

(39) 2006

№ 5

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



НОВЫЕ УСЛУГИ НДЦ НА РЫНКЕ АКЦИЙ стр 3

**Опыт НДЦ — платежного агента обслуживаемых выпусков
облигаций** стр 9

**Маленькие трагедии большой реорганизации,
или процедура реорганизации российских предприятий
глазами специалистов Corporate Actions** стр 14



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center



СОДЕРЖАНИЕ

РЫНОК И УСЛУГИ

- 3 **Новые услуги НДЦ на рынке акций** Заместитель директора НДЦ
Эдди Астанин

- 5 **РДХ — не хуже, чем в реестре** НДЦ, **Борис Черкасский**

КОРПОРАТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ

- 9 **Опыт НДЦ — платежного агента обслуживаемых выпусков облигаций** Начальник отдела организации выплаты доходов НДЦ **Екатерина Косырева**

РЕОРГАНИЗАЦИЯ: АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 14 **Маленькие трагедии большой реорганизации, или процедура реорганизации российских предприятий глазами специалистов Corporate Actions** Начальник отдела корпоративных действий и связей с эмитентами депозитария АКБ «Росбанк» **Татьяна Огнева**
Ведущий специалист отдела корпоративных действий и связей с эмитентами депозитария АКБ «Росбанк» **Александр Мещеряков**

- 18 **Вновь о проблемах информационного взаимодействия и не только** Начальник управления депозитарных операций ОАО «МДМ-Банк» **Борис Перлов**

РЕОРГАНИЗАЦИЯ: РЫНОК И ПРАВО

- 22 **Кто получит акции при реорганизации** Заместитель директора по работе с эмитентами ЗАО «Реестр А-Плюс» **Алла Вавилова**

РЕОРГАНИЗАЦИЯ: ПОЗИЦИЯ

- 25 **Реорганизация компании с точки зрения миноритарного акционера** Консультант, Advanced Research, Санкт-Петербург **Виталий Окулов**

НОВОСТИ НДЦ

СТАТИСТИКА

- 32 **Сделки на рынке негосударственных облигационных займов в I кв. 2006 г.**

СОБЫТИЕ

- 34 **Новые технологии депозитарного обслуживания: семинар НДЦ в Санкт-Петербурге**

Депозитариум № 5 (39) 2006

Редакционный совет:

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

Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель
Соловьев Д. В. — заместитель
председателя
Калашникова Н. Н. — ответственный
редактор
Аксенова Г. В.
Киреева С. А.
Кучукова Т. В.
Лагунов В. Я.
Маркова О. В.
Ринк О. Л.

Некоммерческое партнерство

«Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 4
Телефон: 956-2-659
Факс: 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru
Редакция «Депозитариума»
Телефон: 232-05-13
Электронная почта: pr@ndc.ru

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

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (495) 785-8100
Цена договорная
Отпечатано в типографии
ООО «Стратим-ПКП»
Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда
совпадает с точкой зрения авторов
публикуемых статей. Ответственность
за достоверность информации в
рекламных объявлениях несут рек-
ламодатели. Все права защищены.
Перепечатка — только по согласованию
с Некоммерческим партнерством
«Национальный депозитарный центр»
и Издательским домом «РЦБ».
Индекс 73346. ISSN 0869-6608
Журнал «Рынок ценных бумаг»
10 (313) май 2006



Эдди Астанин
заместитель директора НДЦ

НОВЫЕ УСЛУГИ НДЦ НА РЫНКЕ АКЦИИ

В предыдущей статье «Центральный депозитарий как один из системообразующих элементов конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг»¹ был сформулирован ряд актуальных мер, направленных на развитие Национального депозитарного центра (НДЦ). К таким мерам были отнесены:

- **снижение издержек для клиентов;**
- **увеличение капитализации НДЦ;**
- **расширение возможностей НДЦ по обслуживанию активов;**
- **расширение спектра расчетных услуг НДЦ;**
- **повышение качества услуг НДЦ по обеспечению корпоративных действий;**
- **развитие взаимодействия НДЦ с регистраторами;**
- **более активное внедрение в НДЦ международных стандартов;**
- **участие НДЦ в международной интеграции инфраструктур рынков ценных бумаг.**

С удовлетворением можно отметить, что некоторые из них уже нашли свое воплощение. Так, по рекомендации Совета директоров Общим собранием членов партнерства в декабре 2005 г. было принято решение о доведении капитализации НДЦ к началу 2010 г. до уровня 1,5 млрд руб. Данное решение имеет важное практическое значение в плане формирования бюджетной и тарифной политики НДЦ на среднесрочную перспективу, ориентированной на обеспечение финансовой устойчивости и динамичного функционально-технологического развития НДЦ.

Далее, с января 2006 г. принято решение о снижении на 15 и 20% тарифов по хранению соответственно облигаций и акций на счетах депо клиентов НДЦ, а в апреле 2006 г. Совет директоров НДЦ утвердил решение о снижении на 17% та-

рифа за расчетные операции. Это практические шаги по уменьшению издержек участников рынка ценных бумаг—клиентов НДЦ.

В плане расширения технологических возможностей по обслуживанию активов следует отметить начало работы НДЦ с 3 местами хранения акций ОАО «Газпром»: на междепозитарных счетах НДЦ в депозитарии Газпромбанка и в ЗАО «Расчетно-депозитарная компания», а также на счете номинального держателя в «СР-ДРАГА». При этом НДЦ не переплатывает на своих клиентов плату за хранение акций ОАО «Газпром» на своих междепозитарных счетах в указанных организациях, тем самым фактически минимизируя издержки депонентов.

Эти, а также другие запланированные меры по развитию направлены на повышение конкурентоспособности НДЦ как одного из ключевых элементов инфраструктуры российского финансового рынка. Такая целевая установка представляется актуальной в условиях вызовов и угроз для развивающегося российского рынка со стороны инфраструктуры развитых рынков вследствие усиления глобальной конкуренции.

В настоящее время НДЦ является крупнейшим расчетным депозитарием в России, поскольку обслуживает лидера отечественной биржевой индустрии — Группу ММВБ. Данные таблицы свидетельствуют о том, что фондовый рынок ММВБ, даже только по акциям (т. е. без учета облигаций), уже девятый среди европейских фондовых бирж².

В этой связи, ориентируясь на динамичный рост оборотов и роль фондового рынка в экономической жизни страны и являясь признанным лидером в расчетно-депозитарном обслуживании рынка обли-

гаций, мы ставим в ближайшее время задачу расширить рыночную нишу НДЦ по обслуживанию рынка акций (рис. 1).

Делая акцент на расширении и повышении качества услуг на рынке акций, НДЦ, помимо снижения тарифов, с 3 апреля с. г. ввел новую услугу, а именно возможность использовать для комфортного хранения акций новый раздел счета депо — раздел длительного хранения (РДХ). При кажущемся сугубо технологичным и узким характере данной услуги мы, тем не менее, вкладываем в нее существенный концептуальный смысл.

Мы считаем, что существующая система взаимоотношений депонентов, депозитариев, регистраторов (левый прямоугольник на рис. 2) достаточно хаотична и избыточна и может быть заменена более рациональной системой взаимоотношений депонентов и регистраторов с участием НДЦ (правый прямоугольник на рис. 2).

Речь идет о том, что, депонируя акции на РДХ в НДЦ, участники рынка переводят свои бумаги в реестрах на счета НДЦ как номинального держателя. Соответственно, в последующем при работе с акциями весь комплекс взаимоотношений с регистраторами будет возложен на НДЦ как номинального держателя, а депоненты смогут сэкономить на издержках, связанных с организацией взаимодействия с регистраторами.

Важно отметить, что ежемесячная плата за хранение акций на РДХ не взимается, будет взиматься только плата за вывод бумаг с этих разделов в размере 0,00216% от расчетной стоимости пакета. Поэтому финансовые условия хранения акций на РДХ, на наш взгляд, сопоставимы с условиями хранения бумаг на счетах в реестрах. Экономический же эф-

¹ РЦБ. 2006. № 1.

² По данным Фондовой биржи ММВБ.



фekt от хранения акций на таких разделах проявляется на сроках свыше 1 мес.

Вместе с тем, используя РДХ, участники рынка получают ряд дополнительных преимуществ, а именно:

- возможность оптимизировать издержки по хранению акций на своих счетах депо;

- сократить в среднем с 3–5 дней до режима реального времени срок вывода акций на биржу по сравнению с временем вывода акций на торги из реестра;

- снизить операционные издержки по взаимодействию с регистраторами.

Мы видим следующие предпосылки в обоснование целесообразности своих

усилий по развитию услуг на рынке акций, в частности, путем введения РДХ:

1. В соответствии со Стратегией развития финансового рынка ФСФР России предполагается, что Центральный депозитарий будет иметь эксклюзивное право вести счета номинального держателя в реестрах. Поэтому выстраивание эффективного взаимодействия НДЦ как номинального держателя с регистраторами (включая переход на ЭДО-технологии) соответствует Стратегии развития финансового рынка.

2. По нашим оценкам, существует спрос со стороны кастодиальных банков на депозитарные услуги по организации взаимодействия с регистраторами по вы-

пускам акций, торгуемых или планируемых в обозримой перспективе к выводу на торги. Наша задача — предоставить такой сервис, который также будет способствовать повышению качества услуг российских банков-кастодианов и национального финансового рынка в целом. И в этом движении мы готовы к более тесной кооперации с кастодианами.

3. По мере роста объемов выпусков акций, хранимых на счетах депо в НДЦ, будут возрастать требования к качеству взаимодействия НДЦ с регистраторами, и здесь мы видим поле сотрудничества с другим расчетным депозитарием — ЗАО «ДКК», в управлении которым НДЦ как акционер принимает активное участие.

Представляется, что такое сотрудничество актуально еще и тем, что в условиях усиления глобальной конкуренции на финансовых рынках требуется консолидация национальной инфраструктуры для обеспечения ее конкурентоспособности.

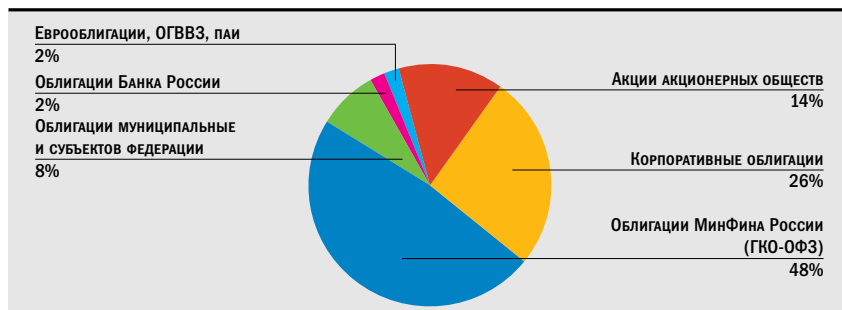
4. Концентрация ценных бумаг на счетах депо клиентов в НДЦ создает благоприятные условия для роста ликвидности рынка ценных бумаг в Группе ММВБ. В свою очередь, рост ликвидности рынка стимулирует снижение издержек инвесторов и повышение конкурентоспособности российского рынка.

В заключение хотелось бы отметить, что мы намерены и дальше развивать услуги НДЦ на рынке акций. Так, 21 марта с. г. Совет директоров НДЦ поручил менеджменту подготовить предложения по развитию услуг НДЦ в части стимулирования процесса первичного размещения акций (IPO) на базе Группы ММВБ. В ближайшее время мы планируем сформулировать такие предложения. ■

ОБЪЕМ ТОРГОВ АКЦИЯМИ В 2005 Г.

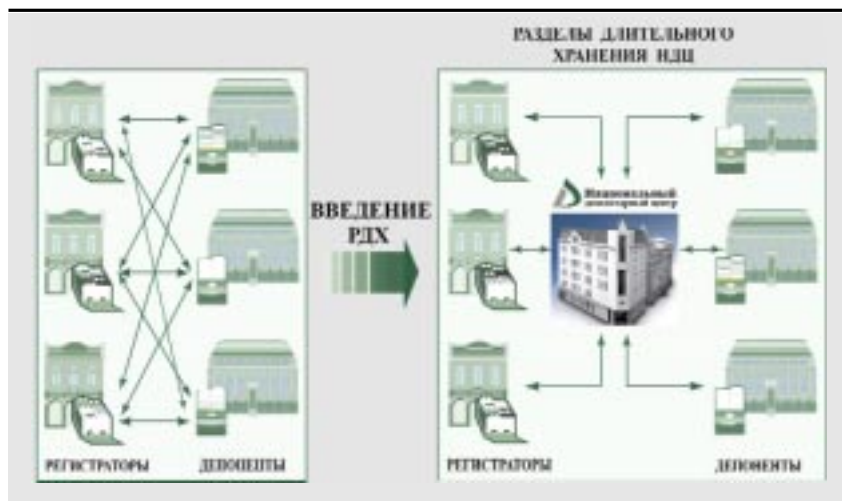
		Объем, млн евро	Количество сделок
1	London Stock Exchange	4 583 167,0	66 289 207
2	Euronext	2 345 528,0	78 134 781
3	Deutsche B_rse	1 545 794,5	87 736 368
4	Spanish Exchanges (BME)	1 263 605,0	17 357 337
5	Borsa Italiana	1 050 298,4	47 319 353
6	OMX	757 238,2	21 302 147
7	Virt-X	717 277,1	12 444 277
8	Oslo B_rs	189 566,7	5 460 734
9	MICEX Stock Exchange	115 297,1	14 707 119
10	SWX Swiss Exchange	65 909,2	3 635 446

Рисунок 1. ОБЪЕМЫ ХРАНЕНИЯ* БЕЗ УЧЕТА ОСТАТКОВ НА ЭМИССИОННЫХ СЧЕТАХ, МЛН РУБ. (ДЕКАБРЬ 2005 Г.)



Примечание: Акции и паи по рыночной стоимости, облигации — по номинальной.

Рисунок 2. ОПТИМИЗАЦИЯ СИСТЕМЫ ВЗАИМООТНОШЕНИЙ ДЕПОНЕНТОВ И РЕГИСТРАТОРОВ





БОРИС ЧЕРКАССКИЙ
НДЦ

РДХ — НЕ ХУЖЕ, ЧЕМ В РЕЕСТРЕ

ПЛАТА ЗА ХРАНЕНИЕ, НАВЕРНОЕ, САМАЯ НЕЛЮБИМАЯ КЛИЕНТАМИ ДАНЬ, ВЗИМАЕМАЯ С НИХ ДЕПОЗИТАРИЯМИ. ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА И СТРУКТУРА ПЛАТЕЖЕЙ ВЕДУЩИХ РАСЧЕТНЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В ЭТОЙ ОБЛАСТИ РАЗЛИЧАЮТСЯ. ДОЛЯ ПЛАТЫ ЗА ХРАНЕНИЕ В НДЦ ВСЕГДА ДОМИНИРОВАЛА. НО ВРЕМЯ ИДЕТ, ОБСТОЯТЕЛЬСТВА МЕНЯЮТСЯ, И В ТАРИФНОЙ ПОЛИТИКЕ НДЦ НАМЕТИЛИСЬ СДВИГИ В СТОРОНУ ПРОЯВЛЕНИЯ БОЛЬШЕЙ ГИБКОСТИ.

СПРАВЕДЛИВО ЛИ БРАТЬ ПЛАТУ ЗА ХРАНЕНИЕ

Депоненты не любят платить депозитарию за хранение ценных бумаг. Большинство считает эту плату несправедливой, называют по созвучию обидными словами и мечтают от нее избавиться. Понять их можно. С позиции клиента депозитарий, особенно при хранении безналичных бумаг, получает свои деньги ни за что. Ведь никаких видимых действий с точки зрения депонента депозитарий не совершает. Другое дело операции. Депонент просит депозитарий сделать нечто, получает заказанную услугу и относительно спокойно ее оплачивает, особенно если считает тариф нормальным. Психологически это понятно. Оплатить реальную услугу морально гораздо проще, чем выплачивать депозитарию ежемесячную ренту «неизвестно за что».

Но есть и другая сторона медали. Давайте попробуем встать на сторону депозитария. Рынок переживает разные периоды. Иногда на нем идет бурная торговля и совершается множество переводов. Однако бывают периоды, которые могут продолжаться достаточно долго, когда ежедневное число операций значительно уменьшается. Не хочется вспоминать трудные времена, но ветераны еще не забыли, как после дефолта 1998 г. рыночная активность была крайне низкая. Если брать плату только за операции и не брать плату за хранение, то в периоды рыночного затишья, а особенно провала, экономические основы существования депозитария могут быть подорваны. А жить-то надо всегда! Существует такой минимум расходов (помещение, оплата специалистов, компьютеры и т. п.), что если доходы и резервы его не покрывают, то депозитарий будет вынужден прекратить работу.

Можно попытаться оспорить и этот тезис. В тяжелые периоды всем тяжело. Почему депозитарию должно быть лучше, чем остальным участникам рынка? Брокер тоже может разориться. За что депозитарию такая привилегия?

Ответ на это возражение прост. Депозитарий как элемент учетной системы должен существовать всегда, потому что данные, за сохранность которых он отвечает, удостоверяют права собственности на ценные бумаги, которые нередко стоят многие миллиарды или даже, для самых крупных депозитариев, триллионы долларов. Утрата этой информации или даже возможности оперативного ее использования может стать реальной экономической катастрофой. Поэтому стабильность экономического положения крупнейших депозитариев должна быть незыблема, и в этом в первую очередь заинтересованы все их депоненты. Плата за хранение является одним из механизмов, обеспечи-



вающих экономическую устойчивость депозитариев в любой неблагоприятной ситуации, и ее можно оценить как зло гораздо меньшее, чем риск утраты прав собственности.

Конечно, аргументы и контраргументы можно приводить долго. Наверное, у каждого своя правда, но все же следует признать, что плата за хранение — не на 100% выдумка депозитарщиков, выжимающих последние копейки из клиентов, а реальная экономическая необходимость. Практика наших западных коллег, например из Евроклира и Клирстрима, только подтверждает этот тезис — они берут плату за хранение ценных бумаг.

Исходя из этого, с точки зрения автора не следует полностью отвергать плату за хранение. Надо учиться задавать «правильные вопросы». Каков справедливый уровень платы за хранение? Какую долю доходов депозитария следует отнести на хранение, а какую на операции?

Понятно, что с точки зрения депозитария, чем больше получаешь за хранение — тем лучше. Можно особо не заботиться о развитии услуг — все равно наше нас не минует. Клиенту же лучше за хранение платить поменьше. Пусть депозитарий будет более активным, зарабатывая себе на жизнь. Ситуация вполне типичная, а точка равновесия определяется реалиями жизни, тенденциями развития и текущим соотношением сил и возможностей.

Можно спросить, а как же регистраторы? Они тоже хранят данные о правах собственности. Их крах может стать не меньшей катастрофой. Почему же они не берут плату за хранение?

И на этот вопрос ответ не очень сложен. Жизнь регистратора обеспечивают и гарантируют эмитенты, заключившие с ним договоры на ведение реестра. Поэтому даже при полном отсутствии рыночной активности регистратор, получая свой основной доход от эмитента, не умрет и, следовательно, сумеет сохранить все записи. Это и есть причина того, что регистратор может себе позволить не брать плату за хранение.

ЧТО ТАКОЕ РДХ И ПОЧЕМУ ИМЕННО СЕЙЧАС

Создание российского Центрального депозитария — давно назревшая и перезревшая необходимость. С этим почти никто уже не спорит, перейдя от вопросов о целесообразности создания Центрального депозитария к обсуждению его конкретных функций и процессов организа-

ции. Действительно, с началом работы Центрального депозитария России (ЦД) наш рынок приобретет многое из того, чего ему не хватает, особенно если при создании ЦД не будет сделано слишком много ошибок. Расчеты должны упроститься, а транзакционные расходы уменьшиться. Но что-то при этом будет утрачено. Может быть, через какое-то время участники рынка с определенной долей ностальгии будут вспоминать романтическое прошлое, когда расчетные депозитарии конкурировали друг с другом, стараясь каждый по-своему привлечь к себе клиентов.

Сейчас рано давать оценки этой еще не закончившейся конкурентной борьбе, но следует признать, что кроме неудобств она принесла рынку нечто позитивное. Все же конкуренция, особенно если она проходит в цивилизованных формах — несомненное благо.

До сих пор достоинства расчетных депозитариев наиболее отчетливо проявлялись в различных областях. Это не могло не сказаться на структуре тарифов. Так, например, в НДЦ доминировала плата за хранение. Однако теперь можно констатировать, что сложилось понимание избыточности в НДЦ платы за хранение и осознана необходимость ее снижения. Эта программа последовательно осуществляется. Так, в течение 2005 — начала 2006 г. плата за хранения снижалась 3 раза. Для облигаций общее снижение составило чуть менее 25%, а для акций — в основном 20%.

Занимая доминирующее положение на рынке облигаций, НДЦ нуждается в усилении своих позиций на рынке акций. В этой области дальнейшее разумное снижение платы за хранение должно сыграть свою положительную роль. Если раньше в область интересов НДЦ на рынке акций попадал ограниченный круг бумаг, торгуемых на ММВБ, то теперь ситуация понемногу начинает меняться. Впервые, биржа планирует в скором времени начать вести более либеральную политику допуска бумаг к торгам, а во-вторых, претензии на роль ЦД требуют от НДЦ серьезного улучшения работы с более широким кругом акций.

Можно снижать тарифы за хранение акций равномерно, однако более перспективной представляется стратегия целенаправленного стимулирования тех, кто не является активным «биржевым спекулянтном», а планирует хранить свои пакеты в течение достаточно длительного времени. Действительно, брокер, активно работающий на ММВБ, все равно будет дер-

жать свой пакет акций в НДЦ. Он живет с доходов от торговли и вполне может поделиться с расчетным депозитарием малой толикой прибыли, заплатив за хранение. Это стандартный для НДЦ контингент депонентов, и в особых стимулах они не нуждаются.

А вот владелец, склонный держать свой пакет в течение длительного периода, до последнего времени был фактически отрезан от услуг НДЦ, поскольку долго «просто так» платить депозитарию не хочет никто. Тем более у таких владельцев есть альтернатива — регистратор.

Для того, чтобы сделать возможным хранение бумаг консервативных владельцев в НДЦ (как правило, косвенно — через своих кастодианов), как раз и были задуманы «разделы длительного хранения» (РДХ). Если мы хотим привлечь к НДЦ внимание консервативных клиентов, то хранение их акций следует сделать бесплатным или почти бесплатным. Кроме того, должны быть какие-то дополнительные преимущества, которые стимулировали бы такого клиента переводить свои бумаги в НДЦ.

Таким стимулом, по нашему мнению, является возможность оперативного вывода бумаг депонента на торги. Для того чтобы вывести свои бумаги на ММВБ из реестра, нужно в среднем 2–3 дня, а из РДХ можно отправить бумаги на торги в режиме реального времени. Такая возможность не лишняя даже для самого терпеливого клиента, ведь рано или поздно он решит продать свой пакет, и тогда оперативность не помешает.

Итак, что же конкретно предлагает НДЦ, для того, чтобы привлечь к себе через кастодианов консервативного инвестора?

Депонент может открыть на своем счете раздел РДХ. С акциями, находящимися в этих разделах, можно совершать точно такие же операции, как и с бумагами, находящимися на основных разделах. Разница только в стоимости. Тарифы операций с РДХ ориентированы на длительное хранение.

Стоимость зачисления акций в РДХ такая же, как стоимость зачисления в любой другой раздел. Самое существенное различие — стоимость хранения. Она отсутствует, т. е. ежемесячная плата за хранение ценных бумаг в разделах РДХ не взимается¹. Но абсолютного счастья на земле не бывает, поэтому вывод ценных бумаг из РДХ стоит дороже, чем обычно. За вывод акций из РДХ НДЦ возьмет 0,00216% от их рыночной стоимости. Иначе говоря стоимость изъятия пакета

¹ В целях соблюдения строгой корректности следует говорить, что плата за хранение ценных бумаг на счете РДХ включается в ежемесячную стоимость обслуживания счета.



из РДХ соответствует месячной плате за его хранение в НДЦ на основных разделах, вычисленной в соответствии с первым диапазоном тарифной шкалы.

Получается, что плата за зачисление в РДХ обычная, плата за хранение нулевая, а стоимость вывода хотя и не слишком высокая, но все же ощутимая. Почему плата за хранение нулевая? Ответ был дан выше. Мы хотим сделать хранение бумаг в НДЦ привлекательным для консервативного инвестора, который держит акции достаточно долго, не может и не хочет платить за хранение, но заинтересован в том, чтобы в нужный момент его бумаги могли бы быть быстро проданы на ММВБ. Поскольку из РДХ бумаги могут быть переведены в торговый раздел и, следовательно, попасть на торговую позицию в режиме реального времени, то выигрыш в скорости по сравнению с хранением бумаги у регистратора или на счете номинального держателя у регистратора весьма значителен. Почему вывод бумаг из РДХ стоит больше обычного перевода? И на этот вопрос есть простой ответ. Если вывод из РДХ был бы дешевым, то эти разделы было бы выгодно использовать не только для долгосрочного, но и для краткосрочного хранения акций: купил большой пакет, зачислил в РДХ, а через 2 дня вывел обратно для продажи. При этом для большого пакета экономия была бы ощутимой. Поощрять такого рода занятия не входило в планы НДЦ, поэтому за вывод из РДХ придется заплатить. Если грубо оценить издержки клиента, то экономия по сравнению с другими разделами начинается после месяца хранения в РДХ. Иначе говоря, если клиент активно играет на бирже, то РДХ не для него. А вот если депонент проводит операции не слишком часто и больше склонен держать бумаги, то стоит задуматься, не перевести ли ему свои бумаги из реестра в НДЦ на междепозитарный счет своего кастодиана. К тому же в РДХ клиент платит депозитарию только за действия, а не за «бездействие». И хотя в предыдущем разделе было приведено экономическое обоснование справедливости платы за хранение, но все же чисто психологически отдавать за это деньги никому не хочется.

Мы уже отметили, что вывод бумаг на торги из РДХ потребует значительно меньше времени, чем вывод их из реестра. Но может быть, вывести бумаги из реестра дешевле? Оказывается, что это в большинстве случаев не так. Стандартная плата регистратору за «проведение операций с участием номинального держате-

ля без перехода прав собственности на ценные бумаги» составляет 2000 руб., а с учетом НДС — 2360³ руб. Нетрудно убедиться, что перевод из РДХ обойдется дороже, только если рыночная стоимость переводимого пакета превышает 110 млн руб. А это уже не маленький объем! Для таких больших пакетов скорость вывода на торги начинает играть решающую роль по сравнению с не такими уж большими издержками — потерять на промедлении можно гораздо больше!

Итак, что такое РДХ и зачем они нужны, должно быть уже понятно. А вот на вопрос, почему именно сейчас, а не раньше, ответить сложнее. Видимо, наконец-то время пришло, и в одной точке сошлись несколько векторов. Идея РДХ обсуждалась в НДЦ, начиная с 2002 года. Уже тогда было понятно, что надо двигаться вперед на рынке акций, предлагая новые услуги. Но верх, видимо, взял страх потери доходов. Сейчас появилось понимание того, что частью доходов от хранения акций можно и нужно поступиться. При этом целенаправленное (а не равномерное) снижение платы за хранение акций потенциально может дать хорошие результаты. К тому же появившаяся в 2005 г. концепция указала на то, что претендент на звание ЦД обязан качественно работать с реестрами и обеспечивать своим клиентам условия как минимум не хуже, чем у регистраторов.

КТО ВЫИГРЫВАЕТ ОТ ПЯВЛЕНИЯ РДХ? БУДУТ ЛИ ПРОИГРАВШИЕ?

Кажется, РДХ, это тот случай, когда проигравших не будет. Сначала посмотрим, кто и как может получить выгоду от использования РДХ.

Приоритетом НДЦ является работа с профессиональными участниками ценных бумаг. НДЦ не планирует работать с инвесторами напрямую. Доминирующей схемой работы является двухуровневая. НДЦ открывает счет депоненту-депозитарию, а тот уже напрямую работает со своими клиентами-инвесторами. Наверное, исключения возможны, но именно как исключения. Если депозитарий открывает на своем междепозитарном счете в НДЦ раздел РДХ, то, переведя на этот счет из реестра бумаги своих клиентов, он, как было продемонстрировано в предыдущем разделе, предоставляет им условия ничуть не хуже (а во многом лучше), чем те, которые были ранее. Готовы ли к этому

кастодианы? Будет ли это выгодно им и их клиентам? Для каких клиентов такая схема хранения будет предпочтительней?

Окончательные ответы на эти вопросы могут дать практика и время. Сейчас можно только сделать некоторые предположения.

Представляется, что первыми на предложение услуг РДХ должны отреагировать активные биржевые игроки. Пакеты, которые они до сих пор держали в НДЦ на основных разделах, можно разделить на две части. Ту часть, которая планируется для участия в активных торгах в ближайшее время, надо оставить на основных разделах, а остальное — перевести в РДХ. Точно так же они могут поступить с бумагами своих клиентов, учитываемыми на междепозитарном счете. Конечно, это не самый лучший для НДЦ вариант: суммарная плата за хранение акций уменьшится, а общий объем не увеличится. Однако мы сознательно идем на эти издержки в надежде, что, привыкнув работать с РДХ, через какое-то время такой активный игрок начнет выводить для длительного хранения купленный на ММВБ пакет не из НДЦ, а в РДХ.

Следующие на очереди — владельцы небольших и средних пакетов, которые сейчас хранятся на счетах номинальных держателей российских кастодианов в реестрах. Именно на таких владельцев ориентированы РДХ, и именно они являются потенциальным источником увеличения объема акций на хранении. Однако привлечение таких депонентов невозможно без активной работы кастодиана. Поэтому НДЦ планирует вести работу по привлечению таких депонентов через их кастодианов. Активная работа с кастодианами по привлечению на хранение в НДЦ новых акций должна стать целевой программой.

Какой смысл кастодианам активно включаться в такую работу? Есть некоторые соображения в пользу этого. Расширяя спектр возможных услуг, оказываемых депоненту, кастодианы повышают свою конкурентоспособность. Кроме того, переводя бумаги из реестра в расчетный депозитарий, кастодиан уменьшает число своих операций, выполняемых через регистраторов, и, следовательно, уменьшает издержки, как свои, так и своих клиентов. Чем меньше кастодиан работает с регистраторами — тем меньше его затраты. Иметь один счет в расчетном депозитарии гораздо удобней и дешевле, чем иметь много счетов номинального держателя во многих реестрах. Это верно

² Для пакета бумаг стоимостью меньше 3,5 млн руб.

³ См., например, тарифы «Регистратора Никойл».



для всех кастодианов за исключением, может быть, одного-двух, которые зарабатывают на трансферагентских услугах. И наконец, рано или поздно настанет время появления ЦД, а про него в концепции закона написано, что он и только он будет номинальным держателем в реестрах. Конечно, сейчас этот тезис оспаривается, и, возможно, в той или иной степени он будет смягчен, но представляется, что для всех активно обращающихся на рынке бумаг требование единственности номинального держателя сохранится. Да иначе и быть не может! В противном случае Центральный депозитарий станет фикцией. Так не пора ли кастодианам начинать готовиться к появлению новой конфигурации учетной системы?

Стоит ли ждать в РДХ владельцев стратегических пакетов, которых хранят их у кастодианов? Представляется, что пока не стоит. Стратегия весьма чувствительна к изменению условий хранения. И появление между их кастодианом и регистратором посредника в виде расчетного депозитария может быть воспринято поначалу с подозрением. Для того чтобы стратегические инвесторы поверили в РДХ и в то, что расчетный депозитарий не подведет их, надо целенаправленно работать с ними и с их кастодианом, создавая необходимый сервис и гарантии.

Вряд ли можно ожидать в РДХ владельцев лицевых счетов в реестрах. Маловероятно, что они изменят своим привычкам. Это владельцы как крупных, так и мелких пакетов, которые не собираются продавать их в ближайшем будущем. Им хорошо у регистратора и не нужна биржевая торговля. Это их законный выбор.

Сомнительно, что российские «дочки» глобальных кастодианов начнут для хранения акций своих клиентов пользоваться услугами РДХ. Им пока вполне хватает регистраторов. Они упорно продолжают утверждать, что *DVP* в России нет, а поставка бумаг может длиться более 10 дней. Когда же им сообщают, что *DVP* в разных вариантах в России есть, а поставка бумаг происходит в режиме реального времени, они загадочно улыбаются и говорят, что мы это знаем, но ведь это в расчетных депозитариях, а советовать своим клиентам переводить туда бумаги из реестров они не будут, потому что они только лишь выполняют волю клиента. Ведь держать там бумаги не обязательно, не так ли? Вот если бы был Центральный депозитарий, где мы были бы обязаны хранить свои бумаги — тогда да. Тогда бы и *DVP* появилось, и все остальное. А так мы бы рады иметь и *DVP*, и быструю поставку, только никак это невозможно, потому что этого у вас нет, т. е., конечно, есть, но

там, где мы храним свои бумаги — нет. А туда, где это есть, мы бумаги наших клиентов не переведем. Можно долго ходить по этому таинственному замкнутому кругу, ничего не понимая. Начинает казаться, что здесь либо какая-то страшная тайна, либо заговор мировой закулисы, либо некоторая доля лукавства, либо ты сошел с ума. Видимо, не только Россию умом не понять. В общем похоже, что у РДХ здесь пока что перспектив нет. Этот замкнутый круг без Центрального депозитария не разорвать.

Можно подытожить, что хотя вряд ли в ближайшее время выстроится большая очередь на перевод бумаг в РДХ, но определенную роль в привлечение в НДЦ новых клиентов (через их кастодианов) и в увеличении объема акций на хранении в НДЦ они сыграть должны. Есть группы инвесторов, которым такая услуга будет удобна и выгодна.

А будут ли проигравшие? Похоже, что по большому счету нет. Что-то могут потерять регистраторы, но, во-первых, это что-то все равно уйдет со счетов номинальных держателей, а не от непосредственных клиентов регистратора, во-вторых, основной свой доход регистраторы давно уже получают от обслуживания эмитентов, а не от исполнения проводок и, в-третьих, все равно впереди маячит Центральный депозитарий. Так регистраторы почти ничего не теряют. Кастодианам убытка от РДХ никакого, а только расширение возможностей. Потенциально через какое-то время могут уменьшиться доходы тех из них, кто выполняет функции трансферагентов. Однако так немного игроков в этой области и такую небольшую долю в их доходах занимает этот бизнес, что можно, не сильно погрешив против истины, сказать, что реального вреда РДХ трансферагентам тоже не принесут.

ФРАГМЕНТ БОЛЬШОЙ КАРТИНЫ

Если построенный в муках ЦД будет неэффективно работать с акциями и окажется «хуже реестров», то грош ему цена. Конечно, одних РДХ недостаточно, чтобы клиент признал НДЦ как удобное и надежное место хранения акций. Нужно еще многое другое. В это «многое другое» входит, в частности, умение на хорошем уровне совершать операции с регистраторами. А регистраторы — это серьезные организации со своими интересами, с которыми невозможно не считаться.

Безусловно, работа с регистраторами должна осуществляться на основе обмена электронными документами, однако в

полной мере переход к ЭДО произойдет не так быстро. Здоровый регистраторский консерватизм не позволит перейти на эту технологию «всем и сразу». Надо использовать и иные, может быть, не столь эффективные, но зато и не такие радикальные способы улучшения взаимодействия. А их немало. В частности, одним из методов, позволяющих более эффективно осуществлять расчеты по сделкам с акциями, является мост между НДЦ и ДКК. Сейчас в НДЦ рассматривается возможность кардинального «расширения» моста, а также ускорения и удешевления движения по нему. Но и одним мостом нельзя ограничиваться. Так что вопросы улучшения работы с регистраторами — тема для отдельного обстоятельного разговора. Будем надеяться, что РДХ не останутся единственным шагом в этом направлении, а явятся первым мазком общей картины.

И наконец, несколько слов о тарифах вообще. Представляется, что депозитарии пока еще не научились эффективно использовать этот инструмент для стимулирования активности депонентов. А то, что тарифы — мощное оружие, можно понять, хотя бы посмотрев на деятельность компаний сотовой связи. Каких только тарифных планов у них нет! Как хорошо они освоили тарифные приемы для работы с клиентами! Не мешало бы нам у них поучиться.

Осмелюсь также высказать еще одно крамольное утверждение: тарифы расчетного депозитария не должны быть простыми. Тарифы должны быть «интересными», позволяющими депоненту оптимизировать свои затраты, решая поставленные перед ним задачи. Да и депозитарий в конце концов не должен от этой оптимизации проиграть. Многочисленные преференции клиентам пока не пошатнули благосостояния сотовых компаний, а, напротив, позволили им расширить свой бизнес. Так что было бы разумно, чтобы «игра» с тарифами не завершилась бы РДХ. Есть и иные мысли. Но пока говорить о них рано. ■



ЕКАТЕРИНА КОСЫРЕВА

начальник отдела организации выплаты доходов НДС

ОПЫТ НДС — ПЛАТЕЖНОГО АГЕНТА ОБСЛУЖИВАЕМЫХ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ

На рынке корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций в основном присутствует следующая схема обслуживания выплат держателям облигаций сумм купонного дохода и номинальной стоимости облигаций: уполномоченный депозитарий — эмитент — платежный агент. Для упрощения взаимодействия между участниками рынка НДС предлагает эмитентам облигаций, чтобы уполномоченный депозитарий был и платежным агентом выпуска облигаций. Об опыте НДС — платежного агента и предлагаемых схемах взаимодействия с эмитентом и держателями облигаций, об оптимизации технологии перечисления денежных средств, проблемах и перспективах развития функций платежного агента на рынке облигаций идет речь в данной статье.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ УСЛУГ ПЛАТЕЖНОГО АГЕНТА КАК ЗЕРКАЛО РАЗВИТИЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ НА ПРЕДЪЯВИТЕЛЯ

В настоящее время корпоративные облигации российских эмитентов выпускаются в форме ценных бумаг на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификата в уполномоченном депозитарии, являющемся расчетным для той или иной фондовой биржи, на которой планируется организация размещения и/или обращение ценных бумаг выпуска (далее — предъявительские облигации).

Преимущества выпуска корпоративных облигаций в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением глобального сертификата были быстро восприняты практически всеми участниками рынка. Более чем за 6 лет — начиная с первых биржевых размещений в 1999 г. и по 2005 г. — почти 300 компаний осуществили выпуск корпоративных облигаций в указанной форме с размещением на бирже или при внебиржевом размещении с последующим выводом для вторичных торгов на

бирже. В 1999—2001 гг. корпоративные облигации размещали только на одной торговой площадке — Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), а с 2002 г. отдельные выпуски корпоративных облигаций были размещены на Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ) и в Российской торговой системе (РТС). В 2003 г. первые два выпуска корпоративных облигаций были размещены и на Сибирской межбанковской валютной бирже (СМВБ). Подавляющее количество биржевых размещений корпоративных облигаций прошло в этот период на ММВБ (с 2005 г. — на Фондовой бирже ММВБ (ФБ ММВБ)): объем (по номинальной стоимости) размещенных на бирже корпоративных облигаций составляет примерно 99% от объема всех выпущенных в России корпоративных облигаций.

По образцу развития рынка корпоративных облигаций пошло и развитие рынка субфедеральных и муниципальных облигаций (далее — региональные облигации) — они также выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением и почти все размещались и размещаются на ММВБ (с 2005 г. — на ФБ ММВБ).

Расчетным депозитарием ММВБ и ФБ ММВБ выступает НДС, который и является уполномоченным депозитарием на рынке корпоративных и региональных облигаций, осуществляющим их обязательное централизованное хранение по договорам эмиссионного счета депо (рис. 1).

Всего на 1 апреля 2006 года в НДС как уполномоченном депозитарии находится на обслуживании 427 выпусков (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 31 марта 2006 г.) 292 эмитентов общей номинальной стоимостью 785,44 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться во II-III кв. 2006 г.):

- 88 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 41 эмитента общей номинальной стоимостью 211,81 млрд руб.;

- 339 выпусков корпоративных облигаций 251 эмитента общей номинальной стоимостью 573,62 млрд руб.

Значительные темпы роста объемов корпоративных и региональных облигаций вызывают еще более высокий рост действий эмитента, связанных с выплатой доходов по облигациям.





В частности, предстоящий 2006 г. на рынке корпоративных и региональных облигаций будет отмечен достижением достаточно высокого уровня объемов погашения и количества купонных выплат.

Если рассмотреть динамику купонных выплат в 2004–2005 гг., она выглядит следующим образом:

- в 2004 г. по обслуживаемым НДС выпускам корпоративных и региональных облигаций были составлены списки держателей облигаций, имеющих право получить выплаты по облигациям по 671 купонной выплате;

- в 2005 г. количество списков к купонным выплатам составило 732 (в среднем 3 списка каждый рабочий день).

В 2006 г. можно ожидать количество списков к купонным выплатам на уровне 950–1000 (в среднем 4 списка каждый рабочий день).

Объемы погашения в 2006 г. корпоративных и региональных облигаций будут сопоставимы с годовыми объемами размещения на рынке региональных облигаций и значительной частью объема размещения на рынке корпоративных облигаций — в 2006 г. предстоит погашение (по номиналу выпуска, без учета проводимого эмитентами выкупа и частичного досрочного погашения) 88 выпусков облигаций на 89,4 млрд руб., из них 58,5 млрд руб. — корпоративных облигаций (66 выпусков) и 30,9 млрд руб. — региональных облигаций (22 выпуска). Это неудивительно: при среднем сроке обращения выпусков корпоративных и региональных облигаций около 3 лет объем погашения в 2006 г. почти равен объемам размещения корпоративных и региональных облигаций в 2003 г. На рис. 2 представлен график погашения корпоративных и региональных облигаций по месяцам с плановой датой погашения выпусков в 2006 г.

ОПЫТ НДС КАК ПЛАТЕЖНОГО АГЕНТА ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ ЭМИТЕНТА

В НДС постоянно проводится работа по повышению эффективности обслуживания эмитентов облигаций, в том числе и за счет типизации договоров с эмитентами и повышения технологичности депозитарного обслуживания выпусков облигаций при их размещении, обращении, выкупе, досрочном или плановом погашении, действии при выплате купонного дохода.

На рынке предъявительских облигаций с обязательным централизованным хранением между эмитентом, назначенным эмитентом платежным агентом выпуска облигаций (по разным выпускам облигаций у одного эмитента могут быть разные платеж-

ные агенты), депозитарием и клиентами депозитария исторически сложилась схема перечисления доходов и средств от погашения номинальной стоимости, включающая в себя несколько этапов, рассмотренных ниже. Устоявшаяся схема обладает рядом недостатков, среди которых длинная и не всегда удобная технологическая цепочка взаимодействия и обмена информацией при составлении и передаче списков.

В этой схеме НДС отводится роль только уполномоченного (головного) депозитария.

эмитенту услуг по депозитарному обслуживанию размещения и обращения облигаций.

Поскольку НДС совместно с платежным агентом эмитента осуществляет ряд мероприятий, направленных на обеспечение проведения купонных выплат и погашения, а нередко объем работы, выполняемой НДС, занимает большую часть совместного комплекса услуг Уполномоченного депозитария и платежного агента при проведении выплаты, с учетом того что НДС как номинальный

Рисунок 1. ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫМ ХРАНЕНИЕМ В НДС ЗА ПЕРИОД С 1999 Г. — ПО I КВ. 2006 Г.

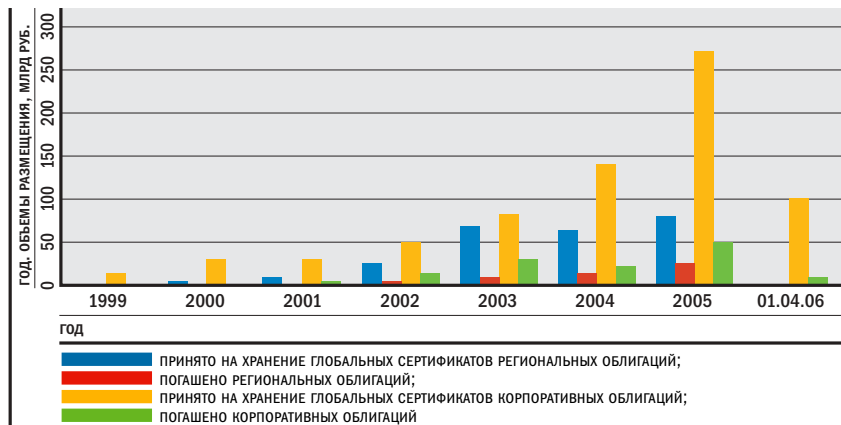
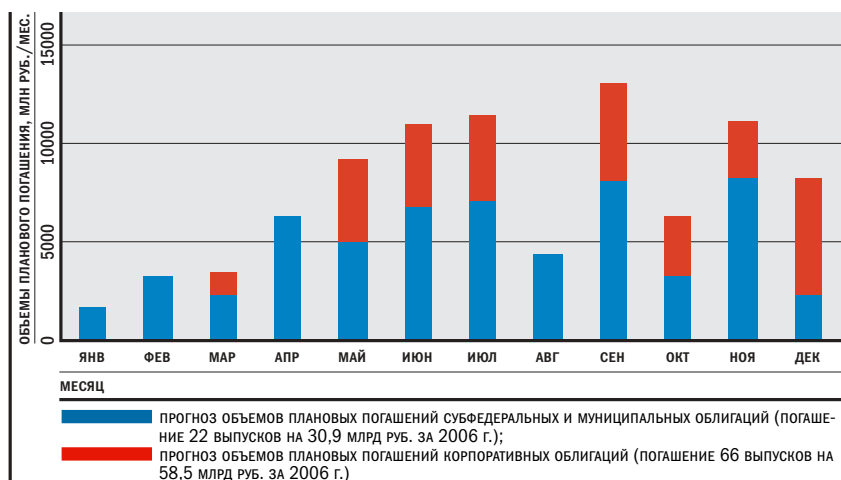


Рисунок 2. ПРОГНОЗ ОБЪЕМОВ ПЛАНОВОГО ПОГАШЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО МЕСЯЦАМ 2006 Г. (ПОГАШЕНИЕ 88 ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ НА 89,4 МЛРД РУБ.)



В поисках решения, позволяющего облегчить и упростить обслуживание как депонентов, так и эмитентов облигационных займов, НДС в 2002 г. начал разработку принципиально новой для НДС дополнительной услуги эмитентам — выполнение функций платежного агента при обслуживании выплат сумм купонного дохода и номинальной стоимости при погашении выпуска облигаций для эмитентов корпоративных, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг с обязательным централизованным хранением в НДС, вместе с комплексом оказываемых

держатель перечисляет своим депонентам доходы и средства от погашения ценных бумаг по именным ценным бумагам и имеет в этой области уже сложившийся опыт, НДС, проработав вопросы взаимодействия с расчетным банком, организовав ведение и контроль обособленного банковского счета, оптимизировав схемы выплаты и разработав договорную базу, уже в конце 2002 г. счел возможным объединить услуги Уполномоченного депозитария и платежного агента эмитента, предложив эмитентам новую услугу — платежный



агент выпуска облигаций эмитента, тем самым упростил схему, исключив из цепочки одно звено.

Осуществление НДС функций платежного агента предполагает полный комплекс по обслуживанию проводимых денежных выплат по выпуску облигаций эмитента, в том числе:

- Консультационные услуги эмитенту и его организатору выпуска облигаций при разработке схемы проведения выплат купонного дохода и погашения облигаций.
- Осуществление расчета и перечисление денежных средств по поручению эмитента.
- Предоставление эмитенту отчетов о произведенных выплатах.
- Информирование держателей облигаций о сроках и условиях выплат купонов и погашения облигаций.
- Предоставление отчетов лицам, уполномоченным получать купонные выплаты и суммы номинальной стоимости при погашении/досрочном погашении облигаций.

Услуга оказывается на основании заключаемого между эмитентом и НДС Договора об оказании услуг по обслуживанию выплат номинальной стоимости облигаций при их погашении и выплат купонного дохода по выпуску облигаций эмитента (договора платежного агента).

В качестве платежного агента НДС осуществляет расчет, распределение и перечисление (за счет средств, полученных от эмитента) сумм купонного дохода и/или номинальной стоимости облигаций при их погашении. Выплаты по облигациям производятся в строгом соответствии с Решениями о выпуске облигаций эмитента и всем лицам, включенным в список, составленный уполномоченным депозитарием для конкретной выплаты.

Предлагаемая НДС услуга платежного агента эмитентам облигационных займов находится в постоянном развитии. Задача НДС при оказании этой услуги заключалась в предложении оптимальной для всех участников рынка, эффективной системы обслуживания выплат по выпуску облигаций эмитента, увеличивающей действительные сроки обращения облигаций на вторичном рынке.

НДС были проведены маркетинговые мероприятия для эмитентов, финансовых консультантов и андеррайтеров выпусков.

В разработанной и апробированной схеме НДС увидел возможность реально увеличить срок обращения облигаций на рынке за счет исключения из схемы выплат третьих лиц (дополнительные звенья в цепочке) и, как следствие, сокращения временных затрат на формирование и передачу документов, что в свою очередь

позволяет максимально приблизить дату фиксации к дате выплаты купонного дохода или погашения, что дает преимущество эмитентам и инвесторам за счет фактического увеличения срока обращения облигаций и, как следствие, повышение ликвидности ценной бумаги. Как правило, при платежном агенте НДС количество дней между датой фиксации списка к выплате до даты выплаты сокращено с 6 до 3-4 дней.

Оперативное взаимодействие с собственными депонентами позволяет НДС быстро получать документы, связанные с предоставлением недостающих и/или отсутствующих сведений и/или уточнением банковских реквизитов.

Взаимодействие эмитента с уполномоченным депозитарием выпуска облигаций, в данном случае НДС, обеспечивает предоставление детализированных отчетов как для эмитентов, так и депонентов НДС. Налицо также удобство, возникающее при получении всех услуг от одного лица — уполномоченного (головного) депозитария.

Стремясь сделать схему выплат взаимовыгодной для всех участников рынка, НДС предложил эмитентам более короткий срок перечисления денежных средств на банковский счет платежного агента, который бы был удобен в применении и выгоден эмитенту, — за 2 дня до даты выплаты.

В дальнейшем в целях оптимизации существующей технологии перечисления доходов, повышения эффективности и надежности проведения выплат, повышения качества предлагаемых услуг НДС провел необходимую организационно-техническую разработку схемы проведения выплаты доходов через Небанковскую кредитную организацию «Закрытое акционерное общество «Расчетная палата Московской межбанковской валютной биржи»» (далее — ЗАО РП ММВБ) и предоставил эмитентам возможность проведения выплат через банковский счет НДС в ЗАО РП ММВБ. Это дополнительно создало объективные предпосылки выгодного для эмитентов сокращения сроков нахождения денежных средств, предназначенных для выплаты купонов и погашения облигаций, на банковском счете НДС до 1 дня перед датой выплаты, т. е. эмитент обеспечивает поступление денежных средств на банковский счет платежного агента в последний рабочий день перед датой выплаты. Отработанная и внедренная с 1 декабря 2005 г. технология взаимодействия позволяет НДС оперативно принимать и обрабатывать информацию о поступлении денежных средств на счет, формировать платежные инструкции и от-

правлять их на исполнение в ЗАО РП ММВБ.

Проведение расчетов через ЗАО РП ММВБ также предоставляет возможность депонентам НДС, имеющим банковские счета в ЗАО РП ММВБ, получить на счет полагающиеся денежные средства, оперативно распоряжаться ими.

При проведении выплат через банковский счет в ЗАО РП ММВБ, являющейся небанковской кредитной организацией (НКО), также осуществляется минимизация банковских рисков при выплате купонов и сумм погашения облигаций.

Все эти составляющие в совокупности со взвешенной тарифной политикой позволили сделать данную услугу очень востребованной, и НДС стремительно наращивает объемы на данном сегменте оказания услуг эмитентам облигаций с обязательным централизованным хранением в НДС. Если в 2003 г. объем произведенных НДС выплат составлял лишь 1,2 млн руб., то в 2005 г. он достиг 12,5 млрд руб. (рис. 3). Объясняется это удобствами и для эмитента, и для профессиональных участников — организаторов выпуска, и для инвесторов.

Количество и объем выпусков обслуживаемых облигаций эмитентов, с которыми НДС заключил договоры платежного агента к 2006 г., позволяют рассчитывать, что при среднем сроке обращения выпусков корпоративных и региональных облигаций около 3 лет начиная с 2006 г. многократно увеличатся суммы перечисляемых НДС как платежным агентом денежных средств, а в 2007 г. рост будет еще более значительный, так как наступят плановые даты погашения по выпускам облигаций с датами размещения в 2002–2005 гг.

Количество выпусков облигаций, обслуживаемых НДС в качестве платежного агента, к середине апреля 2006 г. достигло 96 (по 74 эмитентам) (рис. 4), общий объем которых составляет 480 млрд руб.

НДС как головной депозитарий подавляющего большинства обращающихся на рынке предъявительских облигаций рассчитал доли рынка финансовых институтов, исполняющих функции платежного агента. Исходя из полученных данных, на середину апреля 2006 г. по принятым НДС на обслуживание выпускам корпоративных и региональных облигаций с обязательным централизованным хранением в НДС и с датой погашения после 14 апреля 2006 г., депозитарий занимает лидирующую позицию по каждому показателю, характеризующему деятельность платежного агента. В процентном отношении доля НДС составляет:



- по объему обслуживаемых выпусков — 45%;
- по количеству обслуживаемых эмитентов — 25%;
- по количеству обслуживаемых выпусков — 22%.

ПРОБЛЕМЫ

Поскольку налоговым агентом при выплате доходов по облигациям является эмитент (п. 1 ст. 226 Налогового кодекса Российской Федерации), при выплате купонов и погашении эмитенты облигаций, владельцы облигаций и депозитарии, в которых учитываются права на облигации их владельцев, по-прежнему сталкиваются со следующими не решенными до настоящего времени проблемами:

- Огромный документооборот, в котором задействованы все стороны: инвесторы, депозитарии, регистраторы (по именным ценным бумагам), эмитенты ценных бумаг и их платежные агенты, — связанный с отсутствием в законодательстве (Налоговом кодексе Российской Федерации, Законе «О рынке ценных бумаг», Закон «Об акционерных обществах») однозначно определенной обязанности депозитариев, являющихся номинальными держателями ценных бумаг, получать доходы по ценным бумагам своих клиентов и удерживать налог с тех категорий из них, по которым налоговым агентом при выплате доходов выступает эмитент ценных бумаг (физические лица и нерезиденты). Это является головной болью и для нерезидентов, вынужденных передавать нотариально заверенные документы, свидетельствующие об их налоговом статусе, и для номинальных держателей, собирающих необходимую информацию и документы своих клиентов, даже уполномоченных получать доходы по ценным бумагам для своих клиентов, и для эмитентов и их платежных агентов, вынужденных в достаточно короткие сроки рассмотреть все документы, правильно начислить и заплатить налоги, а позже — отчитаться перед налоговыми органами.

- Налоговые органы (в некоторых регионах) требуют эмитентов корпоративных облигаций обязывать уполномоченный депозитарий при формировании им списков лиц, имеющих право получать купонный/процентный доход по облигациям эмитента, требовать раскрытия номинальными держателями информации о владельцах облигаций — физических лицах и о нерезидентах даже в случае, если эти номинальные держатели уполномочены своими клиентами получать доходы по ценным бумагам с целью последующего перечисления его владельцам облигаций.

В то время как в Решении о выпуске облигаций эмитента обязанность раскрытия информации о своих клиентах устанавливается только для номинальных держателей, которые не уполномочены своими клиентами получать доходы по их ценным бумагам, вне зависимости от того, является его клиент физическим лицом или нерезидентом. Указанные требования налоговые органы (по месту нахождения эмитента) мотивируют тем, что эмитент облигаций, являющийся налоговым агентом, должен удерживать налог при выплате купонного дохода по облигациям физическим лицам и нерезидентам и перечислять его в бюджет по месту нахождения эмитента (в противном же случае удержание налога и перечисление его в бюджет будет проведено по месту нахождения номинального держателя, уполномоченного своими клиентами получать доходы по ценным бумагам, или владельца облигаций).

Остановимся подробнее на каждой из названных проблем.

Как уже отмечалось выше, подавляющее количество обращающихся выпусков корпоративных и региональных облигаций являются предьявительскими облигациям, т. е. права на них учитываются только в уполномоченном депозитарии, осуществляющем обязательное централизованное хранение, и в депозитариях, являющихся депонентами уполномоченного депозитария или клиентами депонентов уполномоченного депозитария. Соответственно, в решениях о выпуске облигаций на уполномоченный депозитарий возлагается формирование списка лиц, уполномоченных получать суммы выплат по облигациям (далее — Список) на дату составления Списка к выплате купонного дохода или номинальной стоимости облигаций при их погашении. При этом в решениях о выпуске облигаций презюмируется, что номинальные держатели уполномочены своими клиентами получать доходы по облигациям в пользу владельцев облигаций, поэтому они должны включаться уполномоченным депозитарием в Список наравне с владельцами облигаций. И только в случае если номинальные держатели не уполномочены своими клиентами получать доход, такие номинальные держатели обязаны передать уполномоченному депозитария информацию о своих клиентах — владельцах облигаций для включения их в Список.

Таким образом, время между датой фиксации Списка и датой выплаты дохода складывается из трех основных этапов.

Первый этап включает в себя время на получение уполномоченным депозитарием от его депонентов—номинальных

держателей информации о своих клиентах — владельцах облигаций, если решением о выпуске облигаций предусмотрено, что выплата дохода проводится именно владельцам облигаций или если депонент—номинальный держатель не уполномочен своими клиентами получать доходы по ценным бумагам.

Второй этап — время, затрачиваемое эмитентом и/или его платежным агентом на обработку Списка, полученного от уполномоченного депозитария (если в Списке присутствуют нерезиденты и физические

Рисунок 3. ОБЪЕМ ДЕНЕЖНЫХ ВЫПЛАТ ПО ВЫПУСКАМ ОБЛИГАЦИЙ, ПО КОТОРЫМ НДС КАК ПЛАТЕЖНЫЙ АГЕНТ ОСУЩЕСТВИЛ/ОСУЩЕСТВИТ ПЛАНОВЫЕ ВЫПЛАТЫ ЗА ГОД

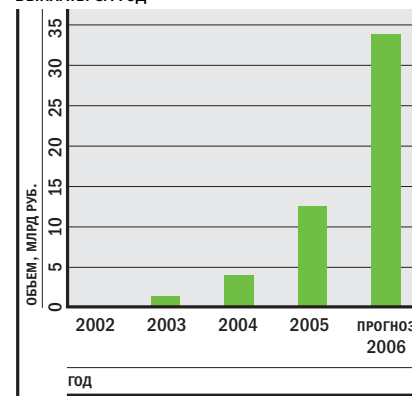
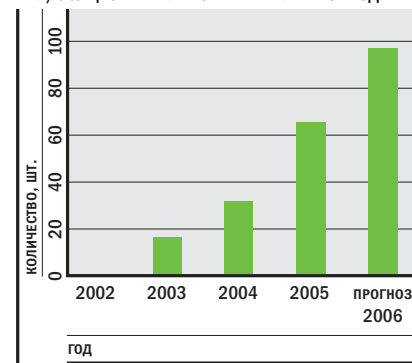


Рисунок 4. КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ, ПО КОТОРЫМ НДС КАК ПЛАТЕЖНЫЙ АГЕНТ ОСУЩЕСТВИЛ/ОСУЩЕСТВИТ ПЛАНОВЫЕ ВЫПЛАТЫ ЗА ГОД



лица, то эмитент должен за 1–2 рабочих дня рассчитать налоги, провести анализ предоставленных документов о наличии у владельцев облигаций налоговых льгот, оформить обязательные финансовые документы и провести перечисление платежному агенту денежных средств в случае если эмитент не самостоятельно проводит выплаты по облигациям). На втором этапе все зависит от готовности бухгалтерии эмитента, его финансовых структур провести все эти действия в сжатые сроки. К сожалению, при подготовке облигационных займов эмитенты не всегда перестраивают соответствующим образом работу своей бухгалтерии и финансовой службы, чтобы они были готовы к



оперативной работе при выплате уже первого купона выпущенных эмитентом облигаций.

Третий этап — время, затраченное платежным агентом на подготовку к перечислению и перечисление поступивших от эмитента денежных средств владельцам и/или номинальным держателям, указанным в Списке, в случае если эмитент не самостоятельно проводит выплаты по облигациям, или подготовку к перечислению и перечисление, осуществляемое самим эмитентом.

Как видно из сказанного выше, трудоемкость и, соответственно, затраты возрастают при обработке эмитентом Списка, если в нем будет содержаться значительное количество нерезидентов и физических лиц (в указанные 1–2 рабочих дня эмитенту надо привлечь к работе со Списком и документами по налоговым льготам достаточно большое количество своих служб и их работников), тем более когда эти процессы не автоматизированы и жестко ограничены временными рамками.

Таким образом, выполняя требования налоговых органов о раскрытии номинальными держателями информации об их клиентах-нерезидентах и физических лицах, эмитент повышает свои издержки по обслуживанию купонных выплат, но при этом он понуждает и номинальных держателей повышать их расходы на обслуживание своих клиентов при купонных выплатах, так как в этом случае номинальный держатель осуществляет не только подготовку и передачу уполномоченному депозитарию списка своих клиентов, но и подготовку и передачу должным образом оформленных документов о наличии налоговых льгот у своих клиентов. Чем больше клиентов таких номинальных держателей владеют облигациями разных эмитентов, тем выше издержки у номинального держателя, так как номинальному держателю практически к каждому составлению Списка необходимо иметь множество комплектов документов на одного и того же владельца облигаций (для направления разным эмитентам по одному комплекту и по каждой купонной выплате по выпуску облигаций эмитента). В случае если эмитент облигаций настаивает на получении от номинального держателя письменного подтверждения того, что на дату фиксации Списка среди клиентов номинального держателя не было нерезидентов или физических лиц, то это также вызывает дополнительные затраты и для номинальных держателей, и для эмитентов. При этом вполне понятна озабоченность эмитентов по поводу снижения налоговых ри-

сков, которое связано с увеличением затрат эмитента на обслуживание займа, а для номинальных держателей — с увеличением затрат при обслуживании клиентов — владельцев облигаций, являющихся нерезидентами и физическими лицами.

Для решения проблемы, связанной с внесением изменений в налоговое законодательство (например, о переложении функций налогового агента при выплате доходов по ценным бумагам с эмитента на номинальных держателей), необходимы совместные действия регулятора фондового рынка, саморегулируемых организаций и эмитентов, которые должны быть заинтересованы в снижении как налоговых рисков, так и стоимости обслуживания облигационных займов.

Вместе с тем НДЦ не стоит на месте и стремится далее развивать и совершенствовать, делать более удобными в применении предлагаемые эмитентам облигационных займов услуги, направленные на достижение защиты и обеспечения реализации прав владельцев ценных бумаг.

Уже сейчас в рамках заключенных договоров платежного агента НДЦ проводит для ряда эмитентов расчет сумм налогов с доходов при соответствующих выплатах по облигациям. НДЦ подготавливает и направляет эмитенту для утверждения расчет доходов и налогов с доходов по облигациям, определяя и учитывая налоговую категорию, полученные и направленные эмитенту документы, предоставляющие налоговые льготы владельцу облигаций. На основании такого расчета и после утверждения его эмитентом впоследствии эмитентом и НДЦ производятся выплаты по облигациям.

В настоящее время НДЦ рассматривает возможность оказания эмитенту дополнительно к услуге платежного агента услуги по исполнению функций представителя эмитента по удержанию и перечислению налогов в бюджет Российской Федерации при выплате доходов по соответствующему выпуску облигаций.

В соответствии со ст. 816 Гражданского кодекса Российской Федерации и ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ владелец облигации имеет право на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации (или иного имущественного эквивалента), а также фиксированного в ней процента от номинальной стоимости. Отсюда следует, что суммы в погашение облигаций и суммы купонного дохода выплачиваются в результате отношений, возникающих между эмитентом облигаций и их владельцами, т. е. источником выплаты (налоговым агентом) является эмитент облигаций, а платежный

агент скорее выступает посредником при выплате доходов.

Здесь следует отдельно упомянуть, что действующее законодательство о налогах и сборах Российской Федерации к тому же не содержит регламентации порядка исполнения обязательств уполномоченным представителем налогового агента. На настоящий момент эта услуга пока не может быть предложена эмитентам, но работа в этом направлении ведется и представляется НДЦ перспективной.

НДЦ не только самостоятельно, но и совместно с ПАРТАД пытается получить разъяснения на вопросы, возникающие при исполнении функций уполномоченного представителя налогового агента-эмитента. Возможно, что для достижения положительного результата необходимо внести ряд предложений по внесению изменений в действующее законодательство — в законы «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», в Налоговый кодекс Российской Федерации.

После прояснения вопроса НДЦ сможет приступить к разработке технологических схем взаимодействия в зависимости от индивидуальных потребностей различных типов клиентов и различных видов ценных бумаг, а также к реализации услуги по осуществлению указанных функций.

НДЦ планирует проработать все схемы эффективной системы распределения и выплаты доходов при оказании эмитенту дополнительной услуги и подготовить предложения по системе тарифов НДЦ за услуги по исполнению функций представителя налогового агента при выплате доходов по выпуску облигаций. ■



Татьяна Огнева

начальник отдела корпоративных действий и связей
с эмитентами депозитария АКБ «РОСБАНК»



Александр Мещеряков

ведущий специалист отдела корпоративных действий
и связей с эмитентами депозитария АКБ «РОСБАНК»

МАЛЕНЬКИЕ ТРАГЕДИИ БОЛЬШОЙ РЕОРГАНИЗАЦИИ, ИЛИ ПРОЦЕДУРА РЕОРГАНИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ ГЛАЗАМИ СПЕЦИАЛИСТОВ *CORPORATE ACTIONS*

Суша теория, мой друг,
А древо жизни пышно зеленеет...
Гете «Фауст»

РЕОРГАНИЗАЦИЯ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ СПЕЦИФИЧЕСКИЙ СПОСОБ ПРЕКРАЩЕНИЯ ДЕЙСТВУЮЩИХ И ОБРАЗОВАНИЯ НОВЫХ ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ (КРОМЕ СЛУЧАЕВ РЕОРГАНИЗАЦИИ В ФОРМАХ ПРИСОЕДИНЕНИЯ И ВЫДЕЛЕНИЯ), ВЛЕКУЩИЙ ПЕРЕХОД ПРАВ И ОБЯЗАННОСТЕЙ ОТ РАНЕЕ ДЕЙСТВОВАВШИХ ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ К ВНОВЬ ВОЗНИКАЮЩИМ. РЕОРГАНИЗАЦИЯ — ПРОЦЕСС МНОГООРУПЕНЧАТЫЙ, ЗАТРАГИВАЮЩИЙ ВСЕ СФЕРЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РЕОРГАНИЗУЕМОЙ КОМПАНИИ. ПРОЦЕСС РЕОРГАНИЗАЦИИ НАСЧИТЫВАЕТ НЕМАЛОЕ КОЛИЧЕСТВО УЧАСТНИКОВ, ПРИ ЭТОМ ОСНОВНЫМ ДЕЙСТВУЮЩИМ ЛИЦОМ ВЫСТУПАЕТ АКЦИОНЕР РЕОРГАНИЗУЕМОЙ КОМПАНИИ. ИМЕННО ОН (АКЦИОНЕР) В 99% СЛУЧАЕВ ЯВЛЯЕТСЯ ЛИЦОМ, ПРЯМО ЗАИНТЕРЕСОВАННЫМ В УСПЕШНОМ ЗАВЕРШЕНИИ ПРОЦЕДУРЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ И ДОСТИЖЕНИИ ЦЕЛЕЙ, РАДИ КОТОРЫХ ПОСЛЕДНЯЯ БЫЛА ПРЕДПРИНЯТА. АКЦИОНЕР ДАЛЕКО НЕ ЕДИНСТВЕННЫЙ УЧАСТНИК ЭТОГО СЛОЖНОГО ПРОЦЕССА, ЧТО ДАЕТ НАМ ПРАВО РАССМАТРИВАТЬ РЕОРГАНИЗАЦИЮ КАК СОВОКУПНОСТЬ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ, ЮРИДИЧЕСКИХ И ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ ПРОЦЕДУР, НАПРАВЛЕННЫХ НА ПРЕОБРАЗОВАНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ СТРУКТУРЫ СИСТЕМЫ СОБСТВЕННОСТИ, ПРОИЗВОДЯЩЕЕСЯ С РАЗЛИЧНЫМИ ЦЕЛЯМИ¹.

В Гражданском кодексе выделено пять форм реорганизации, а именно: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование.

При слиянии каждое из объединяющихся юридических лиц прекращает деятельность, его права и обязанности переходят к вновь образованному юридическому лицу.

Присоединение предполагает, что одно юридическое лицо прекращает деятельность и его права и обязанности переходят к другому, уже существующему

¹ Реорганизация все более часто предлагается к использованию топ-менеджерами компаний в качестве действенного инструмента для решения целого комплекса задач, таких как: построение высокоэффективных холдинговых систем с жестким правовым контролем над всеми составляющими бизнеса; правовое обеспечение процесса расширения и диверсификации бизнеса как закономерное следствие экспансии бизнеса на новых рынках и территориях; оптимизация бизнес-процессов, аккумулирование «рабочих» активов и освобождение предприятий от «балласта»; защита имущественных интересов владельцев бизнеса и повышение правовой защищенности бизнеса; интеграция ресурсов различных компаний в целях реализации совместных проектов; изменение организационно-правовой составляющей бизнеса с целью оптимизации налогообложения и финансовых потоков.



юридическому лицу. Его статус не изменяется, для него решение о реорганизации фактически означает согласие принять обязательства присоединяемой организации и внесение соответствующих изменений в устав.

Различие между разделением и выделением состоит в том, что при разделении одна организация прекращает деятельность и на ее базе создается несколько новых юридических лиц, а при выделении на базе структурных единиц основной организации образуются новые юридические лица, но сама она продолжает существовать.

При преобразовании юридическое лицо одной организационно-правовой формы прекращает деятельность, а вместо него образуется новое юридическое лицо другой организационно-правовой формы. Никаких количественных изменений участников гражданского оборота не происходит. Все права и обязанности организации, прекратившей деятельность, переходят к одному правопреемнику.

Преобразование является наиболее распространенной формой реорганизации. Коммерческие организации не могут преобразовываться в некоммерческие, общества с ограниченной ответственностью и акционерные общества — в товарищества или государственные предприятия.

В экономико-правовом отношении в процессе реорганизации принято выделять три основных блока процедуры:

- финансовый (составление реорганизационных балансов, оптимизация активов и пассивов, вопросы финансового правопреемства);
- структурный (преобразование корпоративной и владельческой структуры);
- организационно-правовой (юридические процедуры и технологии реорганизации).

Поскольку далее речь пойдет об узкоспециализированной области, а именно **о вопросах отражения в системе учета прав на ценные бумаги предприятий, появившихся в процессе реорганизации**, финансовые и управленческие аспекты данного сложного процесса оставим в стороне.

Сосредоточим свое внимание на последних этапах столь сложного и длительного процесса. Внесение изменений в единый реестр юридических лиц рассматривается как заключительный этап реорганизации, однако это не совсем верно. Данное событие, являясь формальным завершением процесса реорганизации для стороннего наблюдателя, лишь откры-

вает цепь последовательных действий в учетных институтах. В СМИ появляется сообщение о регистрации нового юридического лица, возникшего в результате реорганизации, экономические издания рассуждают о преимуществах реорганизации и обсуждают новых руководителей вновь образованных компаний. «Учетная кухня» этого сложного многоступенчатого процесса редко становится предметом внимания широкой общественности, однако и в этом, на первый взгляд малоинтересном и «зарегламентированном» процессе, не все так примитивно и просто.

Согласно «Закону о рынке ценных бумаг» право собственности на ценные бумаги устанавливается учетной записью на лицевом счете в реестре акционеров общества. А если учет осуществляется в депозитарии, то записью по счету депо².

Коммерческая организация считается реорганизованной с момента государственной регистрации вновь возникших коммерческих организаций. При реорганизации коммерческих организаций в форме присоединения реорганизация считается завершенной с момента внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенной коммерческой организации (п. 4 ст. 57 ГК РФ). Согласно п. 8.3.4. «Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (в ред. Приказов ФСФР РФ от 01.11.05 № 05-58/пз-н, от 12.01.06 № 06-7/пз-н)», «Размещение ценных бумаг юридического лица, созданного в результате слияния, разделения, выделения и преобразования, осуществляется в соответствии с договором о слиянии, решением о разделении, выделении, преобразовании в день государственной регистрации этого юридического лица. Размещение ценных бумаг юридического лица, к которому осуществлено присоединение, осуществляется в соответствии с договором о присоединении в день внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого юридического лица». Иначе говоря, акции считаются размещенными со дня государственной регистрации нового юридического лица (ликвидации присоединяемого), однако далеко не все владельцы акций вновь образованных предприятий смогут в тот же день подтвердить свои права собственности на новые акции.

Согласно п. 8.3.7. «Стандартов» «реорганизуемое юридическое лицо обязано сообщить регистратору, осуществляюще-

му ведение реестра владельцев ценных бумаг этого юридического лица, о факте подачи документов на государственную регистрацию юридического лица, создаваемого в результате такой реорганизации (о внесении в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении своей деятельности), в день подачи документов в орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц.

Юридическое лицо, созданное в результате реорганизации (юридическое лицо, к которому осуществлено присоединение), обязано сообщить регистратору, осуществляющему ведение реестра владельцев ценных бумаг реорганизованного юридического лица, о факте своей государственной регистрации (о внесении записи о прекращении деятельности реорганизованного юридического лица) — в день внесения соответствующей записи в единый государственный реестр юридических лиц».

Таким образом, если для лиц, права на акции которых учитываются непосредственно в реестре, подтверждение прав на акции вновь созданного предприятия происходит день в день с датой размещения акций (регистратор производит начисление акций реорганизованного предприятия на лицевые счета акционеров и зарегистрированных лиц в день регистрации нового юридического лица), то для депонентов ситуация несколько иная. **Для депозитариев нормой является ситуация, при которой в течение определенного периода времени права собственности депонентов на акции предприятия, созданного в результате реорганизации, на счетах депо адекватным образом не отражаются.** Говоря иными словами, с точки зрения учета прав на ценные бумаги, **возможно состояние времени «Х», когда согласно данным депозитарного учета, депонент владеет акциями уже несуществующего предприятия и не владеет акциями вновь образованного (реорганизованного) предприятия.**

В этой связи следует отметить, что ряд юристов, занимающихся вопросами реорганизации и позиционирующихся на рынке в качестве консультантов по вопросам корпоративного права, высказывают предложения по совершенствованию правового регулирования реорганизации предприятий. По мнению последних, нормативно-правовая база реорганизации крайне неоднородна и мозаична, в ней отсутствуют четко види-

² «Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска удостоверяются в системе ведения реестра — записями на лицевых счетах у держателя реестра или в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарии — записями по счетам депо в депозитариях» (Ст. 28 Федерального закона о рынке ценных бумаг).



мая логическая схема процесса и гарантии защиты прав ее участников, и прежде всего акционеров реорганизуемых компаний.

Сложности с отражением прав собственности акционеров (прежде всего депонентов) на акции предприятий, появившихся в результате реорганизации, усиливаются еще и различным подходом регистраторов к вопросам информационного обеспечения номинальных держателей.

Во-первых, действующее законодательство о ценных бумагах не предусматривает обязанности регистратора информировать номинального держателя (и прочих зарегистрированных лиц) о факте реорганизации и произведенных регистратором изменениях по лицевым счетам. Данное утверждение справедливо в отношении всех корпоративных действий. Между тем вменить в обязанности регистратора обязательное информационное уведомление номинального держателя (и доверительного управляющего) о произведенном корпоративном действии является необходимым условием достижения пресловутой информационной прозрачности, о необходимости которой так долго говорили «фондовики». Справедливости ради следует сказать, что ряд регистраторов по собственной инициативе информируют номинальных держателей о произведенных корпоративных действиях (в особенности, если речь идет о реорганизации). К сожалению, данная практика не нашла широкой поддержки у основной массы регистраторов.

Во-вторых, ряд регистраторов, соблюдая требования действующего законодательства, по-разному подходит к вопросу раскрытия информации о проведенном корпоративном действии (в том числе реорганизации). Есть примеры, когда регистратор «реорганизованных» обществ на запрос депозитария о предоставлении выписки по лицевому счету отвечает отказом. Мотивация отказа следующая: согласно п. 3.4.4. «Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг», утвержденного Постановлением ФКЦБ России от 02.10.97 № 27, одним из обязательных реквизитов выписки из реестра является государственный регистрационный номер выпуска ценных бумаг. Однако на момент получения запроса регистратором выпуск еще не прошел процедуру государственной регистрации.

Наличие данного обстоятельства обусловлено положениями ст. 19 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39-ФЗ о размещении ценных бумаг при реорганизации в форме выделения до государственной регистрации их выпуска³. В сложившейся ситуации регистратор считает невозможным предоставление выписки и уведомления о проведенных операциях из реестра в отношении выпуска ценных бумаг, не имеющих государственного регистрационного номера. Вместе с тем, в свободной форме регистратор предоставляет данные об остатке по счету номинального держателя на текущую дату⁴.

Проблема отражения операций реорганизации в данном случае осложняется еще и тем, что деятельность каждого депозитария регламентирована огромным количеством всякого рода документов — регламентов, порядков, условий, инструкций, положений и пр. Стандартным условием практически во всех вышеперечисленных регламентирующих документах является обязательное требование наличия документальных оснований для проведения операции по счетам депо в депозитарии. В отношении проведения глобальных операций начисления акций нового выпуска (акций новой компании) таковым основанием являются выписка по счету из реестра акционеров и справка о проведенных по счету операциях. Подходя формально к данному вопросу, подразделение, отвечающее за проведение корпоративных действий в депозитарии, не имеет права производить операцию, без указанных документальных оснований из реестра акционеров.

Еще одна возникшая проблема: как поступить с акциями предприятия, образованного в результате реорганизации (в нашем случае — выделения), в отношении тех депонентов, которые имели остаток на дату фиксации реестра, но к настоящему моменту вывели свои бумаги и закрыли счета? Вновь открыть без всяких оснований ранее закрытые счета депо депозитарий не имеет права. Возможен вариант подписания депозитарного договора с бывшим клиентом заново и начисления «новых» акций на вновь открытый счет депо. Однако, на практике такая ситуация представляется трудноосуществимой. Одно из решений — начисление акции «выделенного» предприятия на счет для учета ценных бумаг, вла-

делец которых не установлен. Предполагается, что в дальнейшем «бывший» клиент, обладатель нового актива в виде пакета акций предприятия, образованного в результате выделения, обратится в свой «бывший» депозитарий с просьбой перевести бумаги на счет своего нового казначейства либо на свой счет в реестре. Альтернативным вариантом является перевод «новых» акций «бывших» клиентов в реестр с направлением информационного письма регистратору с описанием ситуации и указанием законного собственника. На практике этот вариант не устраивает «бывшего» клиента, так как получение им «новых» акций еще больше затягивается во времени. Складывается мнение, что регистратора и эмитента мало волнует участь «бывших» клиентов номинальных держателей. Таким образом, к сожалению, справедливым остается утверждение, что «спасение утопающих — дело рук самих утопающих», т. е. подтверждение прав на новые акции — забота собственника этих акций.

Данная ситуация — еще одна яркая иллюстрация того, что далеко не все акционеры реорганизуемой компании одновременно станут владельцами акций новых компаний. Суть проблемы в том, что, как уже упоминалось выше, права владельца на ценные бумаги удостоверяет запись по лицевому счету в реестре или по счету депо в депозитарии. В данном случае такой записи нет, следовательно, юридически «вчерашний» клиент депозитария в период выяснения вопроса «куда зачислить новые акции» не может документально подтвердить свое право собственности на ценные бумаги. На практике это означает, что он в течение некоторого времени не сможет реализовать свои права собственника — владеть, пользоваться и распоряжаться данными ценными бумагами. Таким образом, при хранении бумаг в депозитарии, а в особенности в случае смены депозитария, депоненты-акционеры реорганизуемых предприятий рискуют стать заложниками временной «амнезии» учетной инфраструктуры в вопросе подтверждения их прав собственности на «реорганизованный актив». Представляется, что этот вопрос подтверждения прав «бывших» клиентов номинального депозитария требует дополнительных разъяснений со стороны регулирующих органов.

³ Согласно п. 8.2.6. «Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (в ред. Приказов ФСФР РФ от 01.11.05 № 05-58/пз-н, от 12.01.06 № 06-7/пз-н) «документы на государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, размещаемых при реорганизации, должны быть представлены в регистрирующий орган: в течение 1 мес. с даты государственной регистрации юридического лица, созданного в результате слияния, разделения, выделения или преобразования; не позднее 3 мес. с даты утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг юридического лица, к которому осуществляется присоединение».

То есть вновь созданное общество уже зарегистрировано, но акции этого общества еще не прошли процедуру государственной регистрации.

⁴ Авторы статьи ни в коей мере не берутся критиковать действия регистратора. Более того, авторы считают, что регистратор поступил в данной ситуации весьма находчиво. Данный пример лишь иллюстрация несовершенства действующего законодательства и неоднозначности его применения на практике.



Логическим продолжением вышеописанной проблемы является проблема выплаты дивиденда по акциям компаний, появившихся в результате реорганизации. В случае когда на счет номинального держателя поступили дивиденды по «новым» акциям, в том числе по тем, которые согласно учетной системе депозитария находятся на счете «ценные бумаги, владелец которых не установлен», перечисление денежных средств в пользу «бывшего» клиента противоречит нормам и технологии учета. Как следствие — «бывший» владелец свои законные дивиденды получит нескоро, т. е. понесет материальный ущерб в виде недополученной прибыли.

Распространена ситуация, когда реестродержатель не отражает в своем учете и отчетности, предоставляемой зарегистрированным лицам, данные по новым выпускам акций, мотивируя это тем, что соответствующее распоряжение не поступало от эмитента. В то же время, указанный выпуск уже зарегистрирован ФСФР несколькими неделями раньше.

В рамках проблемы информирования зарегистрированных лиц о проведенных корпоративных действиях характерна ситуация, когда операции по начислению акций нового выделенного предприятия, в частности энергетической группы, проведены, и акции находятся на счете номинального держателя в реестре акционеров довольно продолжительное время (до полугода), пока о них случайно или в результате сверки остатков не узнают номинальные держатели.

Встречается также ситуация, когда реестродержатель уведомляет своих за-

регистрированных лиц о проведенном корпоративном действии, предоставляя информацию об операции и новом начисленном и зарегистрированном выпуске акций. Но отразить такую операцию номинальный держатель в своем учете, увы, не сможет, поскольку реестродержатель не выдает информацию о новом счете, открытом номинальному держателю, по причине отсутствия уведомления от ФСФР о регистрации отчета об итогах размещения.

Данные, поступающие с биржевых площадок, долгое время продолжают отражать исключенные из обращения ликвидированные выпуски ценных бумаг, что дезориентирует участников рынка.

Депозитарии в силу своей профессиональной деятельности, в отличие от регистраторов, рассматривают владельцев и номинальных держателей ценных бумаг как клиентов, а не просто как зарегистрированных лиц. На сегодняшнем этапе роль этого звена сложно переоценить. Ведь именно на нем лежит тяжкое бремя сглаживания описанных проблем, быстрого реагирования на изменения в законодательстве и отчетности, отражения операций и улучшения стандартов с учетом опыта зарубежных институтов. Требования учетного бизнеса обязывают депозитарии оперативно представить своим клиентам — держателям ценных бумаг — конечный продукт высшего качества — результат корпоративного действия, будь то выплата дохода или новые акции реорганизованной компании. ■

НДЦ поздравляет с десятилетием

Депозитарий АКБ «РОСБАНК»

Уважаемые коллеги!

Вы работаете в одной из самых уважаемых структур фондового рынка России, опыт работы в Депозитарии Росбанка – одна из лучших рекомендаций в инфраструктуре российского рынка. Мы горды нашим сотрудничеством и ценим Депозитарий Росбанка как надежного партнера.

Поздравляем вас с юбилеем и желаем успешного развития вашему депозитарию и каждому из вас!

**С уважением и признательностью,
коллектив НДЦ**



Борис Перлов

начальник управления депозитарных операций ОАО «МДМ-Банк»

ВНОВЬ О ПРОБЛЕМАХ ИНФОРМАЦИОННОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ И НЕ ТОЛЬКО

Как известно, корпоративные действия включают в себя общие собрания акционеров, выплату доходов по ценным бумагам и иные действия, так или иначе влекущие за собой изменение материального положения собственника — акционера. Безусловно, акционер заинтересован прежде всего в получении объективной информации о предстоящем корпоративном действии и в скорейшем и корректном отражении этого факта в учетных институтах.

О проблемах, связанных с теми или иными корпоративными действиями отдельных эмитентов, и в целом о проблеме проведения корпоративных действий было сказано немало. Опуская вопросы созыва и проведения собраний, а также вопрос начисления и выплаты дохода, хотелось бы остановиться на действиях, связанных с изменением прав собственности на ценные бумаги, а именно на действиях, которые влекут за собой изменение имущественного комплекса прав акционера.

Совершение обществом ряда действий, которые могут привести к фундаментальным корпоративным изменениям, в том числе к изменению прав акционеров, принято называть существенными корпоративными действиями. Существенные корпоративные действия должны сопровождаться максимальной открытостью и прозрачностью. К существенным

корпоративным действиям в первую очередь следует отнести такие действия, как реорганизация общества, приобретение 30% и более размещенных акций общества, которые в значительной степени влияют на структурное и финансовое состояние общества и, соответственно, на положение акционеров. К существенным корпоративным действиям также относятся совершение крупных сделок и сделок, в проведении которых имеется заинтересованность, уменьшение или увеличение уставного капитала, внесение изменений в устав общества и ряд других вопросов, решение которых принципиально для общества. Сузив круг вопросов, хотелось бы обозначить такие действия, как реорганизация акционерных обществ.

Реорганизация общества в целом является одним из средств повышения эффективности корпоративного управления, в чем акционеры общества заинтересо-

ваны. В то же время в результате реорганизации интересы акционеров могут и пострадать. Так, отдельные акционеры рискуют утратить имеющуюся у них возможность влиять на управление обществом, а ликвидность акций общества и их рыночная стоимость могут снизиться. Поэтому весь комплекс мероприятий и все действия эмитента и его агентов должны быть обусловлены прежде всего **интересами акционеров**.

Вопросы выделения новых обществ из состава существующего, создание нового общества на базе нескольких обществ, прекращение деятельности (ликвидация) общества — это вопросы, к которым хотелось бы привлечь внимание коллег по цеху и СРО.

Как правило, вследствие проведения реорганизаций основные проблемы возникают у так называемых миноритариев. **Миноритарные акционеры**, или минори-



тари, — владельцы незначительного количества акций от общего объема эмиссии. Для данной группы инвесторов целью приобретения акций является исключительно арбитражный интерес. Эта категория акционеров не принимает активного участия в деятельности эмитента, не столь пристально обращает внимание на корпоративные события, как, скажем, институциональные инвесторы. Например, вопросы, не имеющие прямого либо косвенного влияния на капитализацию обществ, такие как состав ревизионной комиссии или выбор аудитора, не являются для миноритариев зоной пристального внимания. Напротив, **сведения о деятельности эмитента, прямо или косвенно влияющие на стоимость акций, являются жизненно необходимыми.** Следует при этом понимать, что такая необходимость возникает при принятии **инвестиционных решений**, следовательно, потребность в сведениях возникает циклически, время от времени. Было бы удивительно, если бы миноритарии выделяли вопросу накопления и хранения информации значительное время. Заинтересованность такого инвестора заключается в оперативном, полном и достоверном получении информации.

Так как деятельность арбитражера направлена на извлечение максимального дохода от инвестиций в ценные бумаги, то первостепенным является фактор возможности начала торгов с новыми выпусками ценных бумаг, возникающими так или иначе на основе базового (первоначального) актива. Сведения о зачислении нового актива на счет инвестора, о доступности актива к торгам должны быть доступны без временного лага, по факту отражения операций в учетных системах.

Основу клиентской базы депозитария и составляют миноритарные акционеры. Именно миноритарии наиболее остро сталкиваются с трудностями на всех этапах проведения реорганизации. У клиента депозитария возникают всевозможные проблемы, начиная с вопросов учета и отражения в собственном балансе действий, связанных с реорганизацией обществ, налоговых последствий, а также, что наиболее важно, проблемы с вопросами принятия инвестиционных решений. Профучастники, обслуживающие клиента, должны обеспечить его всеми необходимыми материалами о такого рода корпоративных действиях. На сегодняшний день профучастники в целом и депозитарии в частности имеют трудности с получением качественного информационного материала, причем однозначного и официального.

С чем сталкиваются владельцы акций при реорганизации обществ? Преж-

де всего существует масса аспектов, связанных **с условиями проведения реорганизаций**, т.е. условиями, которые будут определять балансовую и рыночную стоимость активов новых обществ, полученных в результате реорганизации старых (или первичных). Здесь, безусловно, важно, чтобы эмитент довел до сведения как действующих акционеров, так и потенциальных инвесторов **полную информацию о предстоящем факте реорганизации.**

Эта информация должна быть представлена на доступных широкому пользователю носителях. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» предписывает предоставлять информацию и определяет четкий формат формирования предоставления и собственно раскрытия. Казалось бы, нет никаких вопросов, которые могут возникнуть у пользователя информации. Однако ситуация в действительности не столь безоблачна. Требования норматива предписывают эмитенту надлежащим образом, в зависимости от того или иного факта деятельности эмитента, размещать сведения о данных фактах на тех или иных информационных носителях. Да, эти сведения размещаются, но есть ли широкодоступный архив информации? Его нет. Так, если не удалось своевременно отследить момент размещения информации, то интернет-издания помещают ранее открытую информацию в архив, и поиск этого архива требует немалого времени. Как правило, архивные сведения предоставляются исключительно зарегистрированным на данных интернет-изданиях пользователям и на возмездной основе. Нет смысла говорить об удобстве использования информации, некогда размещенной в печатных изданиях. Тираж газеты в данном случае не имеет принципиального значения — информация прошла, и архив, из которого эту информацию можно было бы почерпнуть, практически недоступен. Следующий момент — создание архива информации интернет-информагентствами нередко сопровождается созданием некоего сжатого экстракта из ранее предоставившейся информации. В данном случае для пользователя может стать недоступной информация, имеющая исключительную важность.

Существующая практика предоставления и раскрытия информации эмитентом, во-первых, не дает пользователю этой информации возможности получить ее из единого источника и вынуждает тратить значительный ресурс на поиск детальной информации. К тому же, информация,

распространяемая различными информационно-аналитическими ресурсами противоречива и не всегда исчерпывающе полна. Вот почему вопрос о централизованном «хранилище» такой информации является достаточно важным. На существующий момент такого «хранилища» не существует.

Возможно, при создании Центрального депозитария РФ было бы разумным именно ему поручить получать, обрабатывать и хранить централизованно информацию такого рода. Безусловно, такая работа потребует от Центрального депозитария значительного ресурса. Вполне оправданно было бы такую информацию предоставлять пользователям на коммерческой основе. Таким образом, Центральный депозитарий будет мотивирован к качественной работе, а пользователю информации будут гарантированы полнота и качество предоставляемой услуги. С другой стороны, **на эмитента должна быть наложена обязанность**, подкрепленная существенной имущественной ответственностью (штрафами как на юрицию, так и на непосредственных исполнителей эмитента) за неполное и/или ненадлежащее раскрытие информации о предстоящем событии. И здесь, конечно, можно предположить **поле деятельности для регулятора.**

Итак, информационный голод есть одна из наиболее наболевших проблем на рынке ценных бумаг, причем голод на четкую, лаконичную информацию.

Наверное, проходящая ныне реорганизация РАО «ЕЭС России» станет действительно эпохальным событием, причем эпохальность будет обусловлена не только размахом преобразований, но и грандиозностью проблем, с которыми столкнулись и акционеры, и обслуживающие их профучастники. Наиболее серьезной, помимо информационной, является **проблема зачисления/списания акций реорганизуемых обществ.** Здесь необходимо отметить сложности, вытекающие из анахроничного способа ведения дел регистраторами. Исключительно бумажный документооборот (за редким на сегодняшний день исключением) и сроки обработки операций в регистраторах стали притчей во языцех. Использование почты как способа сбора и рассылки информации приводит к длительным срокам доставки и сбора корреспонденции, а также несет в себе риски утраты и несанкционированного использования информации. Так, те депозитарии, которые географически удалены от того или иного регистратора, рискуют получить информацию о зачислении/списании выпусков с опозданием до 1 календарного месяца. Как



следствие, депонент получит отчет о списании/зачислении с аналогичной задержкой. Нередкими являются казусы, когда депонент, имея счета в различных учетных системах по бумагам одного эмитента, получает подтверждения (отчеты) из учетных систем с существенным разрывом по времени. С точки зрения требований законодательно-нормативной базы обращение ценных бумаг невозможно до регистрации отчета об итогах размещения. Предоставление пользователям документально подтвержденных сведений о фактах регистрации отчетов сопряжено с теми же сложностями, что и размещение ценных бумаг. Фактически для собственника отсутствие возможности распорядиться имуществом своевременно влечет за собой **риски финансовых потерь**.

Да, установить в обязательном порядке систему ЭДО со всеми владельцами ценных бумаг является непосильной, да и не нужной задачей, однако номинальные держатели должны обязательно быть участниками общей электронной сети взаимодействия, позволяющей оперативно обмениваться электронными документами с регистраторами. Иначе одно юридическое лицо, являющееся депонентом, скажем, двух различных депозитариев, по одному и тому же активу будет отражать в собственном балансе зачисление/списание акций с разрывом по вре-

мени. И этот нонсенс будет существовать до тех пор, пока система ЭДО не станет основной на РЦБ в России как для импорта/экспорта информации, так и для передачи распорядительных документов в систему ведения реестра.

На сегодняшний день депозитарии вынуждены создавать в составе своих подразделений структуры, занимающиеся сбором, обработкой и передачей информации о корпоративных действиях. В задачи этих подразделений входят исключительно сбор, обработка и хранение сведений о корпоративных действиях эмитентов. Именно в задачи этих подразделений входит предоставление информации клиенту/депоненту. Полагаю, что такая необходимость для депозитариев является вынужденной, и в данном случае предпочтительным для депозитария являлось бы использование услуг единого аутсорсера. Сегодня из-за неразвитости инфраструктуры информационного взаимодействия эффективность этих внутридепозитарных структур в основном обусловлена числом сотрудников, проводящих настоящие расследования. Вряд ли данный момент способствует снижению себестоимости депозитарного обслуживания.

Схожие проблемы возникают при отражении учетными институтами операций консолидации, дробления и конвертации выпусков ценных бумаг.

Дополнительно и особо хотелось бы отметить **проблему с отражением в учетной системе факта ликвидации общества и, как следствие, аннулирования выпусков ценных бумаг**. Ликвидация обществ вследствие несостоятельности/банкротства есть огромная проблема для номинальных держателей и их клиентов. Как известно, ликвидируемое общество вряд ли потратится на рассылку информации всем заинтересованным лицам. Часто на РЦБ депозитарий сталкивается с проблемой следующего характера: проводя регулярную сверку остатков по НОСТРО-счетам, депозитарий запрашивает в вышестоящих учетных системах подтверждение своих остатков, и в случае ликвидации эмитента получить своевременно информацию просто не возможно. Так, получив ответ от регистратора, депозитарий может получить информацию следующего содержания:... отказ в предоставлении информации по причине ... ведение реестра общества... регистратором... не осуществляется с такого-то числа. В таком случае депозитарий должен получить информацию о новом реестродержателе и написать новый запрос с просьбой о предоставлении сведений об адресе и наименовании нового регистратора. И вот в очередной раз, выдержав положенные сроки на обработку информации, регистратор сообщает, что общество ликвидировано такого-то числа. За-



КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Барышникова Наталья

генеральный директор ООО «ЦДФ»

Повышенный интерес к реорганизациям компаний со стороны профессиональных участников и инвесторов обусловлен зависимостью рынка ценных бумаг от степени информированности всех участников процесса.

Информационную составляющую процесса реорганизации условно можно разделить на две части: обязательную и необязательную. Обязательная часть обусловлена требованиями действующего законодательства, в соответствии с которыми общество обязано раскрывать информацию о реорганизации и регистрировать проспекты эмиссии ценных бумаг вновь создаваемых обществ. Необязательная информация предоставляется обществом самостоятельно, по своему выбору, порядок ее предоставления и объемы не регламентированы и зависят в первую очередь от степени открытости такого общества, наличия в обществе понимания потребностей рынка и внутренних ресурсов, прежде всего человеческих, способных предоставить информацию в срок, в необходимом объеме и в удобной форме.

В настоящее время у рынка ценных бумаг существует потребность:

- в полных сведениях об условиях реорганизации общества, включая сроки и условия конвертации ценных бумаг. Такая информация может быть дополнительно представлена в разрезе плановых и фактических дат;
- в полных сведениях о реорганизуемых и вновь создаваемых обществах, включая актуальную бухгалтерскую отчетность, разделительные балансы, сведения о стоимости чистых активов.

В части повышения информированности рынка о происходящих процессах особую роль играют профессиональные участники, непосредственно взаимодействующие с эмитентами, такие как биржи и регистраторы, а также расчетные депозитарии, создающие дополнительные ресурсы и накапливающие сведения о происходящих изменениях в части реорганизованных и реорганизуемых обществах.

Например, одними из первых на потребности рынка откликнулись компании Группы ММВБ, предложив в конце января 2005 г. в свободном доступе на интернет-сайте биржи раздел «Реформирование АО-Энерго», консолидирующий основную информацию о процессах, связанных с реорганизацией компаний энергетической отрасли. В силу действующих законодательных норм регистраторы, осуществляющие ведение реестра владельцев ценных бумаг реорганизуемых обществ, не обязаны доводить до сведения владельцев ценных бумаг информацию о процессах, происходящих в таких обществах. Однако активная позиция регистраторов, выраженная в своевременном предоставлении по собственной инициативе и на основании запросов зарегистрированным лицам необходимых данных, в организации работы собственного интернет-сайта в части раскрытия событий общества, во внедрении электронного документооборота, существенно поможет владельцам ценных бумаг получать полную и своевременную информацию о реорганизации.



просив и получив документ, подтверждающий ликвидацию общества и внесение необходимых регистрационных данных, депозитарий наконец может произвести списание аннулированных выпусков. Ситуацию можно было бы назвать комичной, однако такое положение вещей ведет к нарушению прав депонента и несет для него определенные налоговые и иные последствия из-за несвоевременного получения документально подтвержденной информации. Причиной же является следующее: так как регистратор материально не мотивирован к рассылке подобного рода сведений/отчетов, то, возможно, разумным было бы пересмотреть вопрос деятельности регистратора в этом направлении и более четко нормативно закрепить его обязанности.

Корпоративные действия, вследствие которых происходят консолидация/дробление/конвертация акций, на сегодняшний день не достаточно хорошо отрегулированы с точки зрения предоставления информации акционеру, так и получения документальных подтверждений непосредственно владельцами. Вследствие этой «неурегулированности» на РЦБ присутствуют следующие негативные моменты:

- проведенная в системе ведения реестра инвентарная операция по зачислению/списанию выпусков становится доступной депозитарию только с задержкой от нескольких дней до нескольких недель;

- задержка предоставления информации о регистрации итогов размещения выпусков по сроку также может доходить до недели и более.

Все это не только противоречит логике рынка, но и идет вразрез с требованиями законодательно-нормативной базы, влечет за собой прямое нарушение прав владельца на распоряжение имуществом.

Повсеместное внедрение ЭДО в цикле «регистратор—депозитарий—депонент» снимает означенные проблемы, так как все изменения в учетных регистрах становятся доступными в режиме реального времени. Риск нарушения прав инвестора становится незначительным.

Все вышесказанное позволяет сделать следующие выводы.

Отсутствие электронного взаимодействия депозитариев с регистраторами тормозит прохождение операций в учетных системах, ведет к неповоротливой, громоздкой и дорогостоящей инфраструктуре, что по-прежнему является барьером для многих потенциальных инвесторов и

заставляет искать иные способы инвестирования свободных и/или инвестиционных средств.

Введение в действие института центрального депозитария, укрупнение регистраторов, повсеместное использование профучастниками ЭДО позволит решить многочисленные проблемы РЦБ, включая проблемы, обозначенные в данной статье. ■

ПРЕСС-РЕЛИЗ

Банк России принял решение о госрегистрации АКБ «Национальный клиринговый центр»

Центральный банк Российской Федерации 20 апреля 2006 г. принял решение о государственной регистрации Акционерного коммерческого банка «Национальный Клиринговый Центр» (НКЦ), сообщает пресс-центр Группы ММВБ. По словам президента ЗАО ММВБ Александра Потемкина, это решение является важным шагом на пути реализации уже в этом году программы перевода в НКЦ клирингового обслуживания по сделкам, совершаемым на организованных рынках ММВБ.

После внесения уполномоченным регистрирующим органом в соответствии с Федеральным законом «О государственной регистрации юридических лиц» записи о создании (государственной регистрации) Акционерного Коммерческого банка «Национальный Клиринговый Центр» (Закрытое акционерное общество) в Единый государственный реестр юридических лиц и оплаты уставного капитала НКЦ Банком России будет выдана лицензия на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте.

АКБ «Национальный клиринговый центр» (ЗАО) был учрежден в октябре 2005 г. с уставным капиталом, равным 235 млн руб. Его учредителями стали ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (98% уставного капитала) и Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (2%). К началу клирингового обслуживания уставный капитал планируется увеличить до 700 млн руб.

Предполагается, что ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр» будет специализироваться на клиринговой деятельности на биржевых и внебиржевых рынках, включая определение и расчет обязательств участников клиринга, осуществление зачета этих обязательств и организацию исполнения обязательств по сделкам в соответствии с законодательством Российской Федерации. Новая структура призвана обеспечить формирование соответствующей системы управления рисками расчетно-клиринговой инфраструктуры российского финансового рынка в условиях отказа от 100% депонирования средств участников, а также внедрение механизма центральной стороны по сделкам. Эти задачи будут выполняться на основе единой технологической платформы ММВБ, которая в перспективе будет серьезно модернизирована.

ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр» станет первой в России специализированной клиринговой кредитной организацией, которая будет обеспечивать проведение централизованного клиринга на организованном рынке капиталов. В 2006 г. планируется начать клиринговое обслуживание валютного рынка, рынка государственных ценных бумаг и денежного рынка. В дальнейшем планируется перевод фондового рынка ММВБ на клиринговое обслуживание в ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр», а также организация клиринга по внебиржевым сделкам.



Алла Вавилова

заместитель директора по работе с эмитентами ЗАО «Реестр А-Плюс»

КТО ПОЛУЧИТ АКЦИИ ПРИ РЕОРГАНИЗАЦИИ

Прошедший год был периодом активного реформирования электроэнергетической отрасли путем реорганизации региональных АО-энерго в форме выделения. Мы как регистратор, участвующий в решении вопросов, связанных с подготовкой собраний акционеров реорганизуемых обществ, размещением акций, созданных в процессе выделения акционерных обществ, и формированием их реестров акционеров, столкнулись с рядом вопросов, не урегулированных действующим законодательством. Настоящая статья посвящена одной из таких проблем — отсутствию в законодательстве указаний, на какую дату должен определяться состав акционеров в реорганизуемом обществе, которые будут иметь право на получение акций в создаваемом при выделении акционерном обществе.

В соответствии со ст. 19 ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — ФЗ «Об АО») и п. 8.7.1 «Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг», утвержденных Приказом ФСФР от 16 марта 2005 г. № 5-04/пз-н (далее — Стандарты эмиссии ценных бумаг), при реорганизации акционерного общества в форме выделения акции создаваемого в результате выделения общества могут размещаться тремя способами:

- конвертация акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества;

- распределение акций создаваемого общества среди акционеров реорганизуемого общества;

- приобретение акций создаваемого общества самим реорганизуемым обществом.

Акции можно размещать одним из перечисленных способов либо несколькими из них в любом сочетании.

Размещение акций при выделении путем конвертации в настоящее время практически не используются. Наиболее распространенными являются два других способа, используемые и в ходе реформирования АО-энерго, проводимого РАО «ЕЭС России».

Приобретение акций создаваемого в результате выделения общества самим реорганизуемым обществом вопросов не вызвало.

В случае распределения акций создаваемого общества среди акционеров реорганизуемого общества возникли разногласия, не урегулированные действующим законодательством. Разногласия выразились в определении даты составления списка акционеров реорганизуемого общества, имеющих право на распределение акций создаваемого общества.

В связи с тем что выделение осуществляется не в один день, состав акционеров реорганизуемого общества и количество акций, принадлежащих им, с даты начала процедуры реорганизации до даты завершения реорганизации может меняться. Поэтому возникает вопрос: на какую дату должны определяться состав акционеров и количество принадлежащих им акций реорганизуемого общества в целях распределения акций создаваемого общества? Ни ФЗ «Об АО», ни Стандарты эмиссии ценных бумаг прямого ответа на этот вопрос не дают.

При реорганизации в форме выделения можно определить несколько **ключе-**

вых дат, которые потенциально могут быть такими датами (см. рисунок):

1) дата составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании акционеров по вопросу о реорганизации общества в форме выделения;

2) дата принятия общим собранием акционеров решения о реорганизации в форме выделения;

3) дата составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров создаваемого в процессе выделения акционерного общества;

4) дата проведения общего собрания акционеров создаваемого в процессе выделения акционерного общества;

5) дата размещения акций, созданного в процессе выделения общества.

Сразу надо отметить, что в соответствии с п. 8.7.2 Стандартов эмиссии ценных бумаг размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате выделения, путем распределения среди акционеров реорганизуемого акционерного общества — владельцев акций одной категории (типа) должно осуществляться **на одинаковых условиях**. Среди прочих условий для всех акционеров, среди которых размещаются акции, дата, на которую определяется со-



став акционеров реорганизуемого общества, имеющих право на распределение акций создаваемого общества, в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций соответствующей категории (типа), должна быть единой.

Следовательно, нельзя для одних акционеров определить такой датой — дату размещения акций, а для других — например, дату принятия решения о реорганизации.

На практике, как правило, состав акционеров реорганизуемого общества, среди которых распространяются акции при выделении, определяют на дату размещения акций созданного в процессе выделения общества, т. е. на дату государственной регистрации создаваемого общества. В этом случае дата размещения акций совпадает с датой, на которую определяется состав акционеров реорганизуемого общества, которые имеют право получить размещаемые акции в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в реорганизуемом обществе.

Но были случаи, когда решением о выделении состав акционеров реорганизуемого общества, имеющих право получения размещаемых акций создаваемого общества, определялся на дату принятия общим собранием акционеров решения о реорганизации в форме выделения. В этом случае дата размещения акций и дата, на которую определяется состав акционеров реорганизуемого общества, которые имеют право получить размещаемые акции в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в реорганизуемом обществе, не совпадали. Это вызвало недовольство некоторых инвесторов, приобретших акции после даты принятия решения о реорганизации и рассчитывающих получить акции создаваемого общества. Обосновано ли такое недовольство и имело ли место нарушение законодательства?

Проанализируем каждую из перечисленных дат в целях обоснования ее выбора для определения состава акционеров реорганизуемого общества, среди которых будут распределяться акции создаваемого общества.

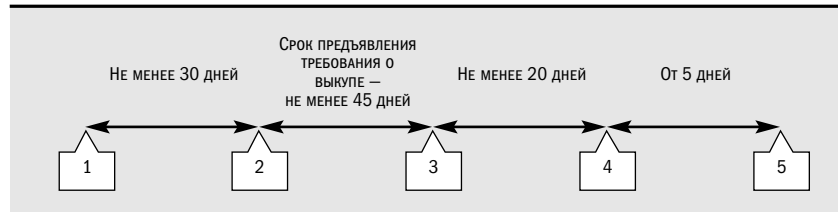
Обоснование применения даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров по вопросу о реорганизации общества в форме выделения, для определения состава акционеров, получающих акции создаваемого общества вытекает из статей ФЗ «Об АО», защищающих права акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании по вопросу о реорганизации акционерного об-

щества. В соответствии с п. 1 ст. 75 ФЗ «Об АО» акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, имеет право требовать выкупа принадлежащих ему акций. Пунктом 2 статьи определено, что список лиц, имеющих право требовать выкупа обществом принадлежащих им акций, составляется на основании данных реестра акционеров общества на день составления списка акционеров общества, имеющих право на участие в общем со-

брании как дата, на которую определяется состав акционеров и количество принадлежащих им акций для целей распределения акций созданного при выделении общества, вполне обоснована.

Но защищены ли при этом права всех акционеров? Например, у акционера, голосовавшего против принятия решения о реорганизации общества, на дату составления списка было 10 акций, а на дату проведения собрания стало 15 акций. В соответствии с п. 2 ст. 57 ФЗ «Об АО» в случае передачи ак-

КЛЮЧЕВЫЕ ДАТЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ БЫТЬ ДАТОЙ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СОСТАВА АКЦИОНЕРОВ РЕОРГАНИЗУЕМОГО ОБЩЕСТВА, ИМЕЮЩИХ ПРАВО НА ПОЛУЧЕНИЕ АКЦИЙ СОЗДАВАЕМОГО АО



брани акционеров, повестка дня которого включает вопрос о реорганизации общества.

В соответствии с абз. 3 п. 3 ст. 19 ФЗ «Об АО» «...каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате выделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе, пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества». Законом не установлено, на какую дату в этом случае определяется количество акций, принадлежащих акционеру, голосовавшему против или не принимавшему участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества.

По аналогии со ст. 75 можно предположить, что число принадлежащих такому акционеру ценных бумаг реорганизуемого общества должно определяться на день составления списка акционеров общества, имеющих право на участие в общем собрании акционеров. Тогда, в соответствии с п. 8.7.2 Стандартов эмиссии ценных бумаг и акционерам, голосовавшим за принятие решения по вопросу о реорганизации общества, и воздержавшимся от голосования надо распределять акции создаваемого при выделении общества пропорционально числу акций, принадлежащих им на ту же дату.

Таким образом, дата составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании акционеров по вопросу о реорганизации общества в форме выделения, утвержденная решением о реорганиза-

ции после даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, и до даты проведения общего собрания акционеров лицо, включенное в этот список, обязано выдать приобретателю доверенность на голосование или голосовать на общем собрании в соответствии с указаниями приобретателя акций. Следовательно, акционер имеет возможность голосовать против всеми принадлежащими ему 15 акциями. Но тогда почему в п. 2 ст. 75 ФЗ «Об АО» его право требовать выкупа акций ограничено 10 акциями? Ущемление прав акционера, оправданное законом? Надо сказать, что иски по такому поводу предъявлялись в суд. Но арбитражные суды со ссылкой на п. 2 ст. 75 ФЗ «Об АО» отказывали истцам в удовлетворении иска. Будет ли аналогичным решение суда, если иск предъявит акционер, голосовавший против принятия решения о реорганизации общества и получивший акции созданного общества в количестве, пропорциональном числу акций, принадлежащих ему не на дату принятия решения, а на дату составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании?

На наш взгляд, распределение акций создаваемого в процессе выделения акционерного общества акционерам, голосовавшим против или не принимавшим участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, пропорционально количеству принадлежащих им акций реорганизуемого общества по состоянию на дату составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании акционеров, может ущемить права таких акционеров. Поэтому более оправдано раз-



мещение акций создаваемого общества в количестве, пропорциональном количеству акций, принадлежащих акционерам реорганизуемого общества на дату принятия решения о реорганизации. В этом случае акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества, могут потребовать выкупа акций, принадлежащих им на дату составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании акционеров по вопросу о реорганизации общества. А если ими были приобретены акции после даты составления списка, то на такие акции они будут получать акции каждого из созданных в процессе реорганизации обществ. Следовательно, права, определенные законом для этой категории акционеров, полностью выполняются.

Если в соответствии с п. 8.7.2 Стандартов эмиссии ценных бумаг остальным акционерам реорганизуемого общества распределять акции по состоянию на дату принятия решения, то формально все требования закона будут выполняться. Но соблюдаются ли права всех акционеров — владельцев акций реорганизуемого общества? Наше мнение — нет.

Например, наследники, на счет которых акции поступили после даты принятия решения о реорганизации, в этом случае не получают акции создаваемого общества. Акции получают наследодатели, числившиеся в реестре на дату принятия решения. Что же после этого следует делать наследникам: повторно обращаться к нотариусу? А ведь согласно ст. 1112 ГК РФ в состав наследства включены принадлежавшие наследодателю на день открытия наследства вещи, иное имущество, в том числе имущественные права и обязанности. В данном случае возможна ситуация, когда акции поступят на счет наследодателя после его смерти.

Две следующие ключевые даты, скорее всего, использоваться для определения состава акционеров создаваемого общества не будут. Хотя доля логики в их использовании есть.

Если общее собрание акционеров создаваемого в процессе выделения акционерного общества рассматривать как учредительное собрание, тогда дату проведения собрания или дату составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров создавае-

мого в процессе выделения акционерного общества, можно установить датой, определяющей состав акционеров создаваемого общества. Другого обоснования применения этих дат в целях распределения акций в законе не просматривается.

И последняя из ключевых дат — это часто используемая дата размещения акций созданного в процессе выделения общества.

Обоснование использования этой даты можно косвенно установить на основании п. 8.3.4¹ и 8.7.2² Стандартов эмиссии ценных бумаг.

Пунктом 8.3.4 определена дата размещения акций, а п. 8.7.2 — кому и на каких условиях распределяются акции. Как видно, акции распределяются акционерам — владельцам акций реорганизуемого общества. Но акционеры, являющиеся владельцами акций на одну из четырех ранее определенных дат, могут не быть владельцами акций реорганизуемого общества на день размещения акций создаваемого общества. И только распределение акций среди акционеров реорганизуемого общества, определенных на дату размещения акций создаваемого общества, гарантирует соблюдение этого условия.

Соблюдение прав акционеров при этом более полное, чем в предыдущих случаях.

Во-первых, акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества, могут потребовать выкупа акций, принадлежащих им на дату составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании акционеров по вопросу о реорганизации общества. Право акционера соблюдено.

Во-вторых, наследники и другие приобретатели акций реорганизуемого общества, оформившие право собственности в реестре на дату размещения акций создаваемого общества, получают свою долю акций.

Но есть при этом и не урегулированная ситуация, связанная с требованием закона распределить всем акционерам, голосовавшим против или не принимавшим участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества, акций создаваемого общества в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций.

Если считать число принадлежащих такому акционеру акций на дату принятия решения или дату составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании, то возникает две проблемы. *Первая проблема* связана с нарушением требования Стандартов о размещении акций на одних условиях. *Вторая* связана с тем, что если акционер, голосовавший против, продал после собрания часть или все акции, то акции должен получить и он, и его приобретатель, так как датой определения состава акционеров создаваемого общества установлена дата размещения акций. Но заранее такие ситуации просчитать нельзя, а следовательно, нельзя определить размер уставного капитала создаваемого общества. Такими рассуждениями руководствовались те акционерные общества, которые установили датой определения состава акционеров, среди которых будут размещаться акции создаваемого общества, дату принятия решения о реорганизации общества.

Во избежание указанных проблем возможен один вариант: продал акции 1 после того, как голосовал против решения о реорганизации, — значит потерял право на распределение акций в соответствии с требованиями абз. 3 п. 3 ст. 19 ФЗ «Об АО». Но как такое заключение воспримут арбитражные суды?

Как видно из приведенных рассуждений, ни одна из ключевых дат однозначно не воспринимается законом как дата, на которую определяется состав акционеров реорганизуемого общества в целях распределения им акций создаваемого общества. Следовательно, все зависит от решения о реорганизации в форме выделения, принятого общим собранием акционеров реорганизуемого общества. ■

¹ Размещение ценных бумаг юридического лица, созданного в результате выделения, осуществляется в соответствии с решением о выделении в день государственной регистрации этого юридического лица.

² «...В случае, если размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате выделения, осуществляется путем распределения указанных акций среди акционеров реорганизуемого акционерного общества, такое распределение может осуществляться среди всех акционеров реорганизуемого акционерного общества — владельцев акций одной категории (типа) либо среди акционеров реорганизуемого акционерного общества — владельцев акций одной категории (типа), голосовавших против или не принимавших участия в голосовании по вопросу о реорганизации акционерного общества в форме выделения, за исключением акций, погашаемых реорганизуемым акционерным обществом в связи с получением требования об их выкупе».



Виталий Окулов
консультант, *Advanced Research*, Санкт-Петербург

РЕОРГАНИЗАЦИЯ КОМПАНИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ МИНОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА

Российская экономика в настоящее время практически завершила экстенсивный этап своего развития. Традиционные сектора рынка во многом освоены и поделены, заградительный эффект «слабого» рубля исчерпан, резко возросла конкуренция со стороны как внешних, так и внутренних производителей товаров и услуг, проценты рентабельности во многих отраслях уже не выражаются двух- и трехзначными числами. Поэтому на повестке дня стоит переход к интенсивному развитию — идет реформа целых отраслей, активизировались процессы реструктуризации бизнеса, привлечения нового акционерного капитала, повышения эффективности производства, перехода к новым методам корпоративного управления. Юридически эти процессы (выход на рынок капиталов, выделение, интеграция бизнеса) непосредственно или косвенно связаны с реорганизацией компаний. Реорганизация, с одной стороны, дает новые возможности для компаний, с другой — несет в себе определенные риски для собственников. Особенно велики эти риски для миноритарных акционеров.

РЕОРГАНИЗАЦИЯ И СПРАВЕДЛИВОСТЬ

В соответствии с ГК РФ реорганизация компании может производиться в форме слияния, присоединения, разделения, выделения, преобразования. В контексте данной статьи нас будет интересовать реорганизация открытых акционерных обществ с точки зрения миноритар-

ного акционера, владеющего ничтожным пакетом акций, не предоставляющим инвестору никаких дополнительных прав.

Юридически при слиянии права и обязанности каждого из реорганизуемых обществ переходят к создаваемому обществу. При присоединении права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединившему. При разделении общества его права и обязанности

делятся между вновь возникающими обществами. При выделении из состава общества одного или нескольких обществ к каждому из создаваемых обществ переходят права и обязанности реорганизуемого общества. Преобразование представляет собой изменение организационно-правовой формы с переходом всех прав и обязанностей к вновь возникшему обществу.



Реорганизация — сложный процесс, этапы которого достаточно жестко регламентируются законом. Тем не менее с точки зрения миноритарного акционера началом реорганизации следует считать принятие руководством компании стратегического решения о реорганизации, а окончанием — регистрацию эмиссии ценных бумаг новых обществ и допуск этих ценных бумаг к торгам на организованном рынке.

Основные этапы реорганизации, которые влияют на решения миноритарных акционеров по поводу своих портфельных инвестиций;

- подготовка независимой оценки компании, включающей определение предварительных коэффициентов конвертации акций в случае слияния, или предварительного разделения баланса в случае разделения или выделения;
- решение совета директоров о проведении общего собрания акционеров и утверждение процедуры подготовки;
- решение общего (внеочередного) собрания акционеров о реорганизации, включая утверждение коэффициентов конвертации, или разделительного баланса, а также о выкупной стоимости акций тех акционеров, которые не согласятся с реорганизацией компании;
- регистрация новых обществ, создаваемых в ходе реорганизации;
- регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг новых компаний;
- допуск к торгам и прохождение листинга ценных бумаг на организованном биржевом рынке.

Непременные принципы проведения реорганизации в любой уважающей себя компании, действующей публично, — обеспечение равных прав акционеров и справедливость преобразований. Это часто несовместимые понятия, которые невозможно удовлетворить одновременно. Справедливость может существенно различаться в зависимости от формы реорганизации.

При разделении и выделении компаний справедливость часто выступает как уравнильность, равноправие по отношению к какому-либо критерию. Например, владелец одной акции реорганизуемой компании получает по одной акции вновь создаваемых компаний. Так реорганизовалась ГМК «Норильский никель» — выделение компании «Полюс»; по такой схеме идет реорганизация региональных энергетических компаний в рамках первого этапа реформы РАО «ЕЭС России». На первый взгляд, это очень хороший принцип, с юридической точки зрения справедливость в этом случае не зависит от того, как составлен разделительный баланс.

При слиянии компаний уравнильность в принципе несправедлива, и потому важно соблюсти распределительный аспект справедливости — распределить права и обязанности соответственно и пропорционально какому-либо условию. Например, владелец одной акции реорганизуемой в ходе слияния компании получает долю в новой объединенной компании пропорционально рыночной капитализации реорганизуемых компаний (или оценке этой капитализации), т. е. старые акции, принадлежащие миноритарии, обмениваются на новые в соответствии с рассчитываемыми коэффициентами конвертации. По такой схеме сейчас идет реорганизация «Роснефти». Распределительность всегда субъективна и не может быть «справедливой» одновременно для всех.

Что выгоднее для миноритарного акционера? Казалось бы, уравнильный принцип всегда более приемлем для миноритарного акционера, однако процесс реорганизации для миноритария является источником дополнительной потенциальной опасности и неопределенности, поэтому миноритарный собственник вправе требовать премии за риски, связанные с реорганизацией. Следовательно, более «справедливым» для него является распределительный принцип. Заметим, что при подготовке реформы РАО «ЕЭС России» обсуждались другие варианты проведения реорганизации, при которых уравнильный аспект отсутствовал, вместо него предлагался распределительный аспект, например, дать возможность миноритарным акционерам получить непропорционально большую долю собственности в генерирующих компаниях, однако этот вариант был отвергнут. Характерна реакция миноритарных акционеров, действия которых и определяют рыночную цену акций: после того как обсуждаемый вариант был отвергнут, цены акций энергокомпаний понизились.

РИСКИ РЕОРГАНИЗАЦИИ ДЛЯ МИНОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА

Реорганизация компании — это всегда риск, но если мажоритарные акционеры экономически трактуют этот риск как новые возможности (опасность для них связана главным образом с юридическими аспектами реорганизации), то для миноритарных акционеров реорганизация однозначно несет в себе неопределенность и опасность. Миноритарные акционеры, за редким исключением, практически не представляют себе реальную картину деятельности компании и не мо-

гут влиять на нее. Естественно, что при реорганизации компании они не могут воздействовать на ее ход и вынуждены полагаться на справедливость собственников, владеющих контрольным пакетом. Более того, в условиях реорганизации исторический опыт компании и аналогии с другими компаниями перестают действовать, и обычный миноритарный акционер теряет какие-либо ориентиры, позволяющие ему принимать решения по поводу его портфельных инвестиций. Единственное, на что он может полагаться, так это на мнения независимых оценщиков, консультантов и аналитиков, а эти мнения нередко оказываются диаметрально противоположными. Естественно предположить, что максимальной полнотой информации обладают оценщики и консультанты, приглашенные советом директоров для проведения реорганизации. Но они действуют не то чтобы в интересах главных собственников, но, по крайней мере, с учетом глобальных перспектив компании, и эти перспективы могут заметно отличаться от ожиданий миноритарных портфельных инвесторов. Поэтому информационный новостной поток мнений — это все, что остается миноритарному акционеру. В зависимости от плотности и неожиданности информационных сообщений колеблются рыночные цены акций, и чем больше разнообразных мнений, тем сильнее волатильность цен и тем больше риск, которому подвергается капитал миноритарного акционера.

Определяя перспективность своих инвестиций в акции компании, миноритарный собственник оценивает прежде всего ожидаемую доходность и риски. Основными видами риска, присущими инвестициям в акции любой компании, являются:

- рыночный риск, определяемый риском изменением стоимости бизнеса и структурой капитала;
- специфический риск, связанный с операционной деятельностью компании;
- риск ликвидности, определяемый структурой собственности и капитализацией;
- системные риски (сбои в работе рыночной инфраструктуры) — чаще всего это юридические и информационные риски.

В случае реорганизации в форме слияния и присоединения диверсификация бизнеса новой компании и эффект масштаба приводят к тому, что практически все риски (рыночные, специфические, ликвидности) в долгосрочной перспективе снижаются. Поэтому инвестор не вправе требовать премии за эти риски, она может быть даже отрицательной. При такой реорганизации наиболее важными

моментами для миноритарного акционера являются оценка компаний, определение коэффициентов конвертации и утверждение этих коэффициентов акционерами. В эти моменты резко возрастают специфические риски акций реорганизуемых компаний из-за неопределенности относительно ожидаемой доходности на инвестированный капитал. Недавний пример — опубликование оценки и коэффициентов конвертации для дочерних компаний «Роснефти», обрушившие цены всех «дочек», в частности активно торгуемых акций «Пурнефтегаза» и «Сахалинморнефтегаза». Последовавшие протесты миноритарных акционеров привели к ожиданиям более «справедливой» оценки и росту цен, но новое «компромиссное» решение «Роснефти» снова резко снизило цены этих акций. На фоне этих опасностей длительность этапа регистрации эмиссии новых ценных бумаг и их вывода на организованный рынок, определяющая уровень ликвидности акций в краткосрочной перспективе, кажется несущественной.

В случае реорганизации в форме разделения и выделения инвестор вместо одной акции получает «портфель», куда входят акции всех компаний (и реорганизованной, и вновь образованных). С точки зрения теории эффективного рынка этот «портфель» идентичен акциям реорганизованной компании, поэтому рыночные и специфические риски остаются прежними, но появление в «портфеле» акций более мелких компаний делает эти акции в общем случае менее ликвидными. Риск потери ликвидности — это один из важнейших рисков для миноритарного портфельного собственника, поэтому он должен вознаграждаться премией. В качестве примера можно привести уже упоминавшуюся реорганизацию региональных энергокомпаний, в ходе которой акционеры получили акции генерирующих, сетевых и сбытовых компаний. После второго этапа реформы акции генерирующих компаний планируется «объединить», и поэтому эти акции являются в перспективе высоколиквидными инвестициями, однако маловероятно, что акции сбытовых компаний будут когда-нибудь ликвидными. Следовательно, можно предполагать, что определенная доля капитала миноритарных акционеров практически заморожена. В краткосрочной же перспективе ликвидность всех составляющих «портфеля» значительно снизилась.

Остановимся отдельно на системных рисках. К ним можно причислить юридические риски того, что процесс реорганизации затянется или станет невозможным. Миноритарный акционер в этом

случае ничего не теряет по сравнению с отсутствием реорганизации вовсе, однако неопределенность в ходе реорганизации обязательно проявится в виде специфического риска (колеблемость цен), а также (в зависимости от того, на каком этапе возникли проблемы), может выразиться в виде риска потери ликвидности инвестиций. Системные риски могут проявиться и самым неожиданным образом. Например, неполная или неточная информация о ходе реорганизации может полностью дезорганизовать инвесторов и привести к неопределенности цены акции компании. Так, неясность по поводу разделительного баланса и «*неполное и/или несвоевременное сообщение биржам информации, предусмотренное соглашением о раскрытии информации со стороны эмитента*» привели к тому, что сразу после реорганизации «Самараэнерго» часть инвесторов совершала сделки, считая, что торгует акциями новой сбытовой компании, другие были уверены, что это акции новой сетевой компании. В результате в течение дня цены акций менялись более чем в 2 раза, притом что обычная колеблемость цен акций «Самараэнерго» до этого этапа реорганизации составляла 4–5%. То же самое произошло и с акциями «Саратовэнерго».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, риск реорганизации существует всегда и должен компенсироваться для миноритарных акционеров премией. Рыночной премии по специфическим рискам быть не может, рынок вознаграждает только рыночные риски, значит, премию должны дать мажоритарные акционеры. Эта премия оплачивается из синергетического эффекта, возникающего при реорганизации компании. Очевидно, что успех или неуспех реорганизации с точки зрения миноритарного акционера будет зависеть от того, как соотносятся между собой выгоды от реорганизации для мажоритарного собственника и специфические риски, которым подвергаются миноритарии. Чем более прозрачен механизм реорганизации, тем меньшую премию можно дать миноритариям. Возможно, что и регулирующие органы должны принять меры к тому, чтобы дополнительно ограничить специфические риски реорганизуемых компаний. Пока в настоящее время в России нормативно-законодательная база регулирует скорее временные этапы реорганизации и тем самым — риски ликвидности. Установление выкупной цены, казалось бы, защищает миноритарного акционера от специфических рис-

ков изменения цены, но ограниченность срока подачи заявки о выкупе и длительность полной процедуры реорганизации оставляет миноритарного собственника незащищенным на следующих этапах реорганизации. ■





НДЦ И ИРКОЛ ПЕРЕХОДЯТ НА ЭЛЕКТРОННЫЙ ДОКУМЕНТООБОРОТ

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и Закрытое акционерное общество «Иркол» приступили к обмену электронными документами в процессе проведения операций по счетам НДЦ в реестрах эмитентов, ведение которых осуществляет ЗАО «Иркол», в режиме опытной эксплуатации. В течение периода тестирования документы в бумажном виде передаются параллельно с электронными копиями, а после регистрации ЗАО «Иркол» в ФСФР России измененных *Правил ведения реестра владельцев именных ценных бумаг* бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных действующим законодательством.

Директор НДЦ **Николай Егоров** отметил, что «одна из основных задач, которую сейчас решает НДЦ, — ускорение процедуры выхода эмитентов на IPO и обеспечение перерегистрации прав

на акции “день в день”. С этой точки зрения, регистраторы, внедрившие электронный документооборот с расчетным депозитарием, эмитентом и инвесторами, имеют конкурентное преимущество».

По словам первого заместителя генерального директора ЗАО «Иркол» **Максима Мурашова**, «возможность организации электронного документооборота позволяет перейти на более высокий уровень качества и оперативности обслуживания клиентов и подтверждает позиции Иркола, как одного из технологических лидеров в своей области. Регистратор Иркол планирует в скором времени предложить организацию информационного взаимодействия с контрагентами путем обмена электронными документами с использованием транзита системы электронного документооборота НДЦ». ■

СПРАВКА

Специализированный регистратор ЗАО «Иркол» оказывает услуги по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг с 1994 г. и имеет лицензию без ограничения срока действия ФКЦБ России на осуществление данного вида деятельности № 10-000-1-00250 от 9 августа 2002 г.

Обеспечение гарантий прав собственности владельцев ценных бумаг, комплексное обслуживание клиентов и развитие ЗАО «Иркол» ос-

новано на принципах высокого качества предоставляемых услуг, работы с клиентами на индивидуальной основе, надежности и конфиденциальности, постоянного расширения спектра услуг, применения современного программного обеспечения, постоянного совершенствования технологий, профессионализма и квалификации персонала.

Более подробную информацию о деятельности ЗАО «Иркол» можно получить на сайте www.ircol.ru.

НДЦ И НРК ПОДПИСАЛИ СОГЛАШЕНИЕ ОБ ОПЫТНОЙ ЭКСПЛУАТАЦИИ СИСТЕМЫ ЭДО НДЦ

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и Закрытое акционерное общество «Национальная регистрационная компания» (НРК) подписали соглашение об обмене электронными документами в процессе проведения операций по счетам НДЦ в реестрах эмитентов, ведение которых осуществляет ЗАО НРК, в режиме опытной эксплуатации.

Директор НДЦ **Николай Егоров** отметил, что «после присоединения к ЭДО НДЦ ЗАО «Национальная регистрационная компания» количество операций по счетам НДЦ в реестрах владельцев именных ценных бумаг в электронном виде достигнет 35–40% от

общего количества внешних депозитарных операций НДЦ данного типа».

Режим «опытной эксплуатации» предусматривает проведение окончательной стадии тестирования технологии работы компаний и программного обеспечения в условиях, максимально приближенных к реальной работе. После успешного завершения опытной эксплуатации бумажные копии электронных документов будут предоставляться только в случаях, предусмотренных действующим законодательством, на условиях, определенных соответствующими соглашениями компаний. ■

СПРАВКА

ЗАО «Национальная регистрационная компания» — независимый регистратор, с 1995 г. осуществляющий деятельность по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг.

Учредителями НРК являются: группа компаний *Computershare* (транснациональный регистратор) — 45% в капитале компании, Европейский банк реконструкции и развития (*EBRD*) — 15%, РОСБАНК — 20% и Деловой центр «УралСиб» — 20%. Размер уставного капитала НРК составляет 10 млн долл. Страховой полис компании «РОСНО» с перестраховкой в Кельнском перестраховочном обществе обеспечивает

компаниям страховые покрытия в размере 5 млн долл.

НРК обслуживает более 550 клиентов (свыше 3 000 000 лицевого счетов), которые представлены как крупными корпорациями, так и небольшими акционерными обществами. НРК, помимо реестров владельцев именных ценных бумаг акционерных обществ на промышленной основе осуществляет ведение реестров владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.

Более подробную информацию о деятельности ЗАО НРК можно получить на сайте www.nrcreg.ru.

О ПОЛНОЙ ПЕРЕДАЧЕ НДЦ ВСЕХ ФУНКЦИЙ НАЦИОНАЛЬНОГО НУМЕРУЮЩЕГО АГЕНТСТВА ПО РОССИИ ОТ WERTPAPIER - MITTEILUNGEN



Закономерным итогом многолетнего сотрудничества Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» с Ассоциацией национальных нумерующих агентств (*Association of National Numbering Agencies, ANNA*) явилось принятое на состоявшемся в марте 2006 г. заседании совета директоров ANNA решение о передаче НДЦ всех функций Национального нумерующего агентства по России.

«Совет директоров ANNA полностью удовлетворен результатами визита представителей Wertpapier - Mitteilungen Germany (WM) в НДЦ в апреле 2005 г. и единогласно одобряет передачу оставшихся функций по присвоению международных кодов ISIN от WM к НДЦ», — говорится в официальном письме председате-

ля совета директоров ANNA Дена Кухнела (Dan Kuhnel).

С момента передачи НДЦ от WM всех полномочий по присвоению кодов ISIN ценным бумагам российских эмитентов все заинтересованные лица будут взаимодействовать только с НДЦ, что повысит оперативность информирования участников фондового рынка и инвесторов о российских ценных бумагах и окажет положительное влияние на увеличение ликвидности российского рынка.

Таким образом, НДЦ получил одобрение и оценку своей работы со стороны совета директоров ANNA накануне общего собрания представителей стран—участников ANNA, которое состоялось в мае 2006 г. в Москве. ■

СПРАВКА

Ассоциация национальных нумерующих агентств (ANNA) была основана в 1992 г. по инициативе 22 нумерующих агентств.

ANNA объединяет 66 организаций, каждая из которых в своей стране выполняет функции национального агентства по присвоению международных идентификационных кодов (*International Securities Identification Number, ISIN*) ценным бумагам и другим финансовым инструментам.

Целью присвоения ISIN-кодов является стандартизованная идентификация финансовых инструментов в рамках единой системы и распространение данных среди участников фондового рынка. Международные идентификационные коды и стандартизованные описания ценных бумаг используются во всех секторах финансовой индустрии и являются необходимыми для осуществления точного и эффективного клиринга и расчетов.

ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ НДЦ ПО МСФО ЗА 2005 Г. ВЫРОСЛА В 1,6 РАЗА И СОСТАВИЛА 230 МЛН РУБ.

Чистая прибыль Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» за 2005 г., согласно финансовой отчетности по международным стандартам (МСФО), аудированной PricewaterhouseCoopers, составила 230,28 млн руб., что в 1,64 раза больше, чем за прошлый год (140,8 млн руб.).

Рост операционного дохода и прибыли НДЦ в прошлом году был обусловлен увеличением в сравнении с 2004 г. объемов

храняемых в НДЦ ценных бумаг и количества операций с ними. Имевшиеся в 2005 г. положительные тенденции в динамике роста бизнеса позволили НДЦ дважды в течение года существенно снизить тарифы за депозитарное обслуживание.

Напомним, что операционный доход НДЦ за 2005 г. составил 578,7 млн руб., за 2004 г. — 427,87 млн руб.. ■

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ НДЦ НА 31 МАРТА 2006 Г. ПО РСБУ СОСТАВИЛ 708 МЛН 328 ТЫС. РУБ.

Выручка Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» по РСБУ за I кв. 2006 г. составила 180 млн 840 тыс. руб., что на 52,5% больше, чем за аналогичный период 2005 г. (118 560 тыс.). Чистая прибыль составила 83 180 тыс. руб., что на 72% выше, чем за I кв. 2005 г. Собственный капитал НДЦ вырос за отчетный период на 13,3% и на 31 марта 2006 г. составил 708 млн 328 тыс. руб., собственные средства,

рассчитанные по методике ФСФР России, — 692 млн 732 тыс. руб. Рыночная стоимость ценных бумаг, обслуживаемых в НДЦ, по состоянию на 31 марта 2006 г. составила 2 177 млрд руб. или 78,4 млрд долл.

Общее количество счетов депо депонентов, открытых в НДЦ, увеличилось за 3 мес. 2006 г. на 21 и составило 1453, из них междепозитарных счетов депо — 540. ■

СПРАВКА

Рыночная стоимость ценных бумаг, обслуживаемых в НДЦ, — показатель, раскрываемый в соответствии с методикой ФСФР России, когда

облигации, акции и паи учитываются по их рыночной стоимости.



Общее собрание НДЦ избрало новый состав Совета директоров и ревизионной комиссии

11 мая 2006 г. состоялось ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ЧЛЕНОВ НЕКОММЕРЧЕСКОГО ПАРТНЕРСТВА «НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР». ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ИЗБРАЛО НОВЫЙ СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ НДЦ И РЕВИЗИОННОЙ КОМИССИИ НДЦ.

Председатель Совета директоров НДЦ, первый заместитель Председателя Банка России Андрей Козлов подчеркнул, что «НДЦ продолжает курс на демократизацию и выступает с инициативой снизить долю участия учредителей в Совете директоров ниже 50% – до 4 человек».

Президент ММВБ Александр Потемкин отметил, что «Совет директоров НДЦ обсуждает важные для рынка вопросы, например, тарифы. Поэтому учредители сочли возможным и стратегически правильным расширить представительство участников рынка».

Таким образом, Совет директоров НДЦ избран в количестве 10 человек. В его состав вошли:

1. **Агеев Александр Юлианович** – Вице-Президент – член Правления КБ «Дж.П.Морган Банк Интернешнл» (ООО);
2. **Бережный Сергей Иванович** – Начальник депозитарного отдела ООО «Дойче Банк»;
3. **Виноградова Ирина Владимировна** – Член Правления ЗАО ММБ;
4. **Егоров Николай Викторович** – Директор НДЦ;
5. **Златкис Белла Ильинична** – Заместитель Председателя Правления Сбербанка России;
6. **Козлов Андрей Андреевич** – Первый заместитель Председателя Банка России;
7. **Корищенко Константин Николаевич** – Заместитель Председателя Банка России;
8. **Потемкин Александр Иванович** – Президент ЗАО ММВБ;
9. **Тацкий Владимир Витальевич** – Вице-Президент – начальник Депозитарного центра АБ «Газпромбанк» (ЗАО);
10. **Шубина Галина Николаевна** – Заместитель начальника Депозитария ОАО Внешторгбанк.

Председателем Совета директоров НДЦ избран Козлов Андрей Андреевич.

Ревизионная комиссия НДЦ избрана в количестве 6 человек:

1. **Гордиенко Ольга Юрьевна** – Главный бухгалтер ЗАО ММВБ;
2. **Железный Игорь Викторович** – Начальник операционного отдела Депозитария Сбербанка России;
3. **Зимин Владислав Владимирович** – Экономический советник Департамента обеспечения и контроля на финансовых рынках Центрального Банка Российской Федерации;
4. **Ломакин Михаил Евгеньевич** – Главный Менеджер Службы продаж и развития Депозитария ОАО Внешторгбанк;
5. **Постовская Яна Александровна** – Зам. начальника службы внутреннего аудита ЗАО ММБ;
6. **Юкин Юрий Владимирович** – Вице-президент – комплаенс-контролер руководитель службы внутреннего контроля ОАО АКБ «ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК».

Совет директоров НДЦ утвердил состав комитетов

На очередном заседании, состоявшемся 27 апреля 2006 г., Совет директоров НДЦ утвердил состав комитетов НДЦ.

Комитет по депозитарному обслуживанию Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» избран в следующем составе:

1. **Виркунен Сергей Валерьевич**, Заместитель Директора Департамента – Начальник Управления методологии и контроля за операциями Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Центрального банка Российской Федерации (**заместитель председателя комитета**)
2. **Говорова Юлия Геннадьевна**, Руководитель Управления учета и отчетности ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
3. **Гусалова Елена Борисовна**, Начальник отдела организации и развития депозитарных услуг Депозитария ОАО «Внешторгбанк»
4. **Дендებერя Александр Иванович**, Начальник Управления депозитарных операций ОАО «Банк Зенит»
5. **Дубин Юрий Владимирович**, Директор Депозитария Сбербанка России (**председатель комитета**)
6. **Зализняк Дмитрий Витальевич**, Начальник Управления оформления операций с ценными бумагами КБ «Дж.П. Морган Банк Интернешнл» (ООО)
7. **Карякина Галина Валерьевна**, Исполнительный директор ООО "Антанта-Капитал"
8. **Ковалева Лариса Викторовна**, Начальник Депозитария Управления сопровождения банковских операций ОАО «Банк Москвы»
9. **Кочемировская Елена Викторовна**, начальник Управления депозитарных операций ОАО АКБ «ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК»
10. **Кудряева Эльмира Рафиковна**, Начальник отдела депозитарного обслуживания ЗАО ММБ
11. **Кузнецов Денис Юрьевич**, Начальник Депозитария ЗАО «ИК Тройка-Диалог»
12. **Медведева Марина Борисовна**, Вице-президент ЗАО ММВБ
13. **Назаров Александр Владимирович**, Региональный вице-президент, заместитель начальника Управления ценных бумаг ЗАО КБ «Ситибанк»
14. **Орлов Алексей Константинович**, Руководитель отдела депозитарных операций ЗАО «Инвестиционная компания ФИНАМ»
15. **Перлов Борис Зарьевич**, Начальник депозитария ОАО «МДМ-Банк»
16. **Песков Сергей Юрьевич**, Начальник Депозитария ОАО «Альфа-Банк»
17. **Ремнев Андрей Андреевич**, Начальник Депозитария Внешэкономбанка
18. **Сергеевых Владимир Николаевич**, Менеджер депозитарного отдела ООО «Дойче Банк»
19. **Сидорова Наталья Борисовна**, Начальник Депозитарного Отдела ИНГ Банк (Евразия) ЗАО
20. **Соловьев Денис Вячеславович**, Заместитель директора НДЦ (**заместитель председателя комитета**)
21. **Тихомирова Марина Лазаревна**, Заместитель начальника Депозитарного центра АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
22. **Томлянович Степан Анатольевич**, Директор Депозитария АКБ «Росбанк»
23. **Черкасский Борис Васильевич**, Директор по развитию НДЦ

Бюджетный комитет Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» избран в следующем составе:

1. **Духина Ирина Владимировна**, Заместитель начальника Депозитария Управления сопровождения банковских операций Акционерного коммерческого банка «Банк Москвы» (ОАО)
2. **Зимин Владислав Владимирович**, Экономический советник Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России
3. **Климова Жанна Геннадиевна**, Главный бухгалтер НДЦ
4. **Кузетенко Ирина Владимировна**, Начальник Финансового управления НДЦ
5. **Пономарев Андрей Владимирович**, Начальник Отдела по работе с клиентурой Казначейства Сбербанка России
6. **Ломакин Михаил Евгеньевич**, Заместитель начальника Отдела организации развития депозитарных услуг Депозитария ОАО Внешторгбанк
7. **Субботин Вадим Николаевич**, Вице-президент ЗАО ММВБ (**председатель комитета**)
8. **Фомина Татьяна Александровна**, Начальник Управления по оформлению операций на финансовом рынке ЗАО ММБ
9. **Юкин Юрий Владимирович**, Вице-президент – комплаенс-контролер ОАО АКБ «ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК»

Комитет по управлению рисками Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» избран в следующем составе:

1. **Антипова Алла Викторовна**, Начальник Отдела кредитных рисков корпоративных клиентов Сбербанка России
2. **Галаев Андрей Валерьевич**, Начальник Управления по контролю за рисками ЗАО «Международный Московский Банк»
3. **Зимин Владислав Владимирович**, Экономический советник Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России (**председатель комитета**)
4. **Ковалёва Лариса Викторовна**, Начальник Депозитария Управления сопровождения банковских операций Акционерного коммерческого банка «Банк Москвы» (открытое акционерное общество)
5. **Краснова Мария Олеговна**, Начальник Юридического управления НДЦ
6. **Лабутин Олег Викторович**, Директор Финансового департамента ЗАО ММВБ
7. **Наумов Сергей Николаевич**, Заместитель директора НДЦ – контролёр (**заместитель председателя комитета**)
8. **Рубец Елена Алексеевна**, Руководитель Службы депозитарных операций Депозитария ОАО «Внешторгбанк»





СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В I КВ. 2006 Г.

Сводные статистические данные за I кв. 2006 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) глобальных сертификатов выпусков.

Всего на 1 апреля 2006 г. в НДЦ как уполномоченном депозитарию находится на обслуживании 427 выпусков (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 31 марта 2006 г.) 292 эмитентов общей номинальной стоимостью 785,44 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 31 марта 2006 г.):

- 88 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 41 эмитента общей номинальной стоимостью 211,81 млрд руб.;

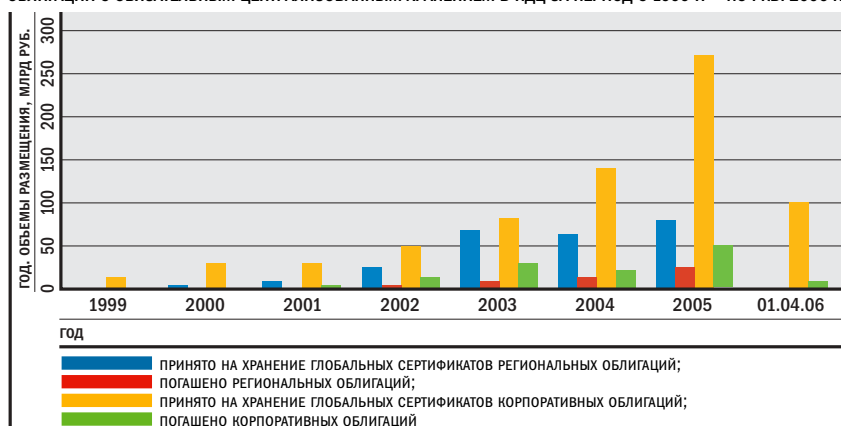
- 339 выпусков корпоративных облигаций 251 эмитента общей номинальной стоимостью 573,62 млрд руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 339 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 573,62 млрд руб. с датой погашения после 31 марта 2006 г. (табл. 1) показывает, что по состоянию на 1 апреля 2006 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет — на них приходится 47% по количеству выпусков и 36% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,285 млрд руб., а средний срок обращения — 1074 дня (примерно 2,9 года).

По объему выпуска преобладают корпоративные облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет: на эту группу корпоративных облигаций приходится 44% по данному показателю (средний объем выпуска — 2,132 млрд руб. по номиналу) и 35% по ко-

Рисунок 1. ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫМ ХРАНЕНИЕМ В НДЦ ЗА ПЕРИОД С 1999 Г. — ПО I КВ. 2006 Г.



личеству выпусков, а средний срок обращения — 1455 дней (примерно 3,9 года).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 88 выпусков региональных облигаций общим объемом 211,81 млрд руб. с датой погашения после 31 марта 2006 г. показывает, что по состоянию на 1 апреля 2006 г. среди обращающихся региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет: на них приходится 38% по количеству выпусков и 43% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,728 млрд руб., а средний срок обращения — 1380 дней (примерно 3,8 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА I КВАРТАЛ 2006 ГОДА

В I кв. 2006 г. объемы биржевого

(данные ММВБ) и внебиржевого (НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (НГЦБ) составили 783 и 188,3 млрд руб. соответственно (табл. 3). Для сравнения: оборот ГЦБ в I кв. 2006 г. составил 91,3 млрд руб. (табл. 4).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков в I кв. 2006 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 1062,6 млрд руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 9%, с региональными облигациями — 22%, с корпоративными — 69%.

Лидеры по итогам I кв. 2006 г. по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам корпоративных и региональных облигаций приведены в табл. 6, а по количеству операций — в табл. 7. В табл. 8 приведены сводные данные по итогам I кв. 2006 г. по количеству сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций. ■



Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 МАРТА 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на 1 выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе млн руб., (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	3 (1)	4 500 (1)	1 500	361
От 1 до 2 лет	26 (8)	27 984 (5)	1 076	706
От 2 до 3 лет	161 (47)	206 851 (36)	1 285	1 074
От 3 до 5 лет	119 (35)	253 755 (44)	2 132	1 455
Более 5 лет	30 (9)	80 534 (14)	2 685	2 348
Итого	339 (100)	573 624 (100)	1 692	1 286

Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 МАРТА 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на 1 выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе млн руб., (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	9 (10)	4 425 (2)	492	587
От 2 до 3 лет	28 (32)	36 640 (17)	1 309	968
От 3 до 5 лет	33 (38)	90 028 (43)	2 728	1 380
Более 5 лет	18 (20)	80 720 (38)	4 484	2 497
Итого	88 (100)	211 813 (100)	2 407	1 396

Таблица 3. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (НГЦБ) ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	201,3	29,3	230,6
Корпоративные облигации	581,7	159	740,7
Итого по сектору	783	188,3	971,3

Таблица 4. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (ГЦБ) ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	-	-	-
ОФЗ	91,3	-	91,3
Итого по сектору	91,3	-	91,3

Таблица 5. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРАХ ГЦБ И НГЦБ ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г., МЛРД РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	91,3	-	91,3
НГЦБ	783	188,3	971,3
Итого по секторам ГЦБ и НГЦБ	874,3	188,3	1062,6

Таблица 6. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОБЪЕМУ ОБОРОТОВ (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	52,71	7
ФСК ЭЭС об02	32,51	4
Внешторгбанк об05	31,47	4
ФСК ЭЭС об03	30,31	4
Газпром об06	30,15	4
Прочие	563,41	77
Региональные облигации		
Москва об39	45,28	20
Правительство Московской обл.об05	25,54	11
Москва об44	14,97	6
Москва об36	12,54	5
Москва об43	10,76	5
Прочие	121,52	53

Таблица 7. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО КОЛИЧЕСТВУ СДЕЛОК (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г.

Облигации	Оборот, сделок	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	1 636	3
ЦентрТелеком об04	1 197	2
ФСК ЭЭС об02	1 165	2
РЖД об07	1 127	2
Газпром об06	897	2
Прочие	52 752	89
Региональные облигации		
Москва об39	1 554	10
Правительство Московской обл.об05	1 215	8
Правит.Московской обл.об04	442	3
Адм.Новосибирской обл. об11	439	3
Минфин Саха об06	385	3
Прочие	10 885	73

Таблица 8. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ I КВ. 2006 Г., ШТ.

Сектор	Биржевой оборот (ФБ ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	13999	921	14920
Корпоративные облигации	54873	3901	58774
Итого по сектору	68872	4822	73694

НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ДЕПОЗИТАРНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ: СЕМИНАР НДЦ В САНКТ-ПЕТЕРБУРГЕ

20 апреля 2006 г. в Санкт-Петербурге прошел очередной ежегодный семинар «Новые технологии депозитарного обслуживания НДЦ» для сотрудников депонентов, управляющих компаний, эмитентов и регистраторов.

Во вступительном слове Директор НДЦ Николай Егоров сообщил, что к концу 2006 г. НДЦ введет в действие первую очередь новой технологической платформы, способной выполнять все функции центрального расчетного депозитария.

Выступившие на семинаре руководители ключевых подразделений НДЦ рассказали участникам семинара о новых технологиях и изменениях нормативной базы в связи с началом обслуживания рынка акций ОАО «Газпром», внедрением электронного документооборота с регистраторами, а также о других приоритетных проектах.

В семинаре приняли участие 45 представителей ведущих банков, инвестиционных и управляющих компаний, регистраторов и эмитентов Санкт-Петербурга.





НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center

НДЦ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Полный спектр депозитарных услуг
в соответствии с международными стандартами

расчетно-депозитарного обслуживания

через счет НДЦ

в **Clearstream Banking:**

- зачисление;
- переводы внутри Clearstream Banking;
- переводы по «мосту»
Clearstream Banking - Euroclear Bank;
- перечисление доходов по еврооблигациям;
- перечисление денежных средств
от погашения еврооблигаций.

125009, г. Москва, Средний Кисловский пер., д. 1/13, стр. 4
Телефон: (495) 234-42-80, факс: (095) 956-09-38

Филиал "НДЦ - Санкт-Петербург"
191024, г. Санкт-Петербург, ул. Полтавская, 6-А, Бизнес-центр "Полтавский"
Телефон: (812) 380-10-88, факс: (812) 380-10-87

Сибирский филиал НДЦ
630007, г. Новосибирск, ул. Коммунистическая, д.27/29
Телефон: (3832) 102-150, Факс: (3832) 183-846

www.ndc.ru
www.isin.ru

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

депозитариум