня – профессиональных участников рынка ценных бумаг Республики Беларусь, имеющих лицензии на депозитарную деятельность и установивших корреспондентские отношения с Центральным депозитарием. В настоящее время этих депозитариев-корреспондентов 57, из которых 19 – банковские депозитарии и 38 – небанковские профучастники фондового рынка.

К характерным особенностям белорусской депозитарной системы можно отнести следующее:

1. Инфраструктуру рынка ценных бумаг Республики Беларусь составляют Центральный депозитарий, расчетно-клиринговая система и Белорусская валютно-фондовая биржа (БВФБ).

2. По Указу Президента РБ функции Центрального депозитария по государственным ценным бумагам возложена на Депозитарий Национального банка Республики Беларусь, а по иным ценным бумагам – на Республиканский Центральный депозитарий ценных бумаг. Причем характерной особенностью является то, что функции расчетного депозитария по размещению государственных ценных бумаг с марта 2004 года переданы БВФБ.

3. Расчетно-клиринговая система Республики Беларусь построена на клиринговой основе, с соблюдением принципа «поставка против платежа», что обеспечивает наибольшую экономичность проведения расчетов.

4. Характерной чертой белорусского фондового рынка является то, что наиболее ликвидным и развитым сегментом рынка является сектор государственных долговых облигаций, однако наибольшую долю (60 %) на фондовом рынке занимают акции, с которыми в республике проводится относительно малое количество операций.

В общем и целом при создании единой депозитарной системы Союзного государства Беларуси и России следует учитывать следующие характерные особенности двух наших государств:

1. В Республике Беларусь наблюдается доминирование банков в операциях с ценными бумагами, связанных как с торговлей, так и с расчетно-депозитарными услугами. В России наравне с банками важную роль в этом играют небанковские финансовые организации.

2. Для Беларуси характерна относительная узость финансового рынка (небольшое количество свободных денежных ресурсов,

обращающихся ежедневно на валютном и фондовом рынках). Российский финансовый рынок значительно шире.

3. В России нет Центрального депозитария, но при этом активно работают десятки различных фондовых бирж, функционируют сотни крупных и мелких регистраторов и депозитариев второго уровня, которые ведут счета, удостоверяющие права собственности на ценные бумаги. В свою очередь, в республике существует доминирование монобиржевых представлений относительно торговой инфраструктуры для фондового рынка и существенную роль играет Национальный банк и Центральный депозитарий в выполнении ими институциональных функций, обычно свойственных организациям второго уровня инфраструктуры.

4. В Республике Беларусь характерной чертой является неразвитость рынка корпоративных ценных бумаг и доминирование операций с государственными долговыми обязательствами. Российский фондовый рынок больше ориентирован на негосударственный сектор, доля государственных ценных бумаг составляет порядка 15-20 % от общего объема рынка<sup>4</sup>.

5. Как следствие высокого удельного веса операций с государственными долговыми обязательствами в Республике Беларусь существует высокая взаимная корреляция рынка государственного долга и денежной ликвидности банков, что для российского фондового рынка нехарактерно.

6. Для белорусского фондового рынка характерна ограниченность свободных ресурсов для формирования и развития инфраструктуры рынка, сосредоточение ресурсов по сути только в двух институциональных организациях – Национальном банке и БВФБ. В России подобной проблемы нет.

7. Однако российский рынок ценных бумаг и Учетная система России характеризуются высокой степенью разнообразия методов и способов осуществления учета и расчетов по ценным бумагам, а в Республике Беларусь благодаря централизации и компактности рынка потенциально высокие возможности для автоматизации практически всех процессов, протекающих на рынке ценных бумаг.

Таким образом, создание депозитарной системы Союзного государства Беларуси и России может быть осуществлено по трем направлениям:

*во-первых*, учитывая несравнимо больший объем и масштабность операций российской Учетной системы, депозитарная и расчетно-

---

<sup>4</sup> Без учета еврооблигаций РФ и других российских эмитентов, поскольку они обращаются в основном вне Российской Федерации.

клиринговая системы Республики Беларусь могут быть интегрированы в российскую на правах еще одного регионального субъекта с равными правами и обязанностями;

*вторым вариантом* интеграции наших депозитарных систем является создание на базе крупного российского депозитария (например НДЦ) Центрального депозитария и преобразование Учетной системы Российской Федерации по принципу депозитарной и расчетно-клиринговой системы Республики Беларусь. Однако очевидно, что данная модель развития событий имеет массу недостатков, одним из которых является различные подходы к модели организации рынка ценных бумаг (фондовый рынок Республики Беларусь в настоящее время ориентирован на «европейскую» модель, характеризующуюся высокой степенью участия банковского сектора на рынке ценных бумаг, в то время как российский рынок ценных бумаг склоняется к «смешанной» модели, где наравне с банками важную роль играют и небанковские финансовые организации и высока доля спекулятивных операций, характерных для «американской» модели организации фондового рынка).

Таким образом, наиболее перспективным представляется *третий вариант* создания единой депозитарной системы Союзного государства Беларуси и России, основанный на следующих принципах:

1. Коренной пересмотр стратегии развития белорусского рынка ценных бумаг и ориентация на «смешанную» модель фондового рынка, существующую в России.

2. Создание на фондовом рынке Союзного государства двухуровневой депозитарной системы, положительно зарекомендовавшей себя как в Республике Беларусь, так и в расчетах по государственными ценными бумагам в Российской Федерации.

3. Продолжение процесса укрупнения в России мелких и средних регистраторов и депозитариев и создание на этой базе Единого Центрального депозитария ценных бумаг, в котором будут открыты междепозитарные счета прочих депозитариев второго уровня, что с внедрением электронного документооборота позволит сократить время расчетов по сделкам с ценными бумагами на российском фондовом рынке до T+0.

4. Применение в расчетной системе по ценным бумагам Союзного государства не только клиринговой системы расчетов (что имеет место в Республике Беларусь), но также и модели расчетов на валовой основе с применением элементов неттинга, которая позволяет гарантировать совершение сделки (минимизируют кредитный риск), но и при этом достигается оптимальное соотношение стоимость-ликвидность системы.

Можно сделать вывод, что в рамках интеграции Республики Беларусь и России отечественная модель рынка ценных бумаг будет перестраиваться и реорганизовываться с целью приведения в соответствие наших фондовых рынков, и объединение Республики Беларусь с Российской Федерацией позволит нашей стране более активно развивать отечественную экономику и привлекать на российском фондовом рынке необходимые инвестиции.

**В.В. ГРАБКО**

### **Некоторые особенности ценообразования во внешнеэкономической деятельности в период существования СССР и на современном этапе**

В условиях Советского Союза предприятия были связаны между собой тысячами нитей и составляли единый живой организм, в частности существовала единая энергосистема, единая сеть железнодорожных и авиаперевозок, единая нефтегазовая система и т.д. Многие предприятия были уникальными и характеризовались высоким техническим уровнем. Существовала также согласованная система управления, представляющая, так называемое, плановое хозяйство. Поэтому при централизованной системе *проблемы ценообразования* сравнительно мало интересовали конкретного производителя. Все операции – торговые и платежные – производились специализированными учреждениями, внешнеторговыми объединениями и Внешторгбанком.

После появления соответствующих законодательных актов о самостоятельном выходе предприятий на международный рынок появилось большое число новых субъектов мирового рынка. При этом до 1992-1993 гг. внутренние цены на производимую в России и Беларуси продукцию были ниже мировых (в пересчете на конвертируемую валюту). Кроме того, такие составляющие цены товара как транспортные расходы, портовые услуги, расходы на энергозатраты и некоторые другие не занимали в общей структуре цены значительную долю (об этом было хорошо известно зарубежным покупателям). Вкупе с отсутствием в тот период квалифицированного персонала для внешнеторговой деятельности это приводило к поступлению товара на международный рынок по ценам, которые были гораздо ниже мировых. В этой связи не случайно Европейский Союз только против России открыл 15 антидемпинговых процедур расследований, ввел