

№ 4 (62) АПРЕЛЬ 2008

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ  
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
*The National Depository Center*

# ДЕПОЗИТАРИУМ



ФОТОКОНКУРС  
ЛУЧШЕ ГОР МОГУТ  
БЫТЬ ТОЛЬКО ГОРЫ

В Н О М Е Р Е



**04** НОВАЯ УСЛУГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ ММВБ: СОВЕРШЕНИЕ СДЕЛОК НА УСЛОВИЯХ ПРОСТОГО КЛИРИНГА И ПРОВЕДЕНИЕ РАСЧЕТОВ ПО НИМ В ХОДЕ ТОРГОВОГО ДНЯ

**12** ОСОБЕННОСТИ ДЕПОЗИТАРНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ ВТОРОГО ЭТАПА РЕОРГАНИЗАЦИИ ОАО РАО «ЕЭС РОССИИ»

**20** АНАЛИЗ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 ГОДУ



«КОЛЬЦЕВАНИЕ ПТИЦ широко используется для изучения биологии диких птиц. пойманной птице надевают на лапку кольцо с номером и адресом, регистрируют время и место кольцевания и сообщают в центры кольцевания. Центр кольцевания СССР обменивается информацией об окольцованных птицах с центрами кольцевания более чем 50 стран всех континентов. Впервые с научной целью К. п. было применено в Дании (1899)... Учтывая большое значение К. п. для изучения перелётов птиц, Международный орнитологический конгресс, состоявшийся в 1962 г. (Итака, США), создал Международный комитет по кольцеванию (штаб-квартира в Париже). Главные представители — члены этого комитета.»

Большая советская энциклопедия: В 30 т. Т. 12. М., 1973

**Член международной  
Ассоциации национальных  
нумерующих агентств  
(Association of National  
Numbering Agencies,  
ANNA)**

**Национальное нумерующее  
агентство по России**

**Замещающее нумерующее  
агентство для стран СНГ**

**НДЦ обеспечивает:**

**Присвоение ISIN и CFI кодов  
российским финансовым инструментам**

НДЦ присваивает в соответствии с международными стандартами ISO 6166 и ISO 10962 идентификационные коды ценным бумагам российских эмитентов и другим финансовым инструментам, выпущенным на территории России

**Предоставление CFI и ISIN кодов  
по иностранным финансовым инструментам**

НДЦ оказывает содействие в присвоении в соответствии с международным стандартом ISO 10962 кодов CFI иностранным финансовым инструментам, имеющим коды ISIN. Дополнительно НДЦ оказывает содействие в присвоении иностранным финансовым инструментам кодов ISIN, если они не были присвоены ранее

**Раскрытие информации  
о международных идентификационных кодах**

НДЦ поддерживает базу данных по ISIN и CFI кодам, присвоенным российским финансовым инструментам. НДЦ предоставляет информацию о наличии в глобальной базе данных ANNA кодов ISIN и CFI, присвоенных иностранным финансовым инструментам Национальными нумерующими агентствами других стран





## Редакционный совет:

Потемкин А. И.  
Егоров Н. В.  
Медведева М. Б.  
Коланьков А. В.

## Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель  
Соловьев Д. В. — заместитель  
председателя  
Калинин Е. А. — выпускающий редактор  
Аксенова Г. В.  
Киреева С. А.  
Кучукова Т. В.  
Лагунов В. Я.  
Ринк О. Л.

## Некоммерческое партнерство

### «Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009, Москва,  
Средний Кисловский пер.,  
д. 1/13, стр. 4  
Телефон: (495) 234-42-80  
Факс: (495) 956-09-38  
Электронная почта: info@ndc.ru  
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru  
Редакция «Депозитариума»  
Телефон: (495) 232-05-13  
Электронная почта: dc@ndc.ru

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

Издатель: ЗАО «Группа «РЦБ»  
Адрес: 105082, Москва,  
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8  
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170  
Электронная почта: info@rcb.ru  
Телефон: (495) 785-81-00  
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 «Группой «РЦБ».  
Индекс: 73346. ISSN 0869-6608  
Журнал «Рынок ценных бумаг»  
№ 8 (359) апрель 2008

На обложке: Перевал  
Делоне. Горный Алтай

Фото Андрея Ильсова,  
ОАО АБ «Кузнецкибизнесбанк»

Снимок сделан во время  
фотоэкспедиции по горному  
Алтаю летом 2006 г. Это вид  
с ледника Титова, выше  
Томских стоянок. Справа,  
снежник в тени, — перевал  
Делоне, через него уходят  
альпинисты, планирующие  
восхождение на Белуху.  
Расщелина слева — перевал  
Титова, туда уходят на ледник  
Менсу. С утра было ясное  
небо и очень сильный ветер,  
облака вылетали из-за Делоне  
и кружились, как в хороводе.  
Ветер рвал их в клочья и  
уносил в сторону ледника  
Менсу. Картина менялась  
ежесекундно.

## АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 4 **Новая услуга на фондовом рынке ММВБ: совершение сделок на условиях простого клиринга и проведение расчетов по ним в ходе торгового дня**

Группа ММВБ ввела новый дополнительный сервис для участников фондового рынка, позволяющий совершать сделки и исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях простого клиринга с проведением расчетов по таким сделкам по схеме «поставка против платежа» в ходе торгового дня в режиме, приближенном к реальному времени

Денис Гаригов, Заместитель директора  
Департамента фондового рынка ЗАО ММВБ

## УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

- 8 **Использование перекрестного маржирования в системе управления рисками центрального контрагента**

Маржирование — процесс оценки, подсчета и управления залогом лица, предоставляющего обеспечение по открытым позициям. Перекрестное маржирование при взаимодействии равных, но противоположных рисков существенно снижает объем залога, необходимый для покрытия различных позиций на счету

Денис Соловьев,  
Заместитель директора НДЦ

## КОРПОРАТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ

- 12 **Особенности депозитарного обслуживания второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»**

1 июля 2008 г. завершится реорганизация ОАО РАО «ЕЭС России». Для того чтобы разобраться, с какими сложностями могут столкнуться инфраструктурные организации в процессе реформирования энергохолдинга, 26 февраля 2008 г. НДЦ провел семинар «Особенности депозитарного обслуживания второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»»

- 16 **ЭДО и «белые пятна» учетной системы рынка ценных бумаг**

В процессе осуществления корпоративных действий значительные сложности возникают при сборе реестра и реализации прав инвестора при переводе ценных бумаг и процедуре их выкупа. Участники рынка пытаются решить проблемные ситуации, и нередко выходом в данном случае становятся новые технологии

Надежда Лазунина, Генеральный директор  
ЗАО «Петербургская центральная  
регистрационная компания»

## КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

- 18 **Корпоративное управление как фактор управления стоимостью бизнеса**

Понятие корпоративного управления включает в себя комплекс правил, согласно которым акционеры контролируют руководство компании и влияют на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости компании. Корпоративное управление отражается на экономических показателях деятельности хозяйственных обществ и их способности привлекать капитал

Андрей Цай, Директор по развитию  
Северо-Западного федерального округа  
ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

## СТАТИСТИКА

- 20 **Анализ рынка корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций в 2007 году**

Владимир Лагунов, Начальник Управления  
корпоративных действий и взаимодействия  
с эмитентами НДЦ  
Александр Морозов, Начальник отдела  
корпоративных действий и информации НДЦ

## РАЗВИТИЕ РЫНКОВ: РЕГИОНЫ

- 28 **Особенности развития рынка ценных бумаг Южного региона России**

Динамика ряда социально-экономических показателей Южного федерального округа опережает общероссийские темпы. В большинстве его регионов отмечается увеличение темпов ввода жилья, возрастают реальные денежные доходы населения и потребительский спрос

Алексей Аверков, Начальник отдела  
организации торгов и работы с клиентами  
ЗАО «ММВБ-Юг»

## СОБЫТИЕ

- 32 **Отчет о семинаре «Российский фондовый рынок: реструктуризация естественных монополий и интеграция в мировую финансовую систему — взгляд со стороны инфраструктуры»**

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



Денис Гариков

Заместитель директора Департамента фондового рынка  
ЗАО ММВБ

## НОВАЯ УСЛУГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ ММВБ: СОВЕРШЕНИЕ СДЕЛОК НА УСЛОВИЯХ ПРОСТОГО КЛИРИНГА И ПРОВЕДЕНИЕ РАСЧЕТОВ ПО НИМ В ХОДЕ ТОРГОВОГО ДНЯ

### ОСНОВНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ И ФАКТОРЫ ВЛИЯНИЯ

В I кв. 2008 г. ЗАО ММВБ совместно с Фондовой биржей ММВБ, НДЦ и ЗАО «Расчетная палата ММВБ» завершило подготовительные работы по внедрению нового дополнительного сервиса для участников фондового рынка, и с 17 марта 2008 г. Группа ММВБ обеспечивает своим клиентам возможность совершения сделок и исполнения по ним обязательств на условиях простого клиринга. Простой клиринг, согласно Положению о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг РФ, означает определение обязательств участника клиринга и расчеты по каждой совершенной им сделке в отдельности, т. е. без использования неттинга. Расчеты по сделкам, включаемым в простой клиринг, проводятся на валовой основе (на условиях *trade by trade*, или «сделка за сделкой») уже в ходе торгового дня, а не по его окончании в рамках общего клирингового пула. При этом обязательно контролируется соблюдение принципа «поставка против плате-

жа» (тип *DVP* 1 по международной классификации).

По новой технологии уже прошли первые сделки (только за первую неделю торгов совокупный объем таких сделок составил почти 6 млрд руб.), причем процесс расчетов по ним в ходе торгов занимал около 1 минуты. Это означает, что совершение сделки на Бирже на условиях простого клиринга и проведение соответствующих транзакций по ценным бумагам в расчетном депозитарии (НДЦ) и по денежным средствам в расчетной организации (ЗАО «Расчетная палата ММВБ») осуществляются фактически в режиме реального времени.

До 17 марта текущего года расчеты по всем сделкам, совершаемым на Фондовой бирже ММВБ, проводились после окончания торгового дня и единого неттинга, а заканчивались ближе к 19:00 по московскому времени. Такая технология проведения расчетов позволяла участникам рынка получить экономический эффект от неттирования их обязательств — чем больший объем сделок включается в процедуру неттинга, тем выше коэффициент неттинга и меньше размер «чис-

тых» обязательств к исполнению (нетто-обязательств)<sup>1</sup>. Вместе с тем такая схема предопределяла невозможность для участников рынка использовать на других биржевых или внебиржевых рынках активы, приобретенные в ходе торгового дня на Фондовой бирже ММВБ, до момента завершения торгов. Разумеется, вывести ценные бумаги и денежные средства с торговых счетов в ходе биржевых торгов можно было и раньше. Однако размер такого списания не мог превышать величину предварительно зарезервированных для торгов соответствующих активов на торговом счете (к тому же за вычетом сумм тех активов, которые составляют обеспечение открытых позиций участников по активным заявкам, совершенным сделкам и зарегистрированным отчетам на исполнение в течение текущего дня).

Отсутствие внутрисуточных клиринговых сессий на фондовом рынке ММВБ (неудачный опыт введения которых в 2006 г. достаточно широко обсуждался) создавало для многих участников дополнительное препятствие для управления ликвидностью в ходе

<sup>1</sup> Коэффициент неттинга по денежным средствам на фондовом рынке (отношение разницы между валовыми обязательствами участников и их суммарных нетто-обязательств к валовым обязательствам) в течение последнего года не опускался ниже 90%. Это означает, что суммарные нетто-обязательства всех участников, калькулируемые в результате многостороннего неттинга, в 10 раз меньше размера их валовых обязательств. Коэффициент неттинга по ценным бумагам зависит от уровня ликвидности инструмента. Тем не менее по наиболее ликвидным акциям коэффициент неттинга, как правило, превышает 60%. Таким образом, объем нетто-обязательств по таким акциям в среднем в 2,5 раза меньше величины валовых обязательств.



торгового дня<sup>2</sup>. В качестве одного из примеров, подтверждающих негативное влияние такой ситуации на бизнес участников рынка, можно вспомнить о существовавшей (до внедрения на фондовом рынке ММВБ простого клиринга) фактической невозможности использования в рамках одного торгового дня ценных бумаг из Ломбардного списка Банка России, приобретаемых участниками рынка на Фондовой бирже ММВБ, в операциях рефинансирования Банка России. Причина этого заключалась в имевшихся ограничениях на переводы ценных бумаг в ходе торгового дня с торговых разделов «для клиринга на фондовом рынке ММВБ» в торговые разделы «для торгов на рынке ГЦБ» (обратные переводы не были редкостью в силу того, что на рынке ГЦБ уже несколько лет проводятся внутрисуточные клиринговые сессии).

Очевидно, что в связи с существенным расширением масштабов биржевого фондового рынка на ММВБ в последние годы, приходом на рынок новых категорий участников и инвесторов, появлением нового продуктового ряда проведение единого клиринга и расчетов по совершенным сделкам только после завершения торгов (как это было предусмотрено еще на стадии становления рынка более 10 лет назад) стало достаточно узким местом.

Особую актуальность использованию простого клиринга по биржевым сделкам придает продолжающийся кризис ликвидности. Его отражением стали и качественные сдвиги на рынке РЕПО на Фондовой бирже ММВБ в конце 2007 — начале 2008 г. В частности, резко выросла доля сделок РЕПО, совершаемых без контроля обеспечения в момент заклю-

чения сделок (главным образом, используется код расчетов SO). Если в начале 2007 г. таких сделок на Фондовой бирже ММВБ было около 4% (с долей в торговом обороте РЕПО менее 5%), то за первые 2 месяца 2008 г. количество «необеспеченных» сделок РЕПО превысило 17% от всех совершаемых сделок РЕПО на Бирже (а их доля в торговом обороте составляет уже более 30%). Такая технология позволяет участникам рынка сначала заключить сделку, а уже затем обеспечить ее фондирование. Следует также отметить, что указанная тенденция наблюдается на фоне значительного роста объемов биржевого рынка РЕПО: среднесуточное значение объема всех совершаемых сделок РЕПО с акциями и облигациями на Фондовой бирже ММВБ достигло 140 млрд руб.

<sup>2</sup> В той или иной форме вопрос проведения нескольких клиринговых сессий на биржевом фондовом рынке ММВБ в ближайшие 1–2 года еще потребует своего положительного решения.

## НОВОСТИ

# Центральные депозитарии подготовили совместный проект для повышения эффективности обработки постторговых операций в Европе

Семь лидирующих центральных депозитариев — *Clearstream Banking AG Frankfurt* (Германия), *Hellenic Exchanges S.A.* (Греция), *IBERCLEAR* (Испания), *Oesterreichische Kontrollbank AG* (Австрия), *SIS SegalInterSettle AG* (Швейцария), *VP Securities Services* (Дания) и *VPS* (Норвегия) — 2 апреля 2008 г. подписали договор о создании совместного проекта «Объединение рынков» для повышения эффективности и снижения издержек при обработке трансграничных сделок с ценными бумагами в Европе.

Инициатива «Объединение рынков» является ответом на изменение ситуации на рынке и нацелена на продвижение упрощенного трансграничного бизнеса, что было предписано Лиссабонским планом. Улучшение операционного взаимодействия между центральными депозитариями и предоставление единой точки входа для клиентов приведет к существенному снижению расходов.

Проект «Объединение рынков» создаст единую инфраструктуру, которая позволит легко установить междепозитарные связи между рынками центральных депозитариев и предоставит эффективные возможности для обработки трансграничных сделок. За счет присоединения к единой инфраструктуре каждый из центральных депозитариев, участвующих в проекте, получит доступ к услугам других причастных центральных депозитариев по всем классам активов (кроме производных инструментов). Проект абсорбирует любые различия в стандартах соединения по всем рынкам, используя при этом уже существующую инфраструктуру и процессы центральных

депозитариев. В результате данное решение может быть внедрено быстро и с наименьшей адаптацией участвующих в проекте рынков.

Проект «Объединение рынков», который планируется запустить в первой половине 2009 г., будет содействовать текущим европейским инициативам, таким как *MiFID*, Европейский кодекс поведения по клирингу и расчетам и *TARGET2-Securities*. Он будет способствовать созданию более эффективного европейского рынка ценных бумаг, предоставляя органичный и экономичный доступ и возможности для взаимодействия, интегрируя процессы и гармонизируя процедуры по всем рынкам, участвующим в проекте.

Клиенты выиграют от единой точки доступа к почти 50% европейского рынка ценных бумаг, и им будут предоставлены высококачественные услуги по расчетам и хранению. Централизованный доступ, основанный на существующей локальной инфраструктуре центральных депозитариев, способствует снижению стоимости трансграничных сделок и экономии от гармонизации процедур.

Семь центральных депозитариев, принимающих участие в проекте, в 2006 г. провели 156 млн транзакций, что составляет почти 50% европейского рынка ценных бумаг; стоимость активов на хранении — 12 трлн евро.

Центральные депозитарии предоставляют на локальных рынках услуги по обработке сделок после торгов. Основные задачи включают расчеты по сделкам с ценными бумагами, хранение и управление ценными бумагами, учитываемыми в интересах клиентов.



Немаловажно также и то, что внедрение услуги по проведению простого клиринга и прямых расчетов по сделкам в ходе торгов на фондовом рынке ММВБ не только предоставляет участникам новые возможности по гибкому управлению внутридневной ликвидностью, но и обеспечивает новую схему ускоренных расчетов по сделкам в ходе первичного размещения или выкупа ценных бумаг.

## ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ И УСЛОВИЯ ПРИМЕНЕНИЯ НОВОГО СЕРВИСА

Совершение сделок на условиях простого клиринга в настоящее время обеспечивается только в адресных режимах торговли Фондовой биржи ММВБ: в модифицированных режимах торгов РЕПО, в режиме переговорных сделок и в режимах торгов «Размещение: адресные заявки», «Выкуп: адресные заявки». Для заключения сделки на условиях простого клиринга на Бирже предусмотрен новый код расчетов Z0, который должны определить оба контрагента по сделке. Таким образом, услуга простого клиринга задействуется только при обоюдном согласии сторон по сделке.

Совершение сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 означает, что простой клиринг будет применяться только по первой части этой сделки, т. е. расчеты по первой ее части пройдут незамедлительно (в течение ближайших минут) после ее заключения на Бирже. Вторая же часть сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 может быть исполнена либо на условиях простого клиринга, либо на условиях многостороннего клиринга (по обычной процедуре) — все определяется договоренностью контрагентов по сделке.

В целях обеспечения участникам рынка возможности инициировать простой клиринг не на стадии совершения сделки на Бирже, а на этапе исполнения по ней обязательств в Системе клиринга ЗАО ММВБ на фондовом рынке предусмотрен новый вид отчета на исполнение — Срочный отчет на исполнение. Регистрация такого отчета по сделке обоими ее контрагентами определяет включение обязательств по такой сделке в простой клиринг и незамедлительное проведение расчетов по ней на валовой основе.

Срочные отчеты на исполнение могут применяться не только по вторым частям сделок РЕПО, но и по сделкам адресных режимов торгов с кодами расчетов В0—В30, т. е. по сделкам, которые были ранее заключены без проведения процедуры контроля обеспечения и предусматривали форвардное (отложенное во времени) исполнение по ним обязательств. Кроме того, Срочные отчеты на исполнение доступны для использования и при исполнении первых частей сделок РЕПО с кодом расчетов S0—S2, которые, как уже отмечалось ранее, получают все большее распространение на рынке.

Следует особо обратить внимание на то, что подача Срочного отчета на исполнение одним контрагентом и подача обычного Отчета на исполнение другим контрагентом не приведут к исполнению обязательства по сделке. При этом виновной стороной, действия которой привели к неисполнению обязательств по сделке, согласно биржевым правилам, будет признана та сторона, которая подала Срочный отчет на исполнение. Для исключения подобной несогласованности в действиях сторон была введена новая версия удаленного рабочего места участника рынка, позволяющая раскрывать информацию о действиях его контрагентов по адресным сделкам в ходе их исполнения.

Возможность подачи Срочных отчетов на исполнение реализована в последних версиях рабочих мест *MICEX Trade SE* (версия 3.2, сборка 7) и фирмы *СМА* (версия 3.22). Для совершения сделок с кодом расчетов Z0 новые рабочие места не требуются.

Время заключения сделок с кодом расчетов Z0 и регистрации Срочных отчетов на исполнение ограничено пределами 10:00—17:00 по московскому времени.

Новая услуга ММВБ ориентирована прежде всего на сегмент крупных сделок, поэтому на первом этапе применение простого клиринга на фондовом рынке ограничено сделками, минимальный объем которых равен или превышает 10 млн руб.

## КОНТРОЛЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

Сделки, включаемые в простой клиринг (на стадии либо их совершения, ли-

бо регистрации срочных отчетов на исполнение), проходят контроль достаточности их обеспечения на условиях фактического полного преддепонирования и полной предоплаты. В момент подачи заявки на заключение сделки с кодом расчетов Z0, а также регистрации Срочного отчета на исполнение проводится процедура контроля обеспечения — в пределах минимального значения из контрольной и плановой позиций по денежным средствам для покупателя (или позиций депо для продавца). Контрольная позиция отражает количество зарезервированных денежных средств (или ценных бумаг) на торговых счетах в Расчетной палате ММВБ (торговых разделах в НДЦ) за вычетом величины денежных средств (ценных бумаг), требуемых для исполнения обязательств:

- по активным заявкам в Системе торгов Биржи с кодом расчетов Z0;
- по заключенным сделкам с кодом расчетов Z0 и/или по зарегистрированным Срочным отчетам на исполнение сделок, расчеты по которым еще не завершены.

Таким образом, в отличие от иных сделок, совершать которые можно с обеспечением активами по еще нерассчитанным сделкам<sup>3</sup>, технология простого клиринга предусматривает, что совершение сделки с возникновением обязательства по денежным средствам должно обеспечиваться зарезервированными денежными средствами на торговых счетах в Расчетной палате ММВБ, а совершение сделки с возникновением обязательства по ценным бумагам — зарезервированными соответствующими ценными бумагами на торговых разделах в НДЦ.

## ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА

Действующие ставки комиссионного вознаграждения ЗАО ММВБ за клиринговое обслуживание по сделкам с ценными бумагами дифференцированы в зависимости от актива, с которым проводятся операции (акции, облигации, паи), а также от вида сделки, совершенной в том или ином режиме торгов на Фондовой бирже ММВБ. Учитывая, что проведение простого клиринга по сделкам с ценными бумагами является дополнительной услу-

<sup>3</sup> Использование полного предварительного резервирования денежных средств и ценных бумаг, как основного способа обеспечения исполнения обязательств на фондовом рынке ММВБ при проведении многостороннего клиринга, не означает требования полной предоплаты по денежным средствам или полного преддепонирования ценных бумаг, когда участники рынка получают возможность совершать сделки только в пределах тех активов, которые зарезервированы ими для торгов. Действующие механизмы установления и ведения лимитов (позиций) по денежным средствам и по ценным бумагам в Системе клиринга ММВБ в ходе торгов позволяют участникам использовать для контроля обеспечения актива, полученные ими в позицию по еще нерассчитанным (неисполненным) сделкам, но уже прошедшим контроль обеспечения, т. е. либо по сделкам, совершенным в ходе текущей торговой сессии на Бирже на условиях полного контроля обеспечения, либо по сделкам, включенным в клиринговый пул текущего дня через подачу обоими контрагентами отчетов на исполнение в Систему клиринга. Таким образом, участник торгов даже при отсутствии акций X на его торговом разделе счета депо в депозитории может совершить сделку продажи этих ценных бумаг в основном (анонимном) режиме торгов, если до этого в ходе текущего торгового дня на Фондовой бирже ММВБ он заключил сделку по их покупке на условиях полного контроля обеспечения либо если он и его контрагент-продавец по другой, ранее заключенной сделке с акциями X зарегистрировали в Системе клиринга ММВБ Отчеты на ее исполнение текущим днем.

гой, ориентированной в первую очередь на крупные сделки (объем которых превышает 10 млн руб.), на базе действующей структуры Тарифов ЗАО ММВБ за клиринговое обслуживание участников клиринга установлено:

- при заключении сделки с кодом расчетов Z0 сумма клиринговой комиссии для каждой стороны по сделке дополнительно увеличивается на 0,003% от объема сделки;

- ставка комиссионного вознаграждения ЗАО ММВБ за регистрацию Срочного отчета на исполнение установлена в размере 0,003% от объема сделки (для сделок РЕПО — от объема соответствующих обязательств/требований по денежным средствам по первой/второй части сделки РЕПО) с каждой стороны по сделке.

Кроме того, для сделок с облигациями, заключаемых на Фондовой бирже ММВБ в режиме переговорных сделок, введено ограничение на максимально допустимую величину клиринговой комиссии по одной сделке с кодом расчетов Z0 в размере 800 руб. с каждой стороны по сделке. Для сделок РЕПО с кодом расчетов Z0 минимальный уровень ставки клиринговой комиссии установлен в размере 30 руб. с каждой стороны по сделке.

Другие виды тарифов (комиссия Фондовой биржи ММВБ и вознаграждение ЗАО ММВБ по договорам о предоставлении интегрированного технологического сервиса (ИТС)) практически не изменились и будут применяться по сделкам, включаемым в простой клиринг, в обычном размере. Исключение составляют только сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 — по таким сделкам введена минимальная ставка вознаграждения по ИТС в размере 7 руб.

Система клиринга и расчетов по сделкам является одной из важнейших характеристик качества рынка, определяющих ликвидность и привлекательность работы на нем. В качестве важнейшего принципа запуска новой технологии простого клиринга на фондовом рынке ММВБ следует отметить внедрение нового сервиса не через замещение новым сервисом старого, а путем создания опциональных условий для применения разных услуг. В связи с этим очевидно, что востребованность новой системы исполнения обязательств по совершаемым сделкам со стороны участников рынка будет напрямую зависеть от их готовности «настроить» собственные процедуры торговых и бэк-офисных операций с учетом нового сервиса, предоставляемого Группой ММВБ. ■



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Галина Аксенова

Начальник Управления взаимодействия с торговыми, клиринговыми и расчетными системами НДЦ

### ЗАПУСК ПРОСТОГО КЛИРИНГА НА ММВБ — ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Идея внедрения на ММВБ механизма простого клиринга (расчет сделок на валовой основе, или «сделка за сделкой») родилась несколько лет назад. Цель — предоставить участникам клиринга дополнительный механизм управления ликвидностью, позволяющий осуществить адресную сделку, по которой расчеты и окончательная поставка активов будут совершены до сеанса многостороннего клиринга, происходящего по окончании торгового дня. Это позволяет сократить период резервирования, в течение которого активы, с которыми совершаются сделки, не могут быть выведены из клиринговой системы ММВБ. Данная возможность особенно актуальна в период кризиса ликвидности, с которым российские профучастники столкнулись в настоящий период. Запуск простого клиринга, возможно, и не состоялся бы вообще, если бы был успешно реализован проект организации промежуточной клиринговой сессии, решавший во многом схожие задачи. Но, поскольку дополнительная клиринговая сессия в середине дня породила достаточно много проблем для участников, особенно для тех, кто осуществляет маржинальные сделки, от ее внедрения отказались. В результате был завершен проект простого клиринга.

Для участников рынка, а также для НДЦ, аудит которого ежегодно проводит международная рейтинговая компания *Thomas Murray*, это знаменательное событие. Следует отметить, что общий рейтинг НДЦ, который в прошлом году был установлен на уровне А+ («низкая степень риска»), складывается не только из показателей операционной и финансовой надежности и устойчивости самой компании, но и из показателей Группы ММВБ в целом. В связи с этим очень важны любые позитивные изменения в технологии проведения торгов и клиринга, по итогам которых происходит движение ценных бумаг по счетам депонентов в НДЦ.

Одним из факторов, снижающих потенциальную возможность повышения рейтинга НДЦ, является используемая на ММВБ система 100%-ного преддепонирования ценных бумаг на торговых разделах. Считается, что чем продолжительнее клиринговая сессия, основанная на подобной системе, тем выше риск резервирования активов. Депонент утрачивает контроль над своими ценными бумагами и денежными средствами на длительный период времени, в течение которого они блокируются в депозитории и в платежной системе до проведения расчетов по итогам сделок с этими ценными бумагами.

Благодаря внедрению механизма простого клиринга депонент при необходимости сможет сократить продолжительность расчетов и таким образом уменьшить период резервирования (преддепонирования) активов. Тем самым клиринговая и расчетная системы предоставляют участникам инструмент для управления риском резервирования активов.

Окончательный расчет по сделке осуществляется в течение нескольких минут после получения НДЦ и РП ММВБ соответствующих поручений от ММВБ. НДЦ в свою очередь немедленно направляет депоненту отчет о проведенных в результате простого клиринга зачислениях или списаниях ценных бумаг. Получив подобный отчет, депонент может инициировать операцию вывода данных ценных бумаг с торгового раздела. Для этого необходимо направить в НДЦ поручение, которое будет исполняться в режиме динамического списания. Напомним, что между НДЦ и ММВБ установлено взаимное действие, которое позволяет в режиме реального времени осуществить в период торгов дополнительное зачисление ценных бумаг на торговые разделы либо их списание. При этом списание возможно после получения НДЦ разрешения от ММВБ. Для ценных бумаг, зачисленных покупателем на торговый раздел по итогам проведения простого клиринга, подобное разрешение практически гарантировано, поскольку автоматически в системе клиринга происходит увеличение начальной позиции по ценным бумагам, в пределах которой допускается вывод активов из системы.

Первые несколько недель с момента начала расчетов на основе простого клиринга показали, что депоненты используют данный сервис, он им необходим. В то же время хотелось бы подчеркнуть, что наличие простого клиринга не может гарантировать полного отсутствия для депонентов риска резервирования активов. Необходимо начать разработку системы, позволяющей отказаться от 100%-ного преддепонирования ценных бумаг и резервирования денежных средств, т. е. такой системы, которая в наибольшей степени соответствовала бы мировым стандартам. Конечно, снижая одни виды рисков, мы увеличиваем другие, прежде всего кредитные риски и риски взаимодействия контрагентов. Но для управления данными видами рисков в мировой практике применяются достаточно эффективные меры, в том числе использование центрального контрагента, кредитование ценными бумагами и др. Естественно, все новое внедрять непросто, но без этого российскому фондовому рынку будет сложно позиционировать себя в качестве мирового финансового центра.





**Денис Соловьев**  
Заместитель директора НДЦ,  
канд. юрид. наук

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПЕРЕКРЕСТНОГО МАРЖИРОВАНИЯ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА

### СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Основой системы управления рисками являются гарантийные взносы (маржа), т. е. денежные средства или ценные бумаги, которые должны быть внесены клиринговыми членами в качестве залога по занятой позиции. Объем залога не должен быть слишком высоким, поскольку это очень ограничит ликвидность участников торгов. Однако его нельзя устанавливать и на слишком низком уровне, так как это может представлять потенциальную угрозу для гарантирования исполнения контракта.

В процессе обеспечения необходимо не только учитывать возможные потери, подсчитанные на основе текущих цен, но и принимать во внимание потенциальное изменение цен, чтобы не возникла ситуация недостаточности гарантийного обеспечения в период до очередного подсчета и дополнительного депозита. Функцией эффективной системы гарантийных взносов является поиск оптимальных мер по обеспечению финансовой стабильности центрального контрагента, притом что ликвидность не должна быть чрезмерно ограничена в ущерб развитию рынка.

Требования к участникам клиринга должны содержать понятные условия в от-

ношении их кредитоспособности. Это является ключевым компонентом защиты, обеспечиваемой системой управления рисками.

### МАРЖИРОВАНИЕ И УСЛУГИ ПО ПЕРЕКРЕСТНОМУ МАРЖИРОВАНИЮ. РИСКОВОЕ МАРЖИРОВАНИЕ

Маржирование представляет собой процесс оценки, подсчета и управления залогом лица, предоставляющего обеспечение по открытым позициям. Предоставление обеспечения должно гарантировать, что все финансовые обязательства по открытым позициям клиринговых членов могут быть компенсированы ССР за очень короткое время.

Инвесторов интересует предоставленное обеспечение для покрытия лишь риска открытой позиции на своем счете, а не проведение полной выплаты суммы сделки (поставки бумаг). Объем обеспечения, которое необходимо предоставить, рассчитывается на основе всех рисков открытых позиций на счете. Полный размер рисков определяется ценовым риском инструментов и денежной позицией на счете. Необходимый взаимозачет противоположных рисков снижает эффект от общей позиции, и это

необходимо учитывать при расчете. Равные, но противоположные риски по счету должны компенсировать друг друга. И в результате оптимальный уровень защиты достигается при минимальном объеме залога, вносимого участниками рынка.

При выделении различных фьючерсных контрактов в портфеле в «пакеты», которые имеют похожие риски, они группируются в так называемые маргинальные классы в зависимости от базового инструмента. Различные классы создаются для каждого типа фьючерсных контрактов на индексы акций и процентные ставки. В случае опционов на акции все контракты по одному базовому инструменту группируются. Нереализованные прибыль и убытки по фьючерсным контрактам в одном маргинальном классе компенсируют друг друга.

Этот процесс называется перекрестным маржированием. Он повышает ликвидность, так как при взаимозачете равных, но противоположных рисков существенно снижается объем залога, необходимый для покрытия различных позиций на счете, чего бы не произошло в случае, если бы необходимо было депонировать общую сумму требований по гарантийным взносам по каждому контракту. Если два или более маргиналь-



ных классов по контрактам, базовые активы которых коррелируют в отношении структуры рисков, объединить, получится маргинальная группа. В рамках одной маргинальной группы возможно перекрестное маржирование, т. е. взаимозачет равных, но противоположных рисков. Поэтому целесообразно объединять контракты вместе в одну маргинальную группу.

Уровень маржи для каждого члена должен пересчитываться как минимум ежедневно, так как сделки, совершаемые за торговый день, приводят к созданию новых позиций и компенсации предыдущих за счет совершения встречных сделок. Однако лучше проводить расчет маржи в течение дня и оставлять за собой право в течение дня требовать дополнительное обеспечение (*margin call*) с членов клиринговой палаты. К тому же этот процесс улучшает ликвидность. Если бы требования о внесении гарантийного взноса (*margin requirements*) отслеживались постоянно на основе подверженности риску вплоть до окончания контракта, это привело бы к необходимости вносить слишком большой гарантийный взнос из-за значительного колебания цен в течение срока контракта (рис. 1).

Ежедневная корректировка необходимой маржи не составляет труда, так как торгуемые на бирже стандартизированные фьючерсные контракты, облигации и акции дают возможность постоянно отслеживать цены (рис. 2). Прибыль и убытки, получаемые при изменении цен в течение дня, компенсируются или денежными средствами, которыми обмениваются контрагенты (вариационная маржа), или более высокой маржей, депонируемой покупателем в CCP (рисковая маржа).

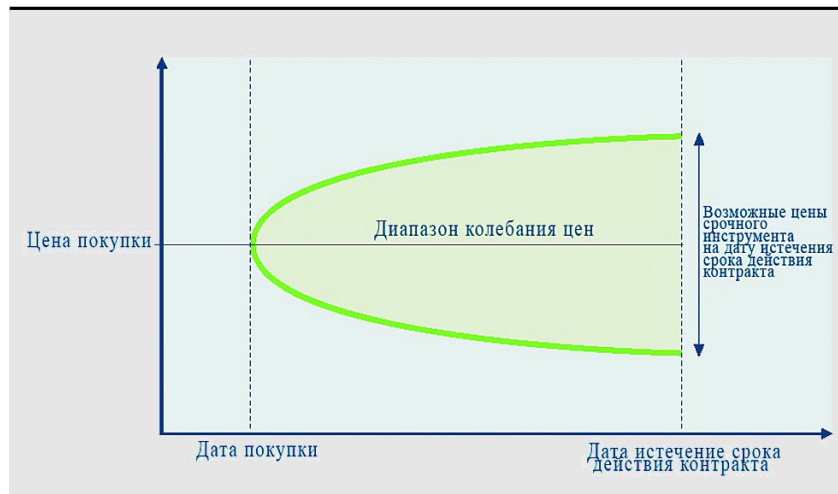
Размер риска, по которому необходимо предоставлять обеспечение, определяется наибольшей возможной суммой, необходимой для компенсации позиции по данному счету на следующий торговый день. Эта сумма рассчитывается на основе наименее благоприятного движения цен, которое может произойти по позиции на счету. Расчет суммы необходимого гарантийного взноса (*margin requirement*) для счета владельца и счета доверительного управляющего должны проводиться по отдельности. Риски, которые равны по сумме, но противоположны по сути и обычно возникают от открытых коротких и длинных позиций по одному контракту с одной датой исполнения, должны компенсировать друг друга и не приводить к чрезмерной длинной позиции (т. е. нетто-длинная позиция) или к чрезмерной короткой позиции (т. е. нетто-короткая позиция). Сделки с акциями могут быть поме-

чены для применения определенных методов обработки. Позиции по риску, которые происходят от сделок, помеченных для валовой обработки (так называемая гросс-позиция), рассматриваются как индивидуальная позиция по риску. Нетто-рисковые позиции, которые возникают в другом случае при другом методе обработки, аккумулируются и рассматриваются как так называемая совокупная нетто-позиция по риску. Для избежания излишне высокого уровня маржи по сделкам с акциями, текущий риск по коротким и длин-

изменения цен определенного инструмента, который может быть достигнут при торговле в будущем. Большой ценовой интервал свидетельствует о высокой волатильности, тогда как низкий уровень колебания цен отмечается при низкой волатильности.

При подсчете волатильности необходимо выбрать интервал для наблюдения. Некоторые предпочитают брать данные за 30 или более торговых дней. Историческая волатильность, подсчитанная на основе данных за 30 или 250 дней, соз-

Рисунок 1. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ ДО ОКОНЧАНИЯ КОНТРАКТА



ным позициям впоследствии суммируется по каждой стороне для расчета получившейся маржи.

Основной задачей рискового маржирования является определение максимальных издержек, которые могут возникнуть из-за немедленной ликвидации портфеля или невозможности поставки. Для определения предельного неблагоприятного движения цены по отдельному контракту или ценной бумаги анализируется историческое поведение цен ценных бумаг (базовых) (например, в случае опционов на акции — последнее изменение цен акций, которые лежат в основе опциона). Объем маржи устанавливается путем использования математической модели с различными параметрами, а также на основе текущих рыночных цен. Среди наиболее значимых параметров — волатильность ценной бумаги (базовой). Волатильность отражает колебания цен, возникающие в течение последовательных торговых дней. Таким образом, историческая волатильность (как одна из ее частей, основанная на историческом опыте) выступает в качестве способа сравнения. Историческая волатильность, т. е. изменение цен конкретной ценной бумаги в прошлом, дает представление о максимальном потенциальном интервале

дает базу для ожидаемой волатильности в будущем. В попытке застраховаться от риска экстремального движения цены, ставка маржи для конкретного продукта фиксируется на основании волатильности и оценки текущего состояния рынка. Ставка маржи определяет максимально возможное однодневное изменение цены, т. е. в 99% случаев колебание цены базового инструмента не превысит спрогнозированный интервал (маржевый интервал).

Как только определена максимальная и минимальная потенциальная цена базовой ценной бумаги, путем использования ставки маржи (маржевый параметр) вычисляются получившиеся теоретические цены контрактов, в основе которых лежит данная ценная бумага. Этот расчет может проводиться с помощью множества моделей оценки опционов. Однако так как существуют торговые стратегии, при которых наибольшие потенциальные потери могут произойти при определенной цене исполнения контракта, все цены исполнения, которые находятся между минимальной и максимальной теоретической ценой серии опционов, должны быть также использованы как дополнительные прогнозные цены базового инструмента. При этих расчетах используется



фактор волатильности, рассчитываемый на основании ежедневных цен закрытия опционов.

Одной из моделей, которые могут использоваться при расчете волатильности, является так называемая биномиальная модель Кокса, Рубинштейна и Росса<sup>1</sup> (*Cox, Rubinstein & Ross binomial model*). Двудольные деревья графов, которые используются на практике, делят срок опциона на 30 или более временных шагов. Каждый временной шаг является двоичным движением цены ак-

контрактам. На высоколиквидных рынках такие позиции с взаимокompенсиремым риском существуют, так как цены опционов и фьючерсов на один и тот же базовый инструмент зависят от тех же факторов: цена и волатильность базового инструмента, а также направление процентных ставок. Влияние этих факторов на индивидуальные позиции по фьючерсам и опционам, однако, может существенно различаться. Что касается опционов, которые отличаются только ценой поставки, корреляция между их ценами очень вы-

сома. Поэтому базой для расчета является максимальное ожидаемое колебание цен базового актива, которое может произойти до конца следующего дня (маржинальный параметр). Параметры маржи устанавливаются ССР на основе статических исследований волатильности базового инструмента. Посредством прибавления маржинальной ставки и вычитания ее из текущей рыночной цены высчитываются маржинальный интервал и максимальная и минимальная цена базового инструмента, которая может быть достигнута в течение следующего торгового дня.

Эти спроецированные цены используются для определения всех цен исполнения открытых серий опционов, которые входят в маржинальный интервал. На основе этих цен исполнения высчитывается теоретическая цена соответствующих опционов. Это может быть сделано путем использования различных моделей оценки опционов.

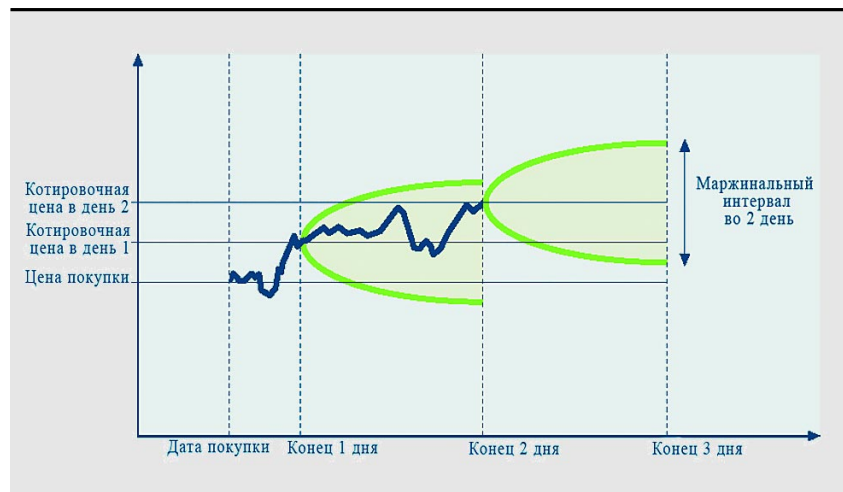
После этого данные теоретические цены используются для расчета потенциальной ликвидационной стоимости для всех цен исполнения, входящих в маржинальный интервал (спроецированная стоимость), по следующей формуле:

*Ликвидационная стоимость = теоретическая цена • размер контракта • шаг цены / размер шага.*

Если ликвидационная стоимость всех контрактов в определенном маржинальном классе суммируется, полученная сумма отражает потенциальную ликвидационную стоимость, которая может возникнуть для всего портфеля, если цена базовых инструментов изменится на полную сумму маржинального параметра в течение 24 часов. Стоимость закрытия по текущей расчетной цене списывается как рискованная маржа, и ликвидационная стоимость при наихудшем сценарии, минус рискованная маржа, равна дополнительной марже.

Перекрестное маржирование особенно эффективно при торговле с различным сочетанием инструментов. Инвестор создает комбинацию посредством одновременного открытия двух позиций по деривативам, в основе которых лежит один базовый инструмент. Таким образом, можно создать пропорцию из риска и соответствующего вознаграждения, непосредственно отвечающего пожеланиям инвестора.

Рисунок 2. ЕЖЕДНЕВНАЯ ПЕРЕОЦЕНКА МАРЖИ



ции. С 30 временными шагами — 31 заключительная цена акций и  $2^{30}$ , или более 1 млрд, возможных линий поведения цены. Существует программное обеспечение для оценки опционов от 2 до 500 временных шагов<sup>2</sup>.

### ПЕРЕКРЕСТНОЕ МАРЖИРОВАНИЕ В РАМКАХ ОДНОГО МАРЖИНАЛЬНОГО КЛАССА

Если на счете учитывается несколько контрактов, в основе которых лежит один и тот же базовый инструмент, возможно, что риски компонентов этих контрактов частично компенсируют друг друга. Типичным примером этого является спред, в котором риск по проданному опциону колл (пут) в большой степени нейтрализуется одновременной покупкой другого опциона колл (пут). Роль перекрестного маржирования состоит в отражении этого при расчете маржи, чтобы излишне не снижать ликвидность и гарантировать, что начисленная сумма маржи равна сумме, необходимой для покрытия остающихся рисков, возникающих по этим

сока. Но она расходится в случае опционов с разными сроками истечения. Еще меньшая зависимость наблюдается в движении цен по опционам колл и пут. Для того чтобы учесть корреляцию цен между опционами и фьючерсами, в основе которых лежат одни и те же базовые инструменты, ССР группирует продукты по маржинальным классам. В рамках таких классов все позиции по счету, связанные с одним базовым инструментом, группируются. Для опционов на акции все контракты на счете, в основе которых лежит один и тот же базовый инструмент, объединяются в один маржинальный класс.

Гарантийный взнос, который необходимо внести, должен покрывать ликвидационную стоимость, возникающую в случае, если участник рынка не может исполнить свои обязательства, и в результате все его позиции должны быть ликвидированы. В таком случае недостаточно просто предоставить покрытие потенциальной ликвидационной стоимости по текущей рыночной цене, но также надо учитывать, что закрытие позиций может произойти завтра по невыгодным

<sup>1</sup> Cox J., Ross S., Rubinstein M. Option Pricing: A Simplified approach // Journal of Financial Economics, 7 (October 1979). P. 229–264.

<sup>2</sup> John C. Hull Options, Futures & other derivatives. Prentice Hall. P. 212.



## ПЕРЕКРЕСТНОЕ МАРЖИРОВАНИЕ В РАМКАХ ОДНОЙ МАРЖИНАЛЬНОЙ ГРУППЫ

Если несколько базовых инструментов и, соответственно, несколько маржинальных классов подвержены одному риску, то логично группировать соответствующие маржинальные классы в маржинальную группу. Дополнительная маржа для высшего и низшего маржинального интервала рассчитывается индивидуально для каждого маржинального класса. Полученная стоимость может быть преобразована следующим образом: если возникнет отрицательная маржинальная ставка, это будет принято во внимание только в определенной пропорции, т. е. маржинальное зачисление (негативная сумма) умножается на компенсационную ставку. Для большинства маржинальных групп эта ставка равна нулю, т. е. маржинальные зачисления просто игнорируются. Впоследствии величина дополнительной маржи по всем маржинальным классам в верхней части маржинального интервала суммируется. Сумма — верхняя часть дополнительной маржи определенной маржинальной группы. Та же процедура используется для расчета ниж-

ней части маржинального интервала, в результате чего получается суммарная нижняя часть дополнительной маржи. Полученные суммы дополнительной маржи сравниваются между собой, и наибольшая сумма устанавливается в качестве дополнительной маржи для маржинальной группы, которая удерживается с участника.

Из изложенного следует, что эффективность работы центрального контрагента зависит от количества и объемов сделок с инструментами, имеющими негативно коррелированные волатильности. Из этого можно заключить, что эффективной деятельностью центрального контрагента является тогда, когда он обслуживает одновременно все рынки и является центральным для максимального количества торговых площадок и внебиржевого сегмента.

Регулирование деятельности центрального контрагента должно позволять ему распоряжаться активами, переданными ему в обеспечение в режиме реального времени, в приоритетном порядке и без риска неблагоприятных правовых последствий.

Современные системы управления рисками, реализованные в программных

комплексах ведущих клиринговых институтов, позволяют минимизировать риски, рассчитывая оптимальные параметры маржи и гарантийного обеспечения в режиме реального времени.

Уже сегодня регулирование деятельности ЦКК должно определять критические особенности функционирования системы управления рисками, чтобы стало возможно сформулировать технологические требования и через год-два располагать функциональным звеном инфраструктуры, способным конкурировать по эффективности с мировыми лидерами.

Процесс кооперации инфраструктурных институтов для создания системы клиринга, основанной на международном стандарте, уже идет. Так, ЗАО «Международная фондовая биржа Санкт-Петербург» (IXSP), Газпромбанк, РДК, Лондонская клиринговая палата LCH.Clearnet приняли решение о создании «Российской клиринговой палаты». Лондонская клиринговая палата выступила с предложением использовать при создании RCH рекомендации Международной организации комиссий по ценным бумагам, которые отражают наиболее передовой международный опыт<sup>3</sup>. ■

<sup>3</sup> Прайм-ТАСС. 8 апреля 2008 г.

### НОВОСТИ НДЦ

## НДЦ и CDSL подписали Меморандум о сотрудничестве

8 апреля 2008 г. в ходе встречи в Бомбее Директор Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» (Российская Федерация) **Николай Егоров** и Управляющий директор и Президент *Central Depository Services Limited* (Индия) **Виджей Раут** подписали Меморандум о сотрудничестве между двумя депозитариями. Подписанное соглашение закладывает основу для тесного сотрудничества сторон в области хранения и учета ценных бумаг, клиринга, расчетных сервисов и смежных с ними направлений.

Основные положения подписанного соглашения включают: обеспечение на постоянной основе возможности встреч руководителей высшего звена обеих компаний с целью углубления взаимного понимания по вопросам развития; обмен информацией и статистическими данными; сотрудничество в вопросах подготовки кадров.

Относительно перспектив **Николай Егоров**, Директор НДЦ, сказал следующее: «Развитие экономических взаимоотношений в рамках BRIC (Бразилия — Россия — Индия — Китай) требует более тесного сотрудничества между депозитарно-расчетными структурами. Подписание Меморандума о сотрудничестве между депозитариями России и

Индии является важным шагом на этом пути. Обмен опытом и технологиями между НДЦ и CDSL на системной основе окажет позитивное влияние на процессы интеграции национальных финансовых рынков Индии и России в глобальный мировой рынок».

**Виджей Раут**, Управляющий директор и Президент индийской компании *Central Depository Services Limited* (CDSL), заявил: «Я рассматриваю данный Меморандум в качестве первого шага на пути взаимовыгодного делового сотрудничества. Мы надеемся, что интеллектуальный обмен, налаженный посредством данного Соглашения, будет весьма полезен нам и нашим клиентам».

Он также добавил: «Меморандум позволит нам изучить особенности продуктов и бизнес-процессов наших компаний, а также применяемые нами стратегии управления рисками. Это даст возможность наладить обмен инновационными технологиями, что позволит улучшить качество наших продуктов и услуг и, следовательно, принести выгоду нашим инвесторам».

В ходе обсуждения во время торжественной церемонии подписания Меморандума представители НДЦ и CDSL сошлись во мнении, что «Меморандум будет способствовать развитию рынков ценных бумаг обоих государств».



# ОСОБЕННОСТИ ДЕПОЗИТАРНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ ВТОРОГО ЭТАПА РЕОРГАНИЗАЦИИ ОАО РАО «ЕЭС РОССИИ»

1 июля 2008 г. завершится один из важнейших этапов реформы отечественной электроэнергетики — прекратит свое существование крупнейшая монополия — ОАО РАО «ЕЭС России». Реорганизация РАО «ЕЭС России» вызывает повышенный интерес у профессионального сообщества. Для того чтобы разобраться, с какими сложностями могут столкнуться инфраструктурные организации в процессе реформирования энергохолдинга, Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» 26 февраля 2008 г. провело семинар «Особенности депозитарного обслуживания второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»».

## АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ

Пожалуй, впервые не только в нашей стране, но и в Европе в целом такие масштабные корпоративные преобразования, как реорганизация РАО «ЕЭС России», осуществляются в столь сжатые сроки. Обсудить проблемы, которые могут встать перед инфраструктурой фондового рынка на втором этапе реформирования энергохолдинга, на семинаре собрались представители ФСФР России, РАО «ЕЭС России», ЗАО «СТАТУС», ЗАО «Новый регистратор», ЗАО «Реестр-А-Плюс», НДЦ. В мероприятии приняли участие 160 специалистов более 100 организаций — участников фондового рынка из разных регионов России.

На семинаре были рассмотрены следующие вопросы:

- осуществление сборов списков владельцев акций в ходе проведения реорганизации РАО «ЕЭС России»;
- особенности проведения операций начисления/конвертации акций реорганизуемых энергокомпаний;
- порядок взаимодействия участников учетной инфраструктуры в ходе проведе-

ния операций в процессе реорганизации компании.

Провел семинар Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев**. В своем вступительном слове он отметил, что инфраструктурные организации поставлены в весьма жесткие условия, поскольку им отведено крайне мало времени на решение процедурных вопросов, связанных с реорганизацией РАО «ЕЭС России» (раскрытие информации о владельцах ценных бумаг, начисление ценных бумаг и т. д.). Поэтому Д. Соловьев призвал участников этого процесса «скоординировать свои действия, чтобы последний этап реформирования РАО «ЕЭС России» был проведен грамотно и в результате его реализации не были нарушены права владельцев пакетов акций компании».

Данную позицию поддержал и Начальник отдела регулирования деятельности и лицензирования инфраструктурных организаций ФСФР России **Алексей Львов**. В своем выступлении на тему «Вопросы учетной инфраструктуры при проведении второго этапа реорганизации РАО «ЕЭС России»» он обратил внимание профучастников на необходимость соблюдения в ходе реформирования компании установленных

действующим законодательством сроков представления информации номинальными держателями при сборе регистраторами списков владельцев ценных бумаг. При этом А. Львов отметил, что «вопрос сбора и раскрытия информации напрямую связан с вопросом о стандартизации форматов взаимодействия между держателями реестра и номинальными держателями».

## СПЕЦИФИКА ВТОРОГО ЭТАПА РЕОРГАНИЗАЦИИ

Центральным на семинаре стал доклад Начальника Департамента корпоративного управления и взаимодействия с акционерами корпоративного центра ОАО РАО «ЕЭС России» **Андрея Габова** на тему «Завершение реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»». Он рассказал о порядке проведения второго этапа реформирования компании, который будет проходить в форме присоединения к ФСК магистральных предприятий.

По условиям второго этапа реорганизации (решение Внеочередного общего собрания акционеров от 26 октября 2007 г.) будет составлено два списка акционеров на две даты. Первый список —



для распределения акций выделяемых компаний с учетом варианта голосования на собрании акционеров — «за», «против» или «воздержался». Второй список — для конвертации акций РАО «ЕЭС России» в акции ФСК без учета варианта голосования на собрании акционеров.

Все технические действия, связанные с распределением и конвертацией акций, будут происходить в дату, предусмотренную действующим законодательством, т. е. в день государственной регистрации компаний и внесения в ЕГРЮЛ записи

спецхолдингах). Наличие этих двух «корзин» является особенностью второго этапа реорганизации РАО «ЕЭС России».

А. Габов указал на то, что «по условиям реорганизации номинальные держатели не имеют возможности провести самостоятельный расчет и размещение акций своим клиентам, поскольку у них нет информации по всем акционерам РАО «ЕЭС России», голосовавшим против реорганизации. Расчет производят регистраторы. В связи с этим необходимо добиться полного раскрытия информации о владель-

ру. Данное соглашение, по словам А. Габова, «главный страховочный инструмент для депозитариев нижестоящего уровня, поскольку в нем зафиксированы права и обязанности регистраторов, которые участвуют в процессе реорганизации».

На необходимость разработки нормативной базы, регулирующей взаимодействие инфраструктурных организаций, указал и Генеральный директор ЗАО «СТАТУС» **Михаил Недельский** в своем докладе «Взаимодействие ЗАО «СТАТУС» и других участников учетной системы в про-



А. Габов, Д. Соловьев, А. Львов

о прекращении деятельности РАО «ЕЭС России». При этом А. Габов подчеркнул, что «субъектам учетной системы будет предоставлено достаточно времени для составления списков клиентов, чтобы они успели обменяться данными, раскрыть информацию в соответствующих форматах. В противном случае может возникнуть ситуация, при которой нераскрытые клиенты номинальных держателей не получат свои акции».

Дата распределения акций (составления первого списка) является датой прекращения биржевых торгов акциями РАО «ЕЭС России».

Распределение акций зависит от варианта голосования акционера. Все активы РАО «ЕЭС России» были сгруппированы в два набора акций выделяемых компаний, которые можно условно назвать «корзинами». В первую «корзину» входят активы, которые получат акционеры, голосовавшие «за» или воздержавшиеся, не принимавшие участие во внеочередном собрании акционеров или приобретшие акции после даты собрания. Вторую «корзину» составляют активы, которые получат акционеры, голосовавшие «против». Отличие данных «корзин» заключается в том, что акционеры, голосовавшие «против», помимо активов, включенных в первую «корзину» (но в меньшем количестве, чем акционеры, голосовавшие «за»), получают активы еще в ряде выделяемых компаний (госхолдингах,

цах ценных бумаг и при составлении исходного списка сохранить неизменным идентификатор конечного владельца у номинальных держателей всех уровней».

### ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ РЕГИСТРАТОРОВ И ДЕПОЗИТАРИЕВ

За короткий промежуток времени регистраторам и номинальным держателям предстоит обработать 28 реестров акционеров с более 300 тыс. счетов. И здесь важно то, насколько эффективно будет осуществляться взаимодействие инфраструктурных участников — регистраторов и депозитариев. Поскольку ни один из нормативных актов не регулирует подобные взаимоотношения, это вызвало сложности еще на первом этапе реорганизации РАО «ЕЭС России», когда из структуры компании были выделены два холдинга — ОГК-5 и ТГК-5.

Проблему отсутствия надлежащего нормативного регулирования попытались решить подписанием Соглашения о порядке взаимодействия эмитентов и регистраторов, участвующих в процессе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России», позволяющего снизить транзакционные издержки при передаче материалов от регистратора к эмитенту, от одного эмитента к другому, от эмитента к регистрато-



М. Недельский

ратора в процессе реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России». Чтобы в отсутствие нормативного регулирования исключить вероятность сбоев в технологическом процессе, проводятся «прогоны» (тестовые мероприятия), основная задача которых — совместить форматы обмена данных различных учетных организаций. М. Недельский выразил надежду на то, что второй этап реорганизации позволит накопить опыт грамотного взаимодействия учетных институтов, на основании которого можно будет выстроить эффективную систему их отношений.

Об опыте взаимодействия учетной инфраструктуры на первом этапе реорганизации РАО «ЕЭС России» рассказала Первый заместитель генерального директора, Директор Московского филиала ЗАО «Регистр-А-Плюс» **Надежда Миллер**. Анализ того, с какими проблемами столкнулись инфраструктурные организации на первом этапе реформирования компании, поможет скоординировать действия регистраторов и депозитариев на заключительном этапе.

На первом этапе реорганизации работа регистратора с номинальными держателями первого уровня проводилась по трем направлениям: работа с расчетными депозитариями — НДЦ и ДКК (обмен информацией в соответствии с договором), с депозитариями — держателями депозитарных расписок (передача информации в формате, согласованном с РАО «ЕЭС Рос-



сии»), с остальными депозитариями первого уровня (предоставление запросов, выдача номинальным держателям сведений о ценных бумагах, начисленных их клиентам, и справок об операциях).

С НДЦ и ДКК регистратор заключил соглашения, в которых были прописаны обязательства сторон по взаимодействию в день конвертации. В связи с тем что между регистратором и расчетными депозитариями действуют договоры об ЭДО, соглашения включали в себя сроки, форматы передаваемой информации по целевой компа-



Н. МИЛЛЕР

нии и холдингу, а также фиксировали способы (каналы) направления информации.

Депозитариям — держателям депозитарных расписок по электронной почте был отправлен список всех клиентов целевой компании, с указанием количества, категории и государственного регистрационного номера начисленных каждому клиенту акций (без запроса).

Остальным депозитариям первого уровня в день конвертации по факсу и электронной почте были разосланы уведомления о начислении определенного количества ценных бумаг целевой компании на лицевой счет номинального держателя. В уведомлении указывалось количество акций дополнительного выпуска и количество акций, полученных в результате конвертации целевой компании. К уведомлению прилагалось письмо о том, что, если депозитарию необходим список всех клиентов, с указанием количества, категории и государственного регистрационного номера начисленных каждому клиенту акций целевой компании и холдинга, ему необходимо сделать соответствующий запрос регистратору. Далее проводилась индивидуальная работа с депозитариями по выдаче списков клиентов депозитариев по целевой компании и холдингу после получения от них запроса.

Среди основных проблем, с которыми пришлось столкнуться на первом этапе

реорганизации, Н. Миллер выделила недостаточную разъяснительную работу РАО «ЕЭС России» с депозитариями третьего сегмента, вследствие чего наблюдалось незнание особенностей конвертации, ее сроков и коэффициентов; опубликование на сайте РАО «ЕЭС России» округленных коэффициентов конвертации; отсутствие законодательной базы, регулирующей взаимодействие между депозитариями и регистраторами при проведении конвертаций, что ставит депозитарии перед необходимостью принимать условия, предложенные регистратором. Н. Миллер подчеркнула, что, «поскольку на втором этапе реорганизации регистраторов будет больше, условия должны быть стандартизированы».

Чтобы на заключительном этапе реорганизации избежать сложностей, возникших на первом этапе, Н. Миллер предложила утвердить общий стандарт взаимодействия регистраторов и депозитариев в процессе реформирования; провести несколько семинаров по взаимодействию депозитариев и регистраторов; опубликовать подробную информацию об учетных институтах, участвующих в реформировании, на сайте РАО «ЕЭС России»; подготовить подробные тексты для сотрудников call-центра с объяснением основных положений второго этапа реформирования, а также с указанием, к каким учетным институтам необходимо обращаться.

## РЕОРГАНИЗАЦИЯ СОЧИНСКОЙ ТЭС

Особенности второго этапа реорганизации РАО «ЕЭС России» на примере конкретной целевой компании — Сочинской ТЭС были рассмотрены в докладе Директора ЗАО «Новый регистратор» **Рушаны Бархатовой**.

Согласно договору о присоединении, реорганизация Сочинской ТЭС будет проходить в 2 этапа: первый — присоеди-



Р. БАРХАТОВА

ние 4 существующих компаний (Ивановских ПГУ, Северо-Западной ТЭЦ, Калининградской ТЭЦ-2 и ЗАО «Интер РАО ЕЭС»), второй — присоединение выделяемого холдинга (ОАО «Интер РАО ЕЭС Холдинг»). На данный момент в реестре Сочинской ТЭС зарегистрирован один выпуск ценных бумаг — обыкновенных именных акций.

Для проведения полной реорганизации Сочинская ТЭС регистрирует несколько дополнительных выпусков: по одному выпуску для Ивановских ПГУ, Северо-Западной ТЭЦ, Калининградской ТЭЦ-2 и ЗАО «Интер РАО ЕЭС» и два выпуска (под конвертацию обыкновенных и привилегированных акций) для ОАО «Интер РАО ЕЭС Холдинг». Конвертация акций выделяемого холдинга будет осуществляться как в акции, которые поступят в распоряжение присоединяющей компании, так и в дополнительные акции.

В настоящее время в присоединяемых на первом этапе к Сочинской ТЭС обществах есть ценные бумаги, принадлежащие РАО «ЕЭС России». Таким образом, в ходе присоединения этих обществ на счете РАО «ЕЭС России» в Сочинской ТЭС будут накапливаться ценные бумаги разных выпусков, которые в дальнейшем должны поступить в распоряжение Сочинской ТЭС для проведения конвертации акций выделяемого холдинга.

Второй этап реорганизации Сочинской ТЭС тоже будет проходить в 2 стадии. На первой стадии происходит распределение акций выделяемого холдинга акционерам РАО «ЕЭС России». Акции распределяются с коэффициентом 1:1 без учета вариантов голосования на общем собрании акционеров. На второй стадии акции выделенного холдинга конвертируются в акции Сочинской ТЭС. В соответствии с договором о присоединении, конвертация акций выделенного холдинга в акции, поступившие в распоряжение присоединяющего общества, по каждому выпуску производится пропорционально количеству акций каждой категории, принадлежащих акционерам выделенного холдинга, с учетом коэффициента конвертации.

## ДЕПОЗИТАРНЫЕ ОПЕРАЦИИ

С особенностями исполнения депозитарных операций в НДЦ при проведении второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России» участников семинара познакомила и. о. начальника управления нормативно-технологического обеспечения НДЦ **Елена Стрельникова**.

Реализация прав владельцев ценных бумаг в процессе реформирования РАО «ЕЭС России» требует решения следующих задач: наиболее полного раскрытия ин-



формации о владельцах ценных бумаг; обеспечения правильного начисления ценных бумаг, независимо от того, где осуществляется учет прав на ценные бумаги владельца; проведения начисления ценных бумаг в количестве, рассчитанном регистратором с учетом результатов голосования акционера на собрании акционеров. Также необходимо обеспечить возможность исполнения в сжатые сроки большого количества глобальных операций.

Для наиболее полного раскрытия информации о владельцах ценных бумаг целесообразно указывать в списках владельцев ценных бумаг идентификатор владельца ценных бумаг, присвоенный депонентом НДЦ, в депозитарии которого осуществляется учет прав на ценные бумаги владельца, обеспечить его сохранность и передачу от депозитария, учитывающего права на ценные бумаги, к регистратору и обратно.

При сборе списков владельцев акций РАО «ЕЭС России» НДЦ планирует передачу регистратору 3 идентификаторов: идентификатор, присвоенный клиенту депонентом НДЦ, в депозитарии которого учитываются ценные бумаги владельца; идентификатор, присвоенный НДЦ; идентификатор счета депо депонента в НДЦ.

Кроме того, по мнению Е. Стрельниковой, необходимо шире использовать возможности действующей в НДЦ технологии сбора списков владельцев ценных бумаг, которая позволяет осуществлять дораскрытие списков, вносить изменения в списки, корректировать банковские реквизиты владельцев.

Общая схема документооборота при сборе списка владельцев остается прежней: депонентам направляется запрос, в ответ на этот запрос депоненты предоставляют список и распоряжение на регистрацию списка в НДЦ, по результатам регистрации предоставленного депонентом в НДЦ списка владельцев ценных бумаг депоненту предоставляется отчет.

Уведомление (запрос по корпоративному действию) содержит не только информацию о самом корпоративном действии, порядке предоставления списка в НДЦ, остатках ценных бумаг на счетах депонентов и шаблон формата списка владельцев ценных бумаг, но и информацию о перечне операций по зачислению ценных бумаг на счет «Ценные бумаги до выяснения», операций по списанию/зачислению ценных бумаг со счета/на счет депонента, о перечне неисполненных операций по списанию ценных бумаг со счета депонента на момент формирования уведомления, а также сведения о нераскрытом остатке на междепозитарном счете депо депонента.

Для уменьшения нераскрытого остатка ценных бумаг на внутреннем технологическом счете депо «Ценные бумаги до выяснения» Е. Стрельникова рекомендует депонентам заранее подавать поручения депо на прием ценных бумаг на хранение и/или учет, не дожидаясь исполнения регистратором операции зачисления ценных бумаг на лицевой счет НДЦ, как номинального держателя, в реестре.

Е. Стрельникова также напомнила депонентам, что в том случае, если поручение от депонента не поступило в НДЦ до исполнения операции регистратором и ценные бумаги, причитающиеся депоненту, были зачислены на счет «Ценные бумаги до выяснения», НДЦ (при возможности идентифицировать депонента на основании выписки регистратора) отправляет депоненту уведомление о том, что в его пользу поступили ценные бумаги и необходимо предоставить соответствующее поручение. Также депонент имеет возможность подать информационный запрос и на его основании получить информацию о зачисленных на счет депо «Ценные бумаги до выяснения» ценных бумагах, подлежащих зачислению на счет депо депонента в НДЦ.

Упомянула Е. Стрельникова и об особенностях исполнения операций конвертации и начисления дополнительных ценных бумаг. Зачисление ценных бумаг на счета депо депонентов в НДЦ по результатам исполнения операций начисления дополнительных ценных бумаг или конвертации будет осуществляться на основании отчета регистратора о количестве ценных бумаг, начисленных каждому владельцу, указанному в предоставленном НДЦ списке владельцев ценных бумаг. Е. Стрельникова подчеркнула, что НДЦ не будет рассчитывать, какое количество акций причитается владельцу ценных бумаг, а будет получать эту информацию от регистраторов.

По результатам исполнения каждой операции начисления дополнительных ценных бумаг или конвертации депоненту будет представлен отчет по форме MS101. По междепозитарным счетам депо депоненту дополнительно будет предоставлена часть отчета регистратора, содержащая данные о количестве ценных бумаг, начисленных каждому клиенту в соответствии с предоставленным этим депонентом списком.

Отчет о начисленных ценных бумагах клиентам депонента планируется формировать в *dbf*-формате и размещать в отдельной папке, вложенной в папку «Корпоративные действия» в УРМД «ЛУЧ». Кроме того, необходимо предоставить депонентам возможность просмотра и загрузки отчета. В отчет предполагается также включать информацию об идентификаторе клиента депонента НДЦ.

В заключение Е. Стрельникова напомнила об особенностях зачисления ценных бумаг на счета депо депонентов в случае, если на момент корпоративного действия ценные бумаги учитывались на счете «Ценные бумаги до выяснения». В этой ситуации депонент должен предоставить поручение депо с указанием депозитарного кода тех ценных бумаг, которые были зачислены на лицевой счет НДЦ на основании передаточного распоряжения отправителя ценных бумаг. Ценные бумаги, полученные в результате корпоративных действий, про-



Е. СТРЕЛЬНИКОВА

исшедших в период, когда ценных бумаг учитывались на счете депо «Ценные бумаги до выяснения», будут зачислены на счет депо депонента на основании служебного поручения НДЦ. В отчете по информационному запросу о ценных бумагах, зачисленных на счет «Ценные бумаги до выяснения» (код операции — 41, вид запроса — V), будут указаны те ценные бумаги («базовые» ценные бумаги), зачисленные на счет НДЦ в соответствии с передаточным распоряжением отправителя ценных бумаг.

Доклады, прозвучавшие на семинаре, вызвали оживленную дискуссию. Выступающим было задано много вопросов, большинство из которых касалось специфики проведения расчетов и начисления акций. Это лишний раз свидетельствует о необходимости синхронизации действий участников учетной инфраструктуры, проведения тестовых мероприятий по взаимодействию не только регистраторов и депозитариев, но и, возможно, депозитариев со своими клиентами. Данные мероприятия позволят реализовать заключительный этап реорганизации РАО «ЕЭС России» в установленные сроки, избежать технологических сбоев и обеспечить права владельцев ценных бумаг. ■

**Евгений Калинин**  
выпускающий редактор  
журнала «Депозитариум»



Надежда Лазунина

Генеральный директор ЗАО «Петербургская  
центральная регистрационная компания»

## ЭДО И «БЕЛЫЕ ПЯТНА» УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ТЕМА «БЕЛЫХ ПЯТЕН» УЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ АКТУАЛЬНА ДЛЯ ВСЕХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА: ДЕПОЗИТАРНОЕ И РЕГИСТРАТОРСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ОЧЕНЬ КОНСЕРВАТИВНО, СУЩЕСТВЕННЫХ ИЗМЕНЕНИЙ НЕ ПРОИСХОДИТ МНОГО ЛЕТ. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЗАЧАСТУЮ НА СВОЙ СТРАХ И РИСК ПЫТАЮТСЯ РЕШИТЬ ПРОБЛЕМНЫЕ СИТУАЦИИ, И НЕ РЕДКО ВЫХОДОМ В ДАННОМ СЛУЧАЕ СТАНОВЯТСЯ НОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ. РАССМОТРИМ НЕКОТОРЫЕ СИТУАЦИИ, ВОЗНИКАЮЩИЕ В ПРОЦЕССЕ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ДЕЙСТВИЙ ЭМИТЕНТА: СБОР РЕЕСТРА, РЕАЛИЗАЦИЯ ПРАВ ИНВЕСТОРА ПРИ ПЕРЕВОДЕ ЦЕННЫХ БУМАГ И ПРОЦЕДУРЕ ВЫКУПА ЦЕННЫХ БУМАГ.

Прежде всего определимся с терминами. «Белыми пятнами» мы называем проблемы и ситуации, которым в нормативных документах не дана однозначная характеристика.

Интерес международного рынка зависит от эффективности российского регулирования и условий существования отечественных инвесторов, эмитентов и финансовых посредников.

Большинство российских эмитентов ведет реестр самостоятельно, и до полного раскрытия информации им еще очень далеко. Принятый ФСФР России Приказ от 27 декабря 2007 г. № 07-113/пз-н, стимулирующий перевод реестров к регистраторам, пока не дает заметных результатов. Несмотря на то что многие эмитенты хотят привлечь средства, раскрывать

информацию о себе они не торопятся. Наблюдается даже обратная тенденция: поскорее сократить число акционеров и уйти в подполье, т. е. вести реестр самостоятельно.

Но мы с вами будем говорить о другой группе эмитентов — ориентированных на развитие, инвестиции, инвесторов и понимающих, зачем и почему именно таким образом они привлекают средства на открытом рынке. Таким эмитентам программы по связям с инвесторами (*Investor Relations*) необходимы. Отдельный блок вопросов этой программы связан с корпоративными действиями эмитента.

Итак, с какими же проблемами при проведении корпоративных действий приходится сталкиваться? Прежде всего возникают сложности со сбором реестра —

формированием списков владельцев ценных бумаг к собранию или для выплаты доходов. Проблем не возникает, если номинальные держатели не участвуют в этом процессе. Но если есть счета номинальных держателей, а у тех в свою очередь — бумаги на счете других номинальных держателей, и кто-то на каком-то уровне не раскрыл собственников ценных бумаг, то могут возникнуть сложности, связанные с реализацией прав акционера. Например, акционер представляет на собрании акционеров выписку из своего депозитария, но в списках к собранию акционеров его нет. Ситуация может быть критичной, если акционер владеет существенным пакетом акций. Это может повлиять на кворум собрания и исказить результаты голосования по вопросам по-



вестки дня. Самые негативные последствия возникнут при аннулировании решений общего собрания, если обиженный акционер найдет того, по чьей вине он не попал в списки, и через суд начнет отстаивать свои права. На практике подобные проблемы решаются путем так называемого дораскрытия списков владельцев. Такие дораскрытия (т. е. допполнения к ранее предоставленному списку владельцев) номинальные держатели обычно предоставляют чуть позже срока, обозначенного в запросе от эмитента или регистратора.

Системы электронного документооборота, применяемые для взаимодействия регистраторов и номинальных держателей и номинальных держателей друг с другом, позволяют решить целый ряд проблем при сборе информации, поскольку:

- ускоряется пробег запросов-ответов;
- поддерживаются единые стандарты содержащейся информации;
- снижается количество ошибок в сведениях, что особенно актуально при большом объеме информации;
- удешевляется процесс обработки документов, так как системы ЭДО, как правило, присоединены к внутренним автоматизированным системам учета.

Системы ЭДО необходимы при многоуровневой системе номинальных держа-

телей, ведь у каждого последующего субноминального держателя времени на ответ при сборе реестра становится все меньше.

Отдельная проблема — это сбор реестра к собранию или для выплаты доходов, происходящий в период исполнения депозитарных переводов. Имеется в виду ситуация с несколькими номинальными держателями, участвующими в перемещении ценных бумаг. Наиболее мудрые депозитарии уже давно в своих отчетных документах для клиентов указывают дату не только проведения операции, но и перерегистрации в реестре. Эта информация необходима для установления владельца по состоянию на любой момент времени. Однако данная практика не оговорена в нормативных документах, а потому не всеми депозитариями применяется, что может ущемить права акционера и не добавляет привлекательности российскому рынку ценных бумаг в целом. Каков же выход? Свести к минимуму время исполнения переводов, чему способствуют системы ЭДО. Сокращение сроков перерегистрации ценных бумаг увеличит оборачиваемость активов инвестора при интенсивных сделках, что положительно влияет на доходность от операций с ценными бумагами.

Другая актуальная тема — всевозможные выкупы акций: выкуп акций

эмитентом по собственному решению или по требованию акционера, принудительный выкуп акций у миноритариев акционером, владеющим более 95% акций.

Без ЭДО осуществление этих процедур проблематично, особенно при большом количестве сделок, а также при территориальной удаленности участников процедуры (акционера, эмитента, регистратора, номинальных держателей). Без соответствующей автоматизации процесса могут быть нарушены сроки, установленные законодательством.

Все системы ЭДО призваны решить проблемы взаимодействия, они улучшают качество учетной системы рынка ценных бумаг. Системы ЭДО протоколируют время всех запросов и ответов, сокращают до минимума или полностью исключают человеческий фактор, присутствующий при обмене бумажными документами. Ведь запросы-ответы, как правило, можно направлять в любое время суток. Да, документы обрабатываются только в рабочее время, но проблема «курьер пришел, а дверь закрыта» постепенно уходит из нашей учетной жизни.

Все технические решения требуют детального юридического анализа, а нормативная база должна быть более системной и логичной. ■

## НОВОСТИ НДЦ

# НДЦ и NSDL подписали Меморандум о взаимопонимании

8 апреля 2008 г. Индийский Национальный Депозитарий Ценных бумаг *National Securities Depository Limited (NSDL)* и Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» подписали Меморандум о взаимопонимании — документ, закладывающий основу для построения тесных партнерских отношений между двумя крупнейшими депозитариями.

Меморандум нацелен на сотрудничество ключевых центральных расчетных депозитариев России и Индии, что должно стимулировать рост и развитие финансовых рынков обеих стран, а также создает предпосылки для обмена знаниями об экономике и финансовой инфраструктуре. Данный Меморандум также позволяет начать взаимодействие, направленное на установление операционной взаимосвязи и проведение депозитарно-клиринговых и расчетных операций.

Меморандум включает в себя следующие договоренности: регулярные встречи, нацеленные на развитие бизнеса; обмен опытом и организацию стажировок сотрудников с целью лучшего понимания устройства национальных

рынков ценных бумаг; проведение совместных исследований или дискуссий по темам, связанным с депозитарно-клиринговой деятельностью.

**Гаган Рай**, Управляющий директор *NSDL*, так прокомментировал это событие: «Глубокий и обширный опыт НДЦ как на локальном, так и на международном уровне чрезвычайно интересен и *NSDL*, и нашим клиентам. Мы надеемся на развитие наших деловых отношений с целью обеспечения роста и взаимного обогащения наших финансовых рынков».

**Николай Егоров**, Директор НДЦ, добавил: «Мы верим, что тесное сотрудничество НДЦ, крупнейшего расчетного депозитария в России, и *NSDL*, важнейшего инфраструктурного звена финансового рынка Индии — одной из самых быстрорастущих экономик мира, приведет к высокой отдаче и росту профессиональной компетенции обеих сторон. Вместе мы сможем выработать новые подходы к стратегиям развития расчетно-депозитарных индустрий наших стран».



Андрей Цай

Директор по развитию Северо-Западного федерального округа  
ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

## КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК ФАКТОР УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — ЭТО ВЫБРАННЫЙ КОМПАНИЕЙ СПОСОБ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ АКЦИОНЕРАМИ, СОВЕТОМ ДИРЕКТОРОВ И МЕНЕДЖМЕНТОМ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЙ СПРАВЕДЛИВОЕ И РАВНОПРАВНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ МЕЖДУ АКЦИОНЕРАМИ, А ТАКЖЕ ИНЫМИ ФИНАНСОВО ЗАИНТЕРЕСОВАННЫМИ ЛИЦАМИ. ПОНЯТИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ВКЛЮЧАЕТ В СЕБЯ КОМПЛЕКС ПРАВИЛ, СОГЛАСНО КОТОРЫМ АКЦИОНЕРЫ КОНТРОЛИРУЮТ РУКОВОДСТВО КОМПАНИИ И ВЛИЯЮТ НА МЕНЕДЖМЕНТ С ЦЕЛЬЮ МАКСИМИЗАЦИИ ПРИБЫЛИ И СТОИМОСТИ КОМПАНИИ. ОБЩЕИЗВЕСТНО, ЧТО КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ВЛИЯЕТ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЗЯЙСТВЕННЫХ ОБЩЕСТВ И НА ИХ СПОСОБНОСТЬ ПРИВЛЕКАТЬ КАПИТАЛ, НЕОБХОДИМЫЙ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА.

Для большинства потенциальных инвесторов (в большей степени это касается инвесторов, вкладывающих денежные средства в долевые ценные бумаги — акции, в меньшей — инвесторов, приобретающих долговые ценные бумаги — векселя и облигации) уровень корпоративного управления является таким же важным показателем, как и финансовые показатели компании. Иными словами, инвесторы готовы вносить дополнительную плату за акции компаний с высоким уровнем корпоративного управления.

Начиная с 1999 г. количество исследований на тему величины вклада хорошего корпоративного управления в стои-

мость компании значительно возросло как в России (ГУ-ВШЭ), так и за рубежом (в частности, следует отметить известный опрос инвесторов, проведенный *McKinsey* в начале 2000-х гг.). Все они в той или иной мере показывают, что размер премии, которую инвесторы готовы платить за хорошее корпоративное управление, в разных странах неодинаков. Так, в США и Великобритании, где стандарты более строгие, инвесторы согласны платить на 18% больше за акции компаний с эффективным корпоративным управлением, чем за бумаги предприятий с аналогичными финансовыми показателями, но менее совершенной практикой управле-

ния. В Италии данный показатель достигал 22%, в Индонезии — 27%. По опросам, средний размер наценки на акции таких компаний для России составляет примерно 30% от стоимости акции. Казалось бы, о чем говорить? Однако некоторые микроэкономические исследования свидетельствуют о том, что стоимость компании от качества корпоративного управления не зависит. Для того чтобы прояснить эту ситуацию, обратимся к практике.

В классической финансовой теории стоимость актива определяется как дисконтированная величина чистых денежных потоков, генерируемых таким акти-



вом. При этом риски, связанные с данными потоками, учитываются путем корректировки либо самих потоков, либо ставки дисконтирования. Таким образом, механизм влияния корпоративного управления на стоимость компании соответствует логике классической финансовой теории и заключается в том, что плохое качество корпоративного управления увеличивает риски акционеров и потенциальных инвесторов, а значит, повышает стоимость капитала компании. Цена капитала выступает дисконт-фактором при оценке стоимости компании.

Если мы обратимся к современной практике оценки стоимости акционерного капитала, используемой ведущими оценщиками, то заметим, что, как правило, капитализируется рейтинг корпоративного управления, присваиваемый авторитетным органом, например *Standard & Poor's*. Остановимся более подробно на той составляющей рейтинга, которая затрагивает «регистраторский цех». Следует заметить, что за последний год *Standard & Poor's* расширил раздел, который посвящен ведению реестра. Если ранее при рассмотрении факта наличия независимого регистратора как фактора, влияющего на качество корпоративного управления, учитывался исключительно формальный признак аффилированности регистратора и эмитента, то в 2007 г. появились новые тенденции в этом направлении. Так, при оценке рейтинга корпоративного управления некоторых эмитентов, образовавшихся в ходе реструктуризации РАО «ЕЭС России», *Standard & Poor's* обращает внимание на то, что сдерживающее влияние на уровень балла оказывают наличие сомнений в независимости регистратора акций эмитента и

риски, связанные с предстоящей дополнительной эмиссией акций. Существует обеспокоенность относительно возможности регистратора акций эмитента во всех случаях сохранять независимость в отношении мажоритарного акционера РАО «ЕЭС России», поскольку существенная часть портфеля клиентов регистратора — дочерние компании холдинга. С негативной стороны практику корпоративного управления характеризуют признаки недостаточной независимости регистратора акций и неопределенность по поводу будущих эмиссий акций. Вызывает озабоченность тот факт, что в адрес регистратора акций эмитента в нескольких случаях (не имеющих отношения к эмитенту) были выдвинуты обвинения в том, что он сообщил РАО «ЕЭС России» информацию о результатах голосования миноритарных акционеров до того, как холдинг передал свои голоса.

Несомненно, при современном состоянии российской системы управления, когда контролирующие акционеры имеют сильное влияние, такое расширение понятия аффилированности регистратора носит положительный характер и создает объективную картину корпоративного управления в компании-эмитенте для портфельных (нестратегических) инвесторов, предоставляя им более полную информацию о рисках инвестирования.

Для оцениваемых компаний, не имеющих «официального» рейтинга, применяется собственная, разработанная самим оценщиком система оценки корпоративного управления. Обычно эта система в той или иной степени учитывает все ключевые признаки хорошо организованной системы корпоративного управления, такие как:

- структура собственности;
- наличие кодекса корпоративного управления;
- количество независимых членов в совете директоров;
- раскрытие информации;
- наличие и содержание внутренних документов, регламентирующих работу органов управления компании.

Как правило, отдельно оцениваются риски невыплаты дивидендов в будущем.

Собственно, на ставку дисконтирования влияет не сам рейтинг корпоративного управления, а отрыв от лидеров отрасли по этому показателю, т. е. для лидера отрасли по параметру «корпоративное управление» вклад равен нулю. Чем больше отрыв от лидера, тем больше вклад в ставку дисконтирования.

Если рассматривать влияние такого фактора, как «качество корпоративного управления», на формирование ставки дисконтирования, то можно заметить, что оно значительно ниже 30% — премии, которую, согласно опросам, готовы платить инвесторы за качество корпоративного управления. Эта ситуация вполне справедлива: убыточная компания с отличным корпоративным управлением не получит высокой оценки рынка.

Корпоративное управление становится стоимостным фактором посредством влияния на основные факторы, такие как прибыль, денежный поток, доля рынка.

Таким образом, для того чтобы капитализация компании неуклонно росла, необходимо становиться лидером отрасли по всем показателям, в том числе (а может быть, и в первую очередь) по уровню качества корпоративного управления. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## Совет директоров НДЦ назначил дату проведения Общего собрания членов Партнерства

2 апреля 2008 г. состоялось заседание Совета директоров НДЦ, на котором было принято решение о созыве Общего собрания членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» 25 апреля 2008 г. Совет директоров НДЦ утвердил проект повестки дня Общего собрания членов Партнерства, согласно которой будет заслушан отчет Директора Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» о деятельности НДЦ в 2007 г., рассмотрены вопросы исполнения Сметы доходов и расходов НДЦ за 2007 г., материалы аудиторской проверки бухгалтерской отчетности НДЦ за 2007 г., отчет Ревизионной комиссии Партнерства по итогам фи-

нансово-хозяйственной деятельности НДЦ за 2007 г. Общее собрание членов Партнерства рассмотрит также вопрос об избрании членов Ревизионной комиссии НДЦ.

Совет директоров НДЦ рекомендовал Общему собранию членов Партнерства принять решение о приобретении НДЦ обыкновенных именных бездокументарных акций РДК в рамках проводимого размещения дополнительных акций.

Совет директоров НДЦ одобрил проведение операционного аудита НДЦ в 2008 г., осуществляемого в соответствии с рекомендациями международного рейтингового агентства *Thomas Murray*, и утвердил в качестве независимого аудитора компанию ЗАО «Делойт и Туш СНГ».



**Владимир Лагунов**  
Начальник Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ, канд. экон. наук



**Александр Морозов**  
Начальник отдела корпоративных действий и информации НДЦ

## АНАЛИЗ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 ГОДУ

Год 2007-й можно назвать годом «затруднений» в развитии рынка корпоративных облигаций (КО) и региональных облигаций (РО) по сравнению с 2005–2006 гг., в которые наблюдалось удвоение показателей рынка КО и РО, в том числе по объемам размещения. При этом объемы находящихся в обращении КО и РО, рост и достижение в 2007 г. рекордных значений объемов их биржевого обращения свидетельствуют о том, что итоги прошедшего года не так уж и плохи.

### ОБЗОР РЫНКА

На 31 декабря 2007 г. в НДЦ, как уполномоченном депозитарии, находилось на обслуживании 725 выпусков КО и РО (со сроком погашения после 31 декабря 2007 г.) 520 эмитентов общей номинальной стоимостью 1566 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещена после 31 декабря 2007 г.):

- 118 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 57 эмитентов общей номинальной стоимостью 323 млрд руб.;

- 607 выпусков корпоративных облигаций 463 эмитентов общей номинальной стоимостью 1243 млрд руб.

За 2007 г. объем КО увеличился с 901 млрд руб. (на 1 января 2007 г.) до 1243 млрд руб. (рост составил 38% против

88% в 2006 г.), а объем РО — с 301 млрд до 323 млрд руб. (рост — 7% против 41% в 2006 г.).

С проблемой снижения темпа прироста объема размещаемых КО и РО рынок столкнулся уже в I кв. 2007 г. — объем размещений за квартал был незначителен и составил всего 114,5 млрд руб. Хотя и здесь были свои достижения: в I кв. 2007 г. Москва провела операции по об-



мену облигаций выпусков, погашаемых в 2007–2008 гг., на облигации выпусков, погашаемых в 2009–2015 гг., — столица разместила облигации на 20,5 млрд руб. и откупила облигации на 21,2 млрд руб.

За первое полугодие 2007 г. НДЦ принял на хранение глобальные сертификаты РО на 32,3 млрд руб., а КО — на 325,21 млрд руб., и во II кв. 2007 г. был создан хороший задел, чтобы по итогам года превзойти объемы размещений КО и РО в 2006 г. (рис. 1). Однако приближение кризиса ликвидности, наступившего в августе–сентябре 2007 г., сказалось на объеме размещений уже в июле, когда было начато размещение КО и РО на 60 млрд руб., и в августе прошло размещение облигаций только на 12 млрд руб. Сентябрь и вовсе был не богат на размещения — было осуществлено 2 размещения КО общим объемом 3,5 млрд руб. В октябре–декабре 2007 г. ситуация немного изменилась к лучшему: в этот период было начато размещение выпусков КО и РО почти на 134 млрд руб., но этот показатель оказался значительно ниже объемов размещений КО и РО в IV кв. 2006 г. Как результат, в 2007 г. объем выпусков размещаемых КО и РО был меньше, чем в 2006 г. (см. рис. 1), когда объем принятых НДЦ за год глобальных сертификатов выпусков КО и РО составил почти 610 млрд руб.

За январь–декабрь 2007 г. НДЦ принял на обязательное централизованное хранение глобальные сертификаты КО и РО (с датой начала размещения в указанный период) на 532 млрд руб., из которых 470 млрд руб. приходится на КО, а 62 млрд руб. — на РО.

При этом первые 3 квартала 2007 г. объем суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО постоянно увеличивался и достиг рекордных значений: в III кв. 2007 г. он составил 3998 млрд руб./квартал. Только в IV кв. 2007 г. наблюдалось незначительное снижение объема суммарного биржевого и внебиржевого оборота КО и РО до 3980 млрд руб. В целом же за 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО вырос по сравнению с 2006 г. на 129%, т. е. почти в 2,3 раза, достигнув 13 455 млрд руб./год.

В 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот РО увеличился почти в 2 раза по сравнению с 2006 г. — с 1433 млрд до 2663 млрд руб./год (рост — 96%). Прежде всего это произошло за счет роста объема биржевого оборота РО — в 2007 г. он составил 2551 млрд руб./год против 1298 млрд руб./год в 2006 г. (рост — 97%).

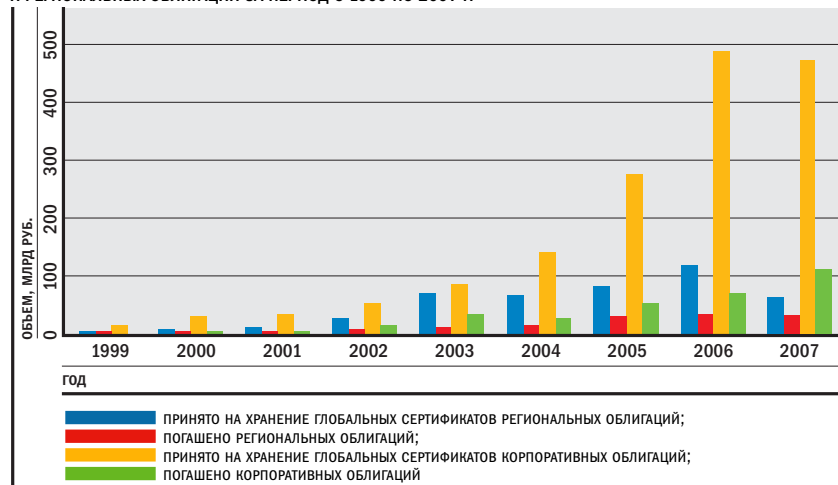
В IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум суммарного биржевого

и внебиржевого оборота и в сегменте КО (3341 млрд руб./квартал), преимущественно за счет роста объемов биржевого оборота КО — с прежнего уровня исторического максимума в 2978 млрд руб. в III кв. 2007 г. до 3026 млрд руб. в IV кв. 2007 г. И хотя в IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум квартального внебиржевого оборота КО — 315 млрд руб., темпы роста внебиржевого оборота КО в 2007 г. были ниже темпов роста биржевого оборота КО, и в целом доля внебиржевого оборота КО снизилась с 15,2%

новых эмитентов на сумму почти 219 млрд руб. Из общего объема РО на 323 млрд руб. (на 1 января 2008 г.) в обращении находились облигации субфедеральных и муниципальных эмитентов на сумму примерно 209 млрд руб.

Для анализа темпов роста рынка КО и РО важно не только знать динамику развития рынка по сумме объемов КО и РО, но и отдельно рассмотреть темпы развития в этот период биржевого и внебиржевого рынка КО и РО. Приведенные в настоящей статье данные рассчитаны

**Рисунок 1. ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 1999 ПО 2007 Г.\***



\* Данные по глобальным сертификатам выпусков облигаций на хранении в НДЦ.

в 2006 г. до 8,9% в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО в 2007 г.

На рис. 1 представлены годовые объемы размещаемых и погашенных выпусков КО и РО в 1999–2007 г. Стоимость выпущенных РО приведена в соответствии с указанными в глобальных сертификатах объемами выпусков РО. Часть объема некоторых выпусков РО учитывается на эмиссионных счетах депо эмитентов в НДЦ, т. е. или часть объемов выпусков еще только будет размещаться эмитентами, или часть объемов размещенных выпусков РО выкуплена эмитентами и владельцами облигаций, например Москвой по ряду ее выпусков. В частности, на конец декабря 2007 г. в НДЦ на хранении находились глобальные сертификаты облигаций Москвы на 164 млрд руб. Однако фактически на конец декабря 2007 г. объем находящихся в обращении облигаций Москвы составлял 55,2 млрд руб., остальной объем облигаций столицы учитывался на эмиссионном счете депо. Таким образом, без облигаций Москвы, учитываемых на эмиссионном счете депо, из РО на сумму 300 млрд руб. (на 1 января 2007 г.) в обращении находились облигации субфедеральных и муниципаль-

на основе информации по объемам биржевого и внебиржевого оборота КО, субфедеральных и муниципальных облигаций (РО), которая ежемесячно публикуется в бюллетене «Сделки на рынке негосударственных облигационных займов», выпускаемом НДЦ совместно с ЗАО ММВБ. Выпуски КО и РО, информация по которым включена в данный бюллетень, приняты на обслуживание в НДЦ, осуществляющем их обязательное централизованное хранение, и торгуются на ФБ ММВБ. Сделки РЕПО включены как в биржевые, так и во внебиржевые операции. Информация по внебиржевым сделкам в бюллетень предоставлена НДЦ, при этом под внебиржевой сделкой понимается исполненный НДЦ внутридепозитарный перевод между счетами депо депонентов НДЦ. Публикуемые в бюллетене и использованные при написании этой статьи показатели биржевого и внебиржевого оборота рассчитываются по номиналу облигаций.

## КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

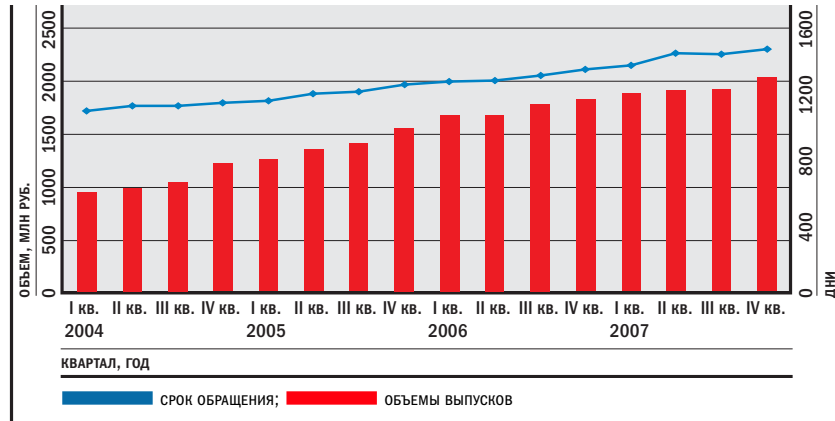
Анализ по срокам обращения 607 выпусков КО общим объемом 1243,06 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря



Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2007 Г.

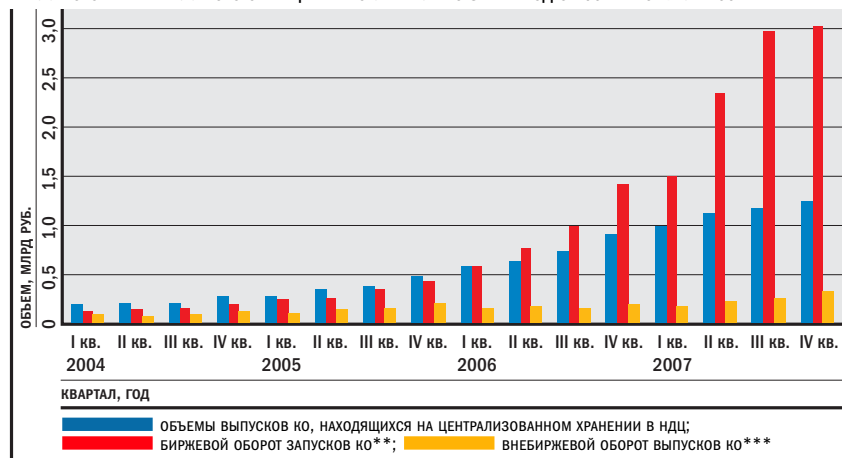
Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Общий объем выпусков в группе, млн руб. (удельный вес группы по этому показателю, %)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	24 (4)	22 125 (2)	922	699
От 2 до 3 лет	263 (44)	359 832 (29)	1 368	1 086
От 3 до 5 лет	259 (42)	630 006 (50)	2 432	1 576
Более 5 лет	61 (10)	231 094 (19)	3 788	3 179
<b>Итого</b>	<b>607 (100)</b>	<b>1 243 057 (100)</b>	<b>2 048</b>	<b>1 490</b>

Рисунок 2. УСРЕДНЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СРОКОВ ОБРАЩЕНИЯ И ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ НА ЦЕНТРАЛИЗОВАННОМ ХРАНЕНИИ В НДЦ\*



\* При составлении графика использовались данные по выпускам корпоративных облигаций по состоянию на последний день квартала и с датой погашения после этого календарного дня.

Рисунок 3. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО ЗА ПЕРИОД С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.\*



\* При составлении графика использовались данные НДЦ по состоянию на последний день квартала и с датой погашения выпусков КО после этого календарного дня.

\*\* По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005–2006 гг.).

\*\*\* По данным НДЦ.

2007 г. (табл. 1), показывает, что по состоянию на 1 января 2008 г. на рынке КО преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет — на них приходится 44% по количеству выпусков и 29% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,368 млрд руб., а средний срок обращения — 1086 дней (примерно 3 года).

По объему выпуска преобладают КО со сроком обращения от 3 до 5 лет — на эту группу КО приходится 50% по данному показателю (средний объем выпуска — 2,432 млрд руб. по номиналу) и 42% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 1576 дней (примерно 4,3 года).

На рис. 2 представлено изменение средних сроков обращения и объемов вы-

пуска КО с I кв. 2004 г. по IV кв. 2007 г. Как видно на рисунке, за этот период средний объем выпуска КО увеличился на 114% — с 957 млн до 2048 млн руб., средний срок обращения выпуска КО — почти на 34% — с 1111 до 1490 дней. При этом почти каждый квартал в рассматриваемом периоде отмечался рост этих показателей (см. рис. 2, табл. 1 и 2), за исключением III кв. 2007 г. — за квартал средний срок уменьшился с 1461 до 1458 дней.

Как видно на рис. 3, в каждом квартале 2004–2005 гг. объем выпусков КО, находящихся в обращении на конец квартала, превышал объем их биржевого оборота за квартал, а внебиржевой оборот был по своим объемам вполне сопоставим с биржевым оборотом КО и составлял от 50 до 80% от биржевого оборота. В I кв. 2006 г. впервые биржевой оборот корпоративных облигаций за квартал (582 млрд руб.) сравнялся и даже немного превысил объем КО, находящихся в обращении на конец квартала (574 млрд руб.), а во II–IV кв. 2006 г. объемы биржевого оборота за квартал превысили объем КО, находящихся в обращении на конец квартала: на 24% во II кв., на 35% в III кв., на 57% в IV кв. Можно сказать, что коэффициент оборачиваемости КО по биржевым сделкам с I кв. 2006 г. превысил значение 1,0 (млрд руб./квартал биржевого оборота КО)/ (млрд руб. КО, находящихся в обращении на конец квартала). В 2007 г. ежеквартально его значение увеличивалось, достигнув по итогам III кв. уровня в 2,5, т. е. объем биржевого оборота КО в 2,5 раза превысил за квартал объем КО, находящихся в обращении на конец квартала, и достиг исторического максимума — 2978 млрд руб./квартал. По итогам IV кв. объем биржевого оборота увеличился незначительно — до 3026 млрд руб./квартал, однако темп роста биржевого оборота КО в IV кв. оказался немного ниже прироста объемов размещенных КО. В результате коэффициент оборачиваемости КО по биржевым сделкам



в IV кв. снизился до 2,4 по сравнению с 2,5 в III кв. 2007 г.

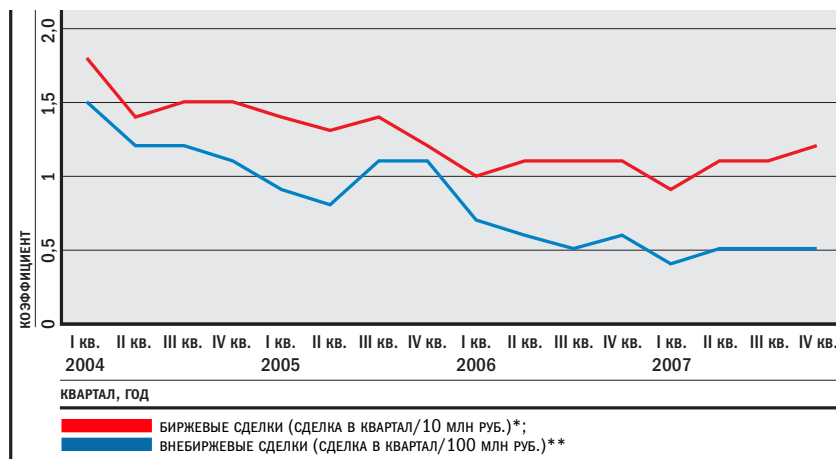
В целом в 2007 г. объем биржевого оборота КО составил рекордные 9831 млрд руб. против 3756 млрд руб. в 2006 г. (увеличение за год почти на 162%), а объем внебиржевого оборота КО достиг рекордных 961 млрд руб. по сравнению с 675 млрд руб. в 2006 г. (рост за год почти на 42%).

Доля биржевого РЕПО с КО в 2007 г. ежемесячно увеличивалась как по объемам (в миллиардах рублей), так и по количеству сделок, и по итогам года составила 73% от общего объема их биржевого оборота в стоимостном выражении и 32,6% по количеству сделок биржевого оборота КО.

По внебиржевому обороту КО в течение 16 кварталов рассматриваемого периода (см. рис. 3) наблюдалось снижение коэффициента оборачиваемости КО: в 2004 г. он составлял 0,4–0,5 (млрд руб./квартал)/млрд руб., в 2005 г. – 0,4, в I и II кв. 2006 г. – 0,3, в III–IV кв. 2006 г. и в I–IV кв. 2007 г. – 0,2 млрд руб./квартал на 1 млрд руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении.

Сравнивая итоги 2006 и 2007 гг. по объемам биржевого и внебиржевого оборотов КО, необходимо отметить, что объем внебиржевого оборота КО в первых трех кварталах 2006 г. был почти неизменен и составлял 159–169 млрд руб./квартал, и лишь в IV кв. наблюдался рост до уровня 187 млрд руб./квартал. По итогам I кв. 2007 г., в котором было меньше рабочих дней по сравнению с IV кв. 2006 г., объем внебиржевого оборота КО уменьшился до 177 млрд руб./квартал. При этом все четыре квартала 2006 г. снижалась доля внебиржевого оборота КО в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за квартал, и в I кв. 2007 г. эта тенденция сохранилась – доля внебиржевого оборота КО уменьшилась до 10,6% в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за квартал. И хотя в IV кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум квар-

**Рисунок 4. СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА БИРЖЕВЫХ И ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ОБЪЕМАМИ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (В МЛН РУБ.), НАХОДЯЩИХСЯ НА ХРАНЕНИИ В НДЦ С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.**



\* Количество сделок биржевого оборота КО за квартал по отношению к 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/10 млн руб.).

\*\* Количество сделок внебиржевого оборота КО за квартал по отношению к 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/100 млн руб.).

тального внебиржевого оборота КО – 315 млрд руб., темпы роста внебиржевого оборота КО в 2007 г. были ниже темпов роста биржевого оборота КО, и в целом доля внебиржевого оборота КО, в суммарном объеме биржевого и внебиржевого оборота КО за год.

По итогам I кв. 2007 г., в котором было меньше рабочих дней по сравнению с IV кв. 2006 г., количество сделок с КО уменьшилось и в биржевом (до 91 257 сделок/квартал), и внебиржевом (до 4224 сделок/квартал) сегментах рынка. Однако успешный по объемам размещений II кв. 2007 г. установил новые значения максимумов биржевого и внебиржевого оборота КО по количеству сделок: 123 тыс. и 5,6 тыс. сделок/квартал соответственно. Однако в менее насыщенном по объемам размещениях III кв. 2007 г. были установлены новые квартальные максимумы биржевого и внебиржевого оборота КО по количеству сделок: 135 тыс. и 5,77 тыс. сделок/квартал соответственно. В IV кв. 2007 г. высокий темп роста количества биржевых сделок

продолжился, и был достигнут новый максимум – 144 940 сделок/квартал, а по количеству внебиржевых сделок их количество снизилось до 5,6 тыс. сделок/квартал.

При этом количество сделок, приходящихся на биржевом рынке КО на 10 млн руб. глобальных сертификатов и на внебиржевом рынке на 100 млн руб. сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала, уменьшилось в 2005 г. по сравнению с 2004 г., а в 2006 г. – по сравнению с 2005 г. (рис. 4); в 2007 г. эта тенденция сохранилась – рост наблюдался только во II кв. 2007 г.:

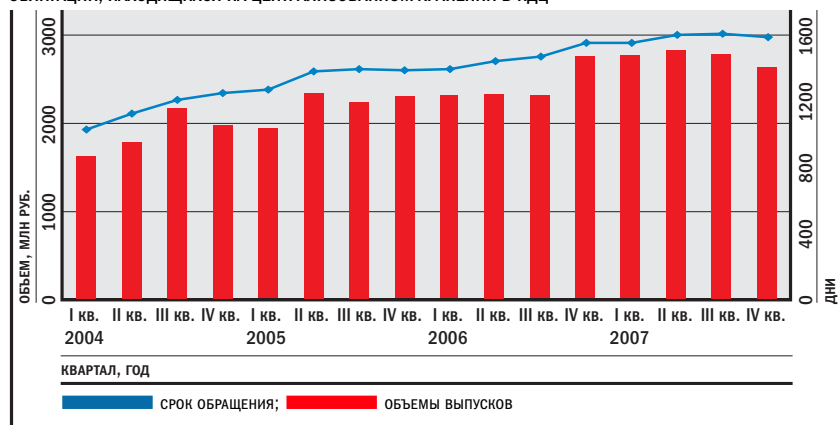
- на биржевом рынке КО – с 1,8 (I кв. 2004 г.) до 1,2 (IV кв. 2005 г.) сделки за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО. В I кв. 2006 г. снижение продолжилось и достигло 1,0 сделки/квартал; в II и IV кв. 2006 г. количество сделок за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, составляло 1,1 сделки. По итогам I кв. 2007 г. снижение продолжилось и достигло уровня в 0,9 сделки/квартал, но во II кв. 2007 г. значение коэффициента увеличилось до 1,1

**Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 31 ДЕКАБРЯ 2007 Г.**

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе, шт. (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	7 (6)	5 810 (2)	830	573
От 2 до 3 лет	25 (21)	18 100 (6)	724	1 047
От 3 до 5 лет	58 (49)	123 290 (38)	2 126	1 485
Более 5 лет	28 (24)	175 821 (54)	6 279	2 544
<b>Итого</b>	<b>118 (100)</b>	<b>323 021 (100)</b>	<b>2 737</b>	<b>1 589</b>

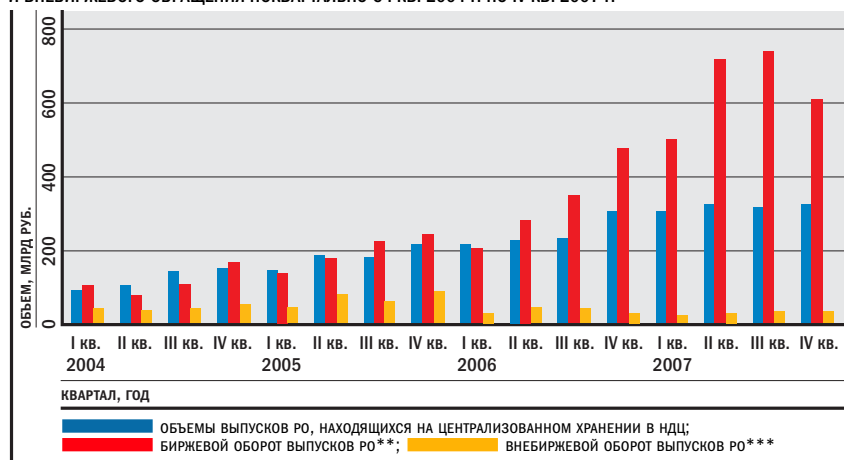


**Рисунок 5. УСРЕДНЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СРОКОВ ОБРАЩЕНИЯ И ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ НА ЦЕНТРАЛИЗОВАННОМ ХРАНЕНИИ В НДЦ\***



\* При составлении графика использовались данные по выпускам региональных облигаций по состоянию на последний день квартала и с датой погашения после этого календарного дня.

**Рисунок 6. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ИХ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБРАЩЕНИЯ ПОКВАРТАЛЬНО С I кв. 2004 г. ПО IV кв. 2007 г.\***



\* При составлении графика использовались данные НДЦ по состоянию на последний день квартала и с датой погашения выпусков РО после этого календарного дня.

\*\* По данным ММВБ (2004 г.) и ФБ ММВБ (2005–2007 гг.).

\*\*\* По данным НДЦ.

и по итогам III кв. не изменилось. По итогам IV кв. 2007 г. количество сделок за квартал, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, немного увеличилось и составляло 1,2 сделки;

- на внебиржевом рынке КО количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, с I по IV кв. 2004 г. снизилось с 1,5 до 1,1 сделки; в I–II кв. 2005 г. было заключено 0,8–0,9 сделки, а в III–IV кв. 2005 г. — 1,1 сделки. Однако в I кв. 2006 г. произошло снижение — до 0,7 сделки/квартал, во II–III кв. 2006 г. снижение достигло уровня 0,5 сделки, а в IV кв. произошло повышение до уровня 0,6 сделки/квартал. По итогам I кв. 2007 г. снижение продолжилось и достигло 0,4 сделки/квартал, но по итогам успешного по объемам размещений КО II кв. 2007 г. количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, увеличилось до 0,5 сделки/квартал и по итогам III и IV кв. не изменилось.

## РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 118 выпусков РО общим объемом 323,02 млрд руб. с датой погашения после 31 декабря 2007 г. показывает, что по состоянию на 1 января 2008 г. среди обращающихся РО преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет — на них приходится 49% по количеству выпусков и 38% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По данной группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,126 млрд руб., а средний срок обращения — 1485 дней (примерно 4,1 года).

По объему выпуска преобладают РО со сроком обращения более 5 лет — на них приходится 54% по данному показателю (средний объем выпуска — 6,279 млрд руб. по номиналу) и 24% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 2544 дня (около 7 лет).

Изменение средних сроков обращения и объемов выпуска РО в I кв. 2004 г. —

IV кв. 2007 г. представлено на рис. 5. За этот период средний объем выпуска облигаций увеличился на 62% — с 1692 млн до 2737 млн руб., а средний срок обращения выпуска облигаций — почти на 55% — с 1026 до 1589 дней. Максимальное значение среднего объема выпуска РО в 2948 млн руб. наблюдалось во II кв. 2007 г., а среднего срока обращения в 1614 дней — в III кв. 2007 г.

Если за период с I кв. 2004 г. по IV кв. 2007 г. объем КО, находящихся в обращении, увеличился почти в 6,9 раза — со 181 млрд до 1243 млрд руб., а объем их биржевого оборота за квартал возрос в 36 раз — с 85 млрд до 3026 млрд руб./квартал, то на рынке РО темпы роста в этот период были ниже (рис. 6): объем РО, глобальные сертификаты которых находятся на хранении в НДЦ, увеличился в 3,6 раза — с 90 млрд руб. на конец I кв. 2004 г. до 323 млрд руб. на конец IV кв. 2007 г. Как уже было отмечено, из-за значительных объемов облигаций Москвы, учитываемых на эмиссионном счете депо, на конец I кв. 2007 г. фактически в обращении находились РО на 219 млрд руб., а на конец IV кв. — около 209 млрд руб. При этом биржевой квартальный оборот РО за этот же период (16 кварталов) вырос в 6 раз — со 100 млрд до 604 млрд руб./квартал в IV кв. 2007 г., а в III кв. был достигнут максимум в 739 млрд руб./квартал.

Как видно на рис. 6, коэффициент оборачиваемости РО по биржевым сделкам в I кв. 2004 г. превысил значение 1,0 (млрд руб./квартал биржевого оборота РО)/(млрд руб. РО, находящихся в обращении на конец квартала). Во II–IV кв. 2006 г. наблюдался постоянный поквартальный рост значений коэффициента оборачиваемости РО по биржевым сделкам, и в IV кв. 2006 г. он достиг уровня в 1,6 — максимальное значение коэффициента оборачиваемости КО за 2004–2006 гг.; в I кв. 2007 г. значение коэффициента не изменилось. Во II и III кв. 2007 г. произошло увеличение коэффициента до уровня в 2,4, а в IV кв. 2007 г. — уменьшение до 1,9. Если не брать во внимание облигации Москвы, учитываемые на эмиссионном счете в НДЦ, т. е. не находящиеся в обращении, то коэффициент оборачиваемости РО в IV кв. 2006 г. и в I кв. 2007 г. был бы равен 2,1 (млрд руб./квартал)/млрд руб., а по итогам III кв. 2007 г. без учета облигаций Москвы на эмиссионном счете депо он составлял рекордные 3,7, понизившись в IV кв. до 2,9.

В целом за 2007 г. биржевой оборот РО составил 2551 млрд руб./год против 1298 млрд руб./год за 2006 г. (рост — 96%).



Необходимо отметить, что РО на биржевом рынке являются признанным инструментом биржевого РЕПО. В частности, в IV кв. 2006 г. доля биржевого РЕПО по РО составила 70% всего их биржевого оборота в стоимостном выражении (но только 30% по количеству сделок биржевого оборота РО). По итогам 2007 г. доля биржевого РЕПО с РО увеличилась до 80,4% всего их биржевого оборота в стоимостном выражении и составила 46% по количеству сделок биржевого оборота РО.

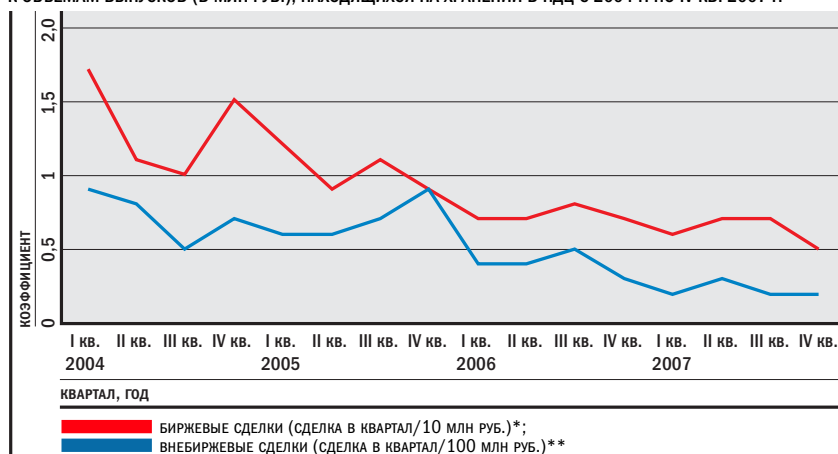
Количество сделок биржевого оборота РО в этот период (16 кварталов) колебалось в пределах от 11 тыс. до 22 тыс. сделок/квартал (средний уровень – 15 тыс. сделок/квартал). По итогам II кв. 2007 г. был достигнут исторический максимум – 23 628 сделок биржевого оборота РО за квартал. По итогам III кв. произошло небольшое снижение до уровня в 23 394 сделки/квартал. В IV кв. их количество уменьшилось до 16 918 сделок/квартал.

На внебиржевом рынке РО максимум оборота в 87 млрд руб./квартал был достигнут в IV кв. 2005 г. В I кв. 2007 г. внебиржевой оборот РО имел минимальное значение – 21,2 млрд руб./квартал, а во II–IV кв. 2007 г. он постоянно увеличивался и в IV кв. достиг 33 млрд руб./квартал (см. рис. 6). По сравнению с 2006 г. внебиржевой оборот РО снизился в 2007 г. и составил 112 млрд руб./год, или 83% от уровня 2006 г. (135 млрд руб./год).

На внебиржевом рынке коэффициент оборачиваемости РО в I–III кв. 2006 г. составлял 0,15–0,2 (млрд руб./квартал)/млрд руб. В IV кв. 2006 г. коэффициент оборачиваемости РО на внебиржевом рынке уменьшился до 0,09 (млрд руб./квартал)/млрд руб. – минимальное значение за рассматриваемый период. В I кв. 2007 г. также произошло снижение значения коэффициента оборачиваемости – 0,07 (млрд руб./квартал)/млрд руб. Во II кв. 2007 г. его значение несколько выросло до уровня в 0,09 и в III–IV кв. практически не изменилось. Без учета облигаций Москвы, находящихся на эмитсионном счете депо в НДЦ, коэффициент оборачиваемости РО в IV кв. 2006 г. и I кв. 2007 г. был бы равен 0,11 (млрд руб./квартал)/млрд руб., а по итогам IV кв. 2007 г. – 0,16 (млрд руб./квартал внебиржевого оборота РО)/(млрд руб. РО, находящихся в обращении на конец квартала).

Количество сделок на внебиржевом рынке РО в 2004–2006 гг. составило от 700 до 1200 сделок/квартал, достигнув в I кв. 2007 г. минимума в 535 сделок/квартал и увеличившись во II кв. 2007 г.

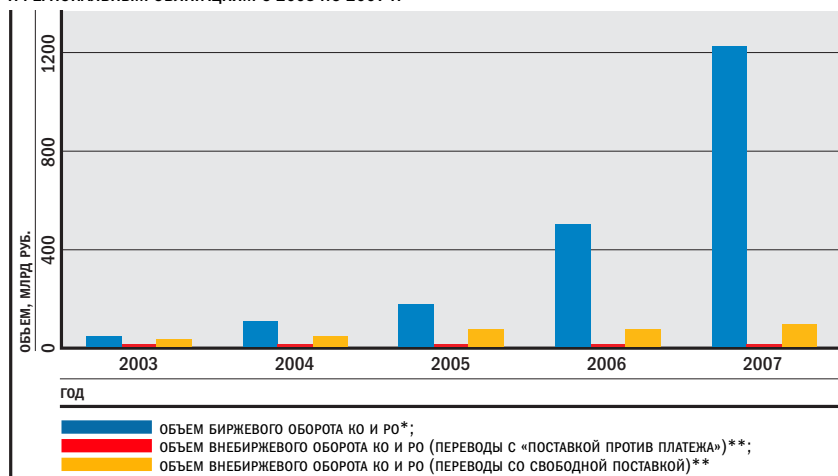
**Рисунок 7. СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА БИРЖЕВЫХ И ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ К ОБЪЕМАМ ВЫПУСКОВ (В МЛН РУБ.), НАХОДЯЩИХСЯ НА ХРАНЕНИИ В НДЦ С 2004 Г. ПО IV КВ. 2007 Г.**



\* Количество сделок биржевого оборота КО за квартал по отношению к 10 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/10 млн руб.).

\*\* Количество сделок внебиржевого оборота КО за квартал по отношению к 100 млн руб. глобальных сертификатов КО, находящихся в обращении на конец квартала (сделка за квартал/100 млн руб.).

**Рисунок 8. ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТОВ, СУММАРНО ПО КОРПОРАТИВНЫМ И РЕГИОНАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ С 2003 ПО 2007 Г.**



\* По данным ММВБ (2003–2004 гг.) и ФБ ММВБ (2005–2007 гг.).

\*\* По данным НДЦ.

до 821 сделки/квартал. По итогам III кв. их количество снизилось до 695 сделок/квартал, а в IV кв. – до 664 сделок/квартал.

Динамика изменения количества сделок, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов на биржевом рынке РО и на 100 млн руб. сертификатов РО на внебиржевом рынке, снижается (рис. 7):

- на биржевом рынке РО в I–III кв. 2006 г. количество сделок, приходящихся на 10 млн руб. глобальных сертификатов РО, составляло 0,7–0,8, в IV кв. 2006 г. – 0,7; в I кв. 2007 г. – 0,6. Во II кв. 2007 г. произошло увеличение коэффициента до 0,7, значение которого не изменилось по итогам III кв. В IV кв. значение коэффициента снова уменьшилось и составило 0,5;

- на внебиржевом рынке РО в I–II кв. 2006 г. количество сделок, приходящихся на 100 млн руб. глобальных сертификатов

РО, составляло 0,4, в III кв. повысилось до уровня 0,5 сделки/квартал, а в IV кв. уменьшилось до 0,3. В I кв. 2007 г. произошло снижение до уровня 0,2, а во II кв. количество сделок за квартал увеличилось до 0,3 и вернулось по итогам III кв. к уровню 0,2; данное значение не изменилось и в IV кв.

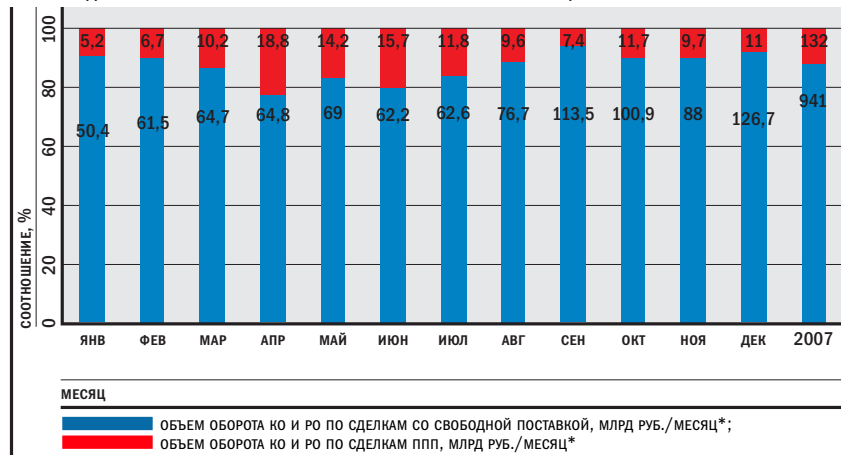
По структуре внебиржевого оборота (по объему в млрд руб./год) РО по итогам 2007 г. 87,5% приходилось на переводы со сводной поставкой, а на «поставки против платежа» (ППП) – 12,5%. По количеству сделок внебиржевого оборота РО 92,4% приходилось на переводы со сводной поставкой и 7,6% – на ППП.

## БИРЖЕВОЙ И ВНЕБИРЖЕВОЙ ОБОРОТ КО И РО

По итогам I кв. 2007 г. суммарный объем биржевого оборота КО и РО

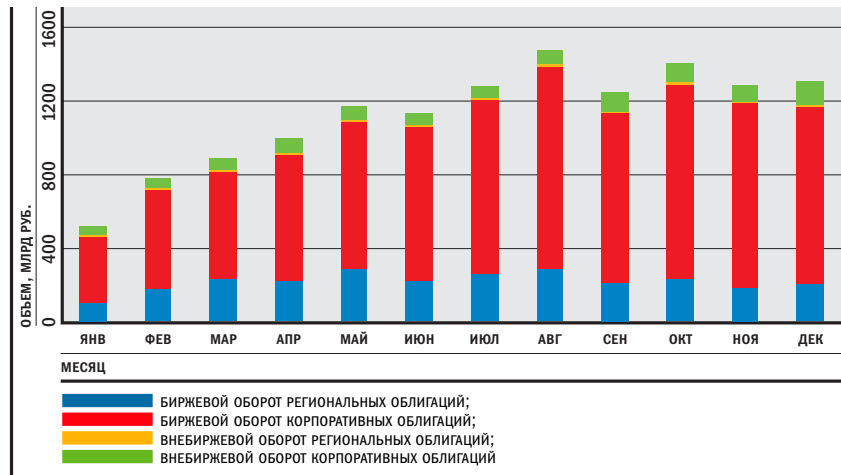


**Рисунок 9. СООТНОШЕНИЕ ВНЕБИРЖЕВЫХ ОБЪЕМОВ ОБОРОТОВ ПО СДЕЛКАМ С ППП И СДЕЛКАМ СО СВОБОДНОЙ ПОСТАВКОЙ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



\* По данным НДЦ.

**Рисунок 10. ОБЪЕМ БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



(1985 млрд руб.) превысил объем их биржевого оборота за 2005 г., а по итогам первого полугодия 2007 г. он почти сравнялся с уровнем их биржевого оборота за 2006 г. (5035 млрд и 5054 млрд руб. соответственно). За январь—декабрь 2007 г. объем биржевого оборота КО и РО составил 12 382 млрд руб., а объем внебиржевого оборота КО и РО — почти 1073 млрд руб., в том числе 132 млрд руб. — объем «поставки против платежа» (12,3% внебиржевого суммарного оборота КО и РО) и 941 млрд руб. — объем переводов со свободной поставкой (рис. 8).

Структура внебиржевого оборота (в млрд руб./месяц) как по КО, так и по РО, имеет практически равные значения по долям, приходящимся на переводы со свободной поставкой и на «поставки против платежа». По итогам 2007 г. соотношение составило 87,7% (свободная поставка) и 12,3% (ППП) (рис. 9). Близкие значения наблюдаются в структуре внебиржевого оборота по количеству сделок (сделка/месяц): суммарно по сделкам с КО и РО за 12 месяцев 2007 г. доля сде-

лок с ППП составила 12,6%, а доля сделок со свободной поставкой — 87,4%. Доля количества сделок на условиях ППП за 2007 г. по КО была равна 13,3%, а по РО — 7,6%. При этом в 2007 г. наибольшие доли сделок на условиях ППП приходились, как правило, на месяцы, когда наблюдались значительные для 2007 г. объемы размещений облигаций и одновременно рекордные объемы биржевого и внебиржевого оборотов с ними.

В мае 2007 г. суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО (рис. 10) впервые достиг и превысил 1 трлн руб./месяц, составив 1170 млрд руб./месяц. В июне наблюдалось незначительное снижение, а в июле и августе продолжился уверенный рост суммарного объема биржевого и внебиржевого оборота КО и РО: в августе 2007 г. он достиг нового исторического максимума в 1472,6 млрд руб. В сентябре—декабре 2007 г. суммарный объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО находился в пределах 1250—1400 млрд руб./месяц. За 2007 г.

суммарный биржевой и внебиржевой оборот КО и РО составил рекордные 13 455 млрд руб./год.

Если представить данные на рис. 10 не в абсолютном значении (млрд руб./месяц), а в процентах от суммарного биржевого и внебиржевого оборотов КО и РО за месяц, то получим, что структура, т. е. соотношение по указанным четырем сегментам по итогам 2007 г., изменилась по сравнению с 2006 г. в сторону увеличения доли биржевого оборота КО (с 64,1% за 2006 г. до 73,1% за 2007 г.) при сокращении долей биржевого оборота РО (с 22,1 до 19%) и внебиржевого оборота КО (с 11,5 до 7,1%) и РО (с 2,3 до 0,8%) (рис. 11).

Как видно из приведенных данных, в январе—декабре 2007 г. на рынке КО и РО по отдельным параметрам наблюдалось как снижение значений по сравнению с 2006 г. (например, по объемам размещения, по объемам внебиржевого обращения), так и достижение исторических максимумов (например, по объемам биржевого оборота). Вместе с тем эти коллизии роста рынка КО и РО в 2007 г. не вызывают опасения в отношении перспектив 2008 г.

По итогам января 2008 г. сохранились тенденции 2007 г. относительно незначительных объемов размещения выпусков облигаций и роста объемов их обращения, прежде всего биржевого. За январь 2008 г. прошло размещение только двух выпусков КО на общую сумму 10,4 млрд руб., но при этом объем биржевого и внебиржевого оборота КО и РО за январь 2008 г. почти в 1,7 раза превысил их объем за январь 2007 г. — 881,7 млрд и 515,8 млрд руб./месяц соответственно. Структура биржевого и внебиржевого оборотов КО и РО за январь 2008 г. по сравнению с 2007 г. продолжила изменяться в сторону увеличения доли биржевого оборота КО (с 73,1% за 2007 г. до 74,7% за январь 2008 г.) при сокращении долей биржевого оборота РО (с 19 до 17,1%) и почти не изменившихся долей внебиржевого оборота КО (7,1 и 7,4% соответственно) и РО (0,8% за 2007 г. и за январь 2008 г.).

Как видно на рис. 12, прогнозируемый суммарный объем погашения, амортизации и купонных выплат по КО и РО в 2008 г. составит почти 311 млрд руб. В марте 2008 г. эмитентам КО и РО для целей рефинансирования потребуется около 20 млрд руб., а в апреле—мае 2008 г. — уже около 30 млрд руб. в месяц, и первый пик придется на июнь — 48 млрд руб.

Затем нагрузка на эмитентов снизится до 16—25 млрд руб./месяц, и только

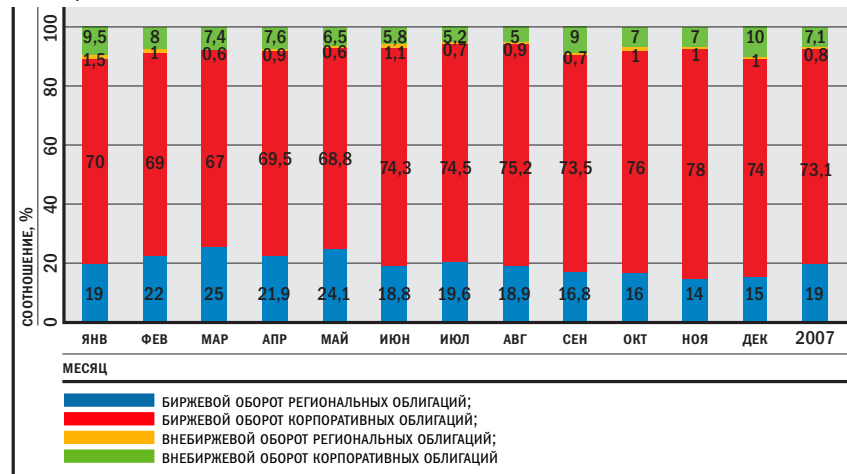
в декабре 2008 г. резко возрастет потребность эмитентов КО и РО в рефинансировании — до 61 млрд руб.

В связи с платежами по внешним обязательствам (только в марте 2008 г. с учетом суверенного долга российским заемщикам надо выплатить до 10 млрд долл.) и возможным «нервозным» состоянием на рынке заимствований, существует вероятность предъявления облигаций к выкупу по офертам, и можно допустить, что во «внепиковые» месяцы для исполнения оферт эмитентам потребуется до 10 млрд руб., в «пиковые» месяцы — до 30 млрд руб., т. е. к «плановым» 311 млрд руб. эмитентов КО и РО, погашаемых в 2008 г., эмитентам КО и РО с более поздними сроками погашения в 2008 г. может потребоваться для исполнения оферт до 150 млрд руб.

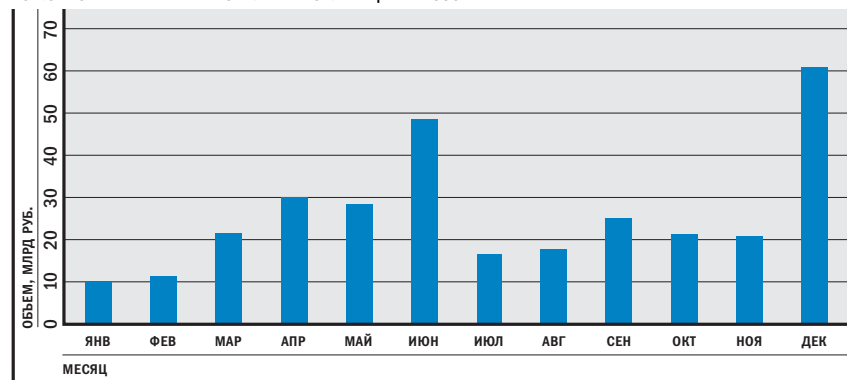
В то же время эмитенты КО и РО на начало 2008 г. зарегистрировали выпуски облигаций почти на 600 млрд руб. и планируют (по данным на январь 2008 г.) провести регистрацию выпусков еще примерно на 400 млрд руб., т. е. на январь 2008 г. в «ожидании» размещения у эмитентов КО и РО находятся выпуски облигаций почти на 1 трлн руб. И последние 3–6 месяцев каждый месяц эмитенты КО и РО увеличивали объем «в ожидании» на 30–80 млрд руб. и размещали выпуски с меньшим темпом.

Прошедшие в сложные для рынка август–декабрь 2007 г. выплаты купонов, погашения выпусков облигаций, исполнение эмитентами оферт продемонстрировали умение эмитентов облигаций обслуживать свои облигационные займы даже в сложившихся критических условиях и взаимодействовать с инвесторами. И это прибавляет уверенности в том, что инвесторы в 2008 г. примут новые выпуски облигаций и эмитентов, уже имеющих

**Рисунок 11. СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО И ВНЕБИРЖЕВОГО ОБОРОТА КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2007 Г.**



**Рисунок 12. ПРОГНОЗИРУЕМЫЕ СУММАРНЫЕ ОБЪЕМЫ ПОГАШЕНИЙ, АМОРТИЗАЦИЙ И КУПОННЫХ ВЫПЛАТ ПО КОРПОРАТИВНЫМ И РЕГИОНАЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ В 2008 Г.**



опыт работы по выпуску и обслуживанию облигаций, и эмитентов, выходящих на рынок облигаций впервые. Как уже отмечалось, всего за январь–декабрь 2007 г. НДЦ принял на обязательное централизованное хранение глобальные сертификаты КО и РО (с датой начала размещения в указанный период) на 532 млрд руб., в том числе КО почти на 470 млрд руб. и РО на 62 млрд руб. Скорее всего, итоги

2008 г. по объемам размещения КО и РО вряд ли значительно превысят результаты 2007 г. — конкуренция между эмитентами за инвесторов в 2008 г. возрастает, и при определенных сложностях с ликвидностью на рынке не все эмитенты смогут пойти на размещение запланированных выпусков при складывающейся ценовой ситуации на рынке заимствований. ■

НОВОСТИ НДЦ

## Общее собрание членов Партнерства утвердило изменения в Смету доходов и расходов и Бюджет капитальных вложений и инвестиций НДЦ на 2008 год

20 марта 2008 г. состоялось Общее собрание членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», которое утвердило предложенные изменения в Смету доходов и расходов НДЦ на 2008 г. и Бюджет капитальных вложений и инвестиций НДЦ на 2008 г.

Кроме того, на Общем собрании членов Партнерства было рассмотрено уведомление ЗАО «Расчетно-депозитар-

ная компания» о государственной регистрации дополнительного выпуска обыкновенных именных бездокументарных акций и о начале подписки на акции. Было принято решение рассмотреть вопрос участия НДЦ в дополнительной эмиссии РДК на заседании Совета директоров НДЦ и затем на последующем Общем собрании членов Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр».





АЛЕКСЕЙ АВЕРКОВ

Начальник отдела организации торгов и работы с клиентами ЗАО «ММВБ-Юг»

## ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ЮЖНОГО РЕГИОНА РОССИИ<sup>1</sup>

Состояние и развитие финансового и фондового рынков Южного федерального округа (ЮФО) необходимо рассматривать в контексте развития финансового рынка России в целом. Кроме того, следует учитывать фундаментальные изменения, происходящие на международных финансовых рынках: экономика США перестала быть тихой гаванью для международных инвесторов, а доллар США уходит с международной арены как глобальная резервная валюта. Инвесторам необходимы новые рынки и новые инструменты, способные поддерживать показатели прибыли (доходности) на приемлемых уровнях. Таким рынком и является российский фондовый рынок.

В России международных инвесторов привлекают стабильные макроэкономические показатели роста, огромный минерально-сырьевой потенциал, а также социально-политическая стабильность. Анализ текущего состояния и перспектив фондового рынка Южного федерального округа невозможен без всестороннего рассмотрения конкурентной среды, производственно-финансовых показателей крупнейших предприятий округа, а также социально-экономического положения субъектов ЮФО и округа в целом.

В большинстве регионов ЮФО отмечается позитивная динамика социальных

показателей: увеличиваются темпы ввода жилья, возрастают реальные денежные доходы населения и потребительский спрос.

Динамика ряда социально-экономических показателей округа опережает общероссийские темпы. Однако сохраняются значительные диспропорции в уровне развития регионов, наблюдается неравномерность темпов роста различных секторов экономики. В субъектах Российской Федерации, расположенных в пределах ЮФО, отмечается дефицит кадров рабочих специальностей (особенно в производственном секторе).

### ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА

Несмотря на незначительную долю регионального фондового рынка в общероссийских масштабах, на нем наблюдается жесткая конкуренция, прежде всего среди крупнейших федеральных игроков рынка. Уже сейчас им принадлежит существенная доля отечественного фондового рынка, в частности рынка ЮФО. По итогам 2007 г. на 20 ведущих российских профучастников фондового рынка пришлось 90% совокупного оборота всех операторов. Лидерами на фондовом рынке ЮФО эксперты называют подразделе-

<sup>1</sup> При подготовке статьи были использованы материалы журнала «Эксперт ЮГ», данные РО ФСФР России в ЮФО и ЗАО «ММВБ-Юг».



ния компаний «УРАЛСИБ», «Тройка Диалог», «БрокерКредитСервис», «КИТ Финанс» (по данным рейтингового агентства НАУФОР).

Региональные компании занимают отдельные ниши и работают прежде всего с дружественными или аффилированными с ними клиентами. В настоящее время на территории ЮФО работают 60 региональных профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих лицензии на осуществление брокерской, дилерской, депозитарной деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами (из них 28 кредитных организаций), и 6 специализированных регистраторов.

При этом из 54 организаций ЮФО, имеющих лицензии на осуществление брокерских операций, на ФБ ММВБ через ЗАО «ММВБ-Юг» в качестве самостоятельных брокеров работают 12 организаций. В ближайшее время к ним добавятся еще 2 профучастника. Остальные организации предпочитают работать через субброкера. Участниками торгов на рынках группы РТС являются 5 компаний — профучастников ЮФО.

Несмотря на то что большинство региональных компаний профучастников фондового рынка в ЮФО выступают, по сути, обычными дилерами, занимаясь скупкой акций, потенциал роста брокерских услуг у региональных компаний есть. Об этом свидетельствуют большой опыт работы таких компаний на рынке, наличие квалифицированного штата специалистов, выход на биржевые площадки и умение работать с учетом региональной специфики. Кроме того, в последнее время наблюдается тенденция к росту средних и мелких инвесторов в клиентских портфелях профучастников. Это связано с тем, что количество крупных институциональных клиентов ограничено и большинство из них уже давно распределены среди основных игроков рынка. Еще одной тенденцией регионального фондового рынка стал рост числа компаний, получающих лицензии на управление различными инвестиционными фондами.

Рынок коллективных инвестиций ЮФО включает в себя: паевые инвестиционные фонды; общие фонды банковского управления; негосударственные пенсионные фонды; управляющие компании с лицензиями на управление активами инвестиционных, паевых и пенсионных фондов; специализированные депозитарии паевых инвестиционных фондов.

На рынке ЮФО продаются практически все паи фондов, управляемых крупными федеральными игроками, а также паи региональных участников данного сегмента рынка.

#### КОЛИЧЕСТВО ДЕЙСТВУЮЩИХ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И ИХ ФИЛИАЛОВ В ЮФО (ПО СОСТОЯНИЮ НА 1 НОЯБРЯ 2007 Г.)

Регион	Кредитные организации	Филиалы кредитных организаций		
		Всего	Кредитные организации, головная структура которых находится в данном регионе	Кредитные организации, головная структура которых находится в других регионах
Всего по Российской Федерации	1 145	3 431	730	2 701
Южный федеральный округ	120	480	118	362

Источник: Данные Банка России.

Региональные игроки рынка коллективных инвестиций действуют, как правило, на территории субъекта регистрации:

1) на территории Волгоградской области действуют два паевых инвестиционных фонда: Интервальный паевой инвестиционный фонд смешанных инвестиций «Август-Оптимум» под управлением ЗАО «Финансовый брокер «Август» и Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости «Недвижимость Поволжья Первый» под управлением ООО «РусЮг-инвест»;

2) в Ростове-на-Дону работает Открытый паевой инвестиционный фонд смешанного типа «Гранд Первый» под управлением компании «Гранд-Капитал»;

3) на территории Краснодарского края Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП) и Национальным агентством прямых инвестиций (НАПИ) организован Закрытый паевой инвестиционный фонд недвижимости «Развитие Юга России», являющийся пилотным проектом по развитию механизмов частно-государственного партнерства в Южном федеральном округе. Якорными пайщиками фонда стали крупнейшие банки России: ВТБ, УРАЛСИБ, МДМ-Банк.

Исключением являются ОФБУ «Центр-инвест Первый» и ОФБУ «Центр-инвест Второй» ростовского банка «Центр-Инвест», паи которого реализуются всеми филиалами банка как на территории округа, так и за его пределами.

### БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Главное место на финансовом и фондовом рынках ЮФО занимает банковский сектор, аккумулирующий основную часть финансовых ресурсов. Именно господство банков на этапе формирования региональной структуры фондового рынка объясняет существенное отставание ЮФО от региональных рынков других федеральных округов. Ведь операции на фондовом рынке не являются для банков первостепенными, а служат лишь времен-

ным объектом для размещения свободных активов. И сегодня доля региональных банков на рынке ценных бумаг ФБ ММВБ в обороте ЗАО «ММВБ-Юг» составила 67,4% (62,73 млрд руб.).

Заметными тенденциями в банковском секторе ЮФО стали:

1) усиление экспансии федеральных и международных банковских структур;  
2) активизация процессов слияний и поглощений:

- приобретение мажоритарными акционерами УРСА-Банка 100%-ной доли в уставном капитале банка «Южный Регион» (Ростов-на-Дону) и 59% акций ростовского Ростпромстройбанка;

- покупка Связьбанком (Москва) 100% акций Геленджик-банка;

- приобретение банком «Национальный Стандарт» 97% акций Русюгбанка (Волгоград);

- покупка Венгерским банком ОТП 100%-ной доли Донского Народного банка (Ростовская область);

3) развитие филиальной сети кредитных организаций (см. таблицу);

4) сохранение тенденции увеличения количества внутренних структурных подразделений кредитных организаций, таких как дополнительные офисы и кредитно-кассовые офисы.

### ЭМИТЕНТЫ ЮФО НА БИРЖЕВОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Ценные бумаги эмитентов ЮФО на российском биржевом фондовом рынке представлены корпоративными акциями и облигациями, облигациями субъектов Федерации и муниципальных образований, паями.

Выглядящий крайне скромным вклад южных эмитентов в оборот ФБ ММВБ по итогам 2007 г. становится более солидным при сравнении с объемами 2006 г. и тем более 2005 г. (рис. 1).

В 2007 г. на ФБ ММВБ обращались 38 выпусков обыкновенных и привилеги-



рованных акций 17 эмитентов ЮФО и облигации 24 эмитентов ЮФО, а число выпусков облигаций достигло 36. В конце 2007 г. к списку обращающихся на ФБ ММВБ бумаг добавились паи ЗАО «Кубанская управляющая компания».

Объем торгов корпоративными ценными бумагами (акциями и облигациями) эмитентов ЮФО на ФБ ММВБ в 2007 г. составил 391,15 млрд руб., что более чем в 3 раза превышает показатели 2006 г. (126,27 млрд руб.). Участниками торгов было заключено 217 159 сделок. Сред-

няя примерно 150 компаний. Но объем сделок с ценными бумагами этих компаний незначителен. При этом следует отметить, что постоянные двусторонние котировки на рынках группы РТС имеют акции лишь 25% представленных на них компаний.

Самым значимым событием прошедшего года на биржевом фондовом рынке ЮФО можно считать публичное размещение акций Новороссийского морского торгового порта (НМТП), в ходе которого эмитент заработал 980 млн долл.

Данное предположение базируется на реальных показателях и тенденциях, а также на следующих доводах:

- Реализация руководством страны в преддверии проведения зимней Олимпиады 2014 г. комплекса мер, направленных на нормализацию и укрепление социально-экономической стабильности в республиках, входящих в состав ЮФО.

- Масштабное строительство на Черноморском побережье. Фактор «Сочи-2014» делает Черноморское побережье самой крупной и важной стройкой в стране. Из федерального бюджета в рамках ФЦП по развитию Сочи будет выделено 172 млрд руб., из которых в 2008 г. будет перечислено 17 млрд руб. С целью максимального вовлечения частного капитала в развитие инфраструктурных олимпийских и околоолимпийских проектов наверняка будут предоставлены дополнительные преференции (например, после проведения олимпиады будет предложен упрощенный порядок выкупа олимпийских объектов и прочие механизмы стимулирования, включая создание особых туристско-рекреационных экономических зон и т. д.). К 2013 г. в Сочи появится 21 спортивный объект. На 14 из них, включая Ледовый дворец, уже есть претенденты-инвесторы среди коммерческих компаний.

В ЮФО уже запланировано строительство 5 цементных и нескольких металлургических заводов. Очевидны благоприятные перспективы для развития промышленности строительных материалов, электроэнергетики, добывающей промышленности. Уже сегодня стали активно выставляться на продажу лицензии на право разработки различных месторождений. Показательным является крупнейшее в российской цементной отрасли приобретение французской компанией *Lafarge* за 29 млн долл. лицензии на право геологоразведки и освоения Кульбакинского участка в Матвеево-Курганском районе Ростовской области. Предварительные запасы месторождения составляют около 140 млн тонн цементного сырья.

- Реализация крупных проектов в электроэнергетике. Согласно генеральной схеме размещения энергообъектов, для ликвидации дефицита к 2020 г. в ЮФО планируется построить около 13,3 ГВт новых мощностей. ГидроОГК и НАПИ подписано соглашение, обеспечивающее почти 20% этих вводов. Национальное агентство прямых инвестиций намерено направить на строительство новых энерго мощностей на территории ЮФО 110 млрд руб. В ходе реализации столь масштабного проекта

Рисунок 1. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ КОЛИЧЕСТВА ЭМИТЕНТОВ И ЦЕННЫХ БУМАГ ЭМИТЕНТОВ ЮФО НА ФБ ММВБ

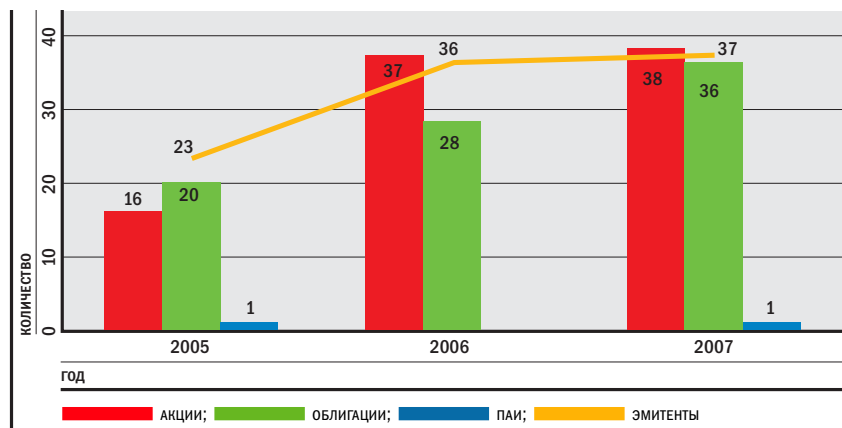
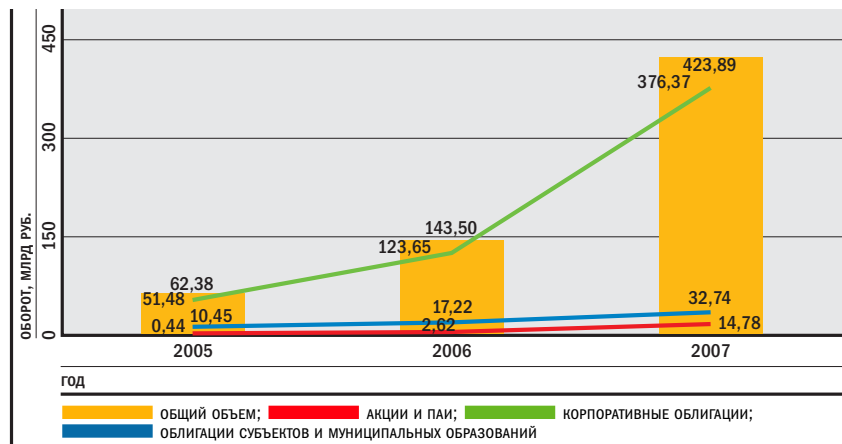


Рисунок 2. ДИНАМИКА ОБЪЕМА ТОРГОВ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ ЭМИТЕНТОВ ЮФО



ний объем сделки увеличился с 1,50 млн руб. в 2006 г. до 1,80 млн руб. (рост на 20%) в прошлом году.

Общий объем торгов облигациями субъектов РФ и муниципальных образований ЮФО на ФБ ММВБ за 2007 г. составил 32,740 млрд руб. (35,029 млн ценных бумаг) (рис. 2). Активность участников торгов – 2202 сделки. Данные показатели на 90% превысили уровень объема торгов за 2006 г. При этом следует отметить рост величины средней сделки с 7,31 млн руб. в 2006 г. до 14,87 млн руб. в 2007 г. – увеличение более чем в 2 раза.

На рынках группы РТС эмитенты ЮФО представлены более существенно – акци-

В 2007 г. также ожидалось проведение IPO ОАО «ИНПРОМ» и размещение облигационных займов некоторых компаний ЮФО. Данные мероприятия были отложены в связи с неблагоприятной ситуацией на фондовом рынке.

## ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Скорее всего, развитие экономики, а следовательно, и фондового рынка ЮФО будет носить взрывной характер. Наибольшую выгоду от этого получают компании, чьи акции будут обращаться на биржевом фондовом рынке. Их капитализация может вырасти в несколько раз.



ГидроОГК планирует ввести на юге России более 2,5 ГВт новых энерго мощностей. Предусмотрено строительство 10 ГЭС и ГАЭС (гидроаккумулирующих станций) в Дагестане, Кабардино-Балкарии, Карачаево-Черкесии, Северной Осетии — Алании, Краснодарском крае, а также 8 малых ГЭС. ГидроОГК и НАПИ намерены организовать финансирование проектов на принципах государственно-частного партнерства. Некоторые российские и зарубежные компании уже проявили интерес к этим проектам.

• *Комплексная модернизация и развитие транспортной инфраструктуры округа.* Для строительства олимпийских объектов в Сочи и реализации других заявленных региональных проектов необходимо увеличить пропускную способность дорог в регионе с 4 млн до 100 млн тонн в год, т. е. в 25 раз.

• *Наличие у ЮФО значительного рекреационного потенциала.* Доля ЮФО в общем рекреационном потенциале России, по разным данным, составляет 19—22%. По этому показателю Краснодарский край занимает 1-е место, а Ставропольский край — 4-е место.

Согласно федеральной целевой программе «Юг России», на развитие туристско-рекреационного комплекса в ЮФО на период с 2008 по 2012 г. из федерального бюджета будет выделено примерно 18 млрд руб.

В настоящее время в регионе начинается реализация крупнейших проектов в сфере туризма — «Архыз» (компания «Синара»), «Приэльбрусье» («Интеррос»

и др. Эти проекты должны стать опорными для массового развития индустрии гостеприимства на юге России. Развитие туризма явится предпосылкой для нового этапа потребительского бума, а значит, и для развития современной розничной торговли, которая пока почти не выходила за пределы наиболее преуспевших в экономическом развитии 4 регионов округа. Большая часть южных регионов не прошла еще и первой фазы освоения новых быстрорастущих рынков. В других округах темпы развития розничной торговли составляют 40—60% в год.

• *Создание игровой зоны «Азов-Сити» на территориях Щербиновского района Краснодарского края и Азовского района Ростовской области.* Планируемая площадь игровой зоны — 20,022 млн кв. м. Благодаря созданию игровой зоны доходы субъектов округа от игорного бизнеса достигнут 10—15 млрд руб. в год. Кроме того, строительство «Азов-Сити» создаст более 30 тыс. высокооплачиваемых рабочих мест. В процессе реализации проекта будет реконструирован аэропорт Ейска, построены автомобильные и железные дороги, а также современный морской порт.

• *Увеличение активности финансовых учреждений на юге благодаря развитию промышленности и сферы сервиса.* На следующем этапе развитие потребительских рынков будет способствовать росту перерабатывающей промышленности. Свою роль должен сыграть и сельскохозяйственный ресурс, который сегодня, судя по доле предприятий сельского

хозяйства в общей выручке компаний-лидеров, используется в ЮФО очень слабо.

• *Дополнительные источники роста обусловлены общемировыми экономическими тенденциями и геополитическими факторами, определяющими долгосрочную тенденцию роста мирового рынка вооружений и перераспределяющими международные и внутренние финансовые потоки в сторону предприятий ВПК, и прежде всего в высокотехнологичные сегменты — авиастроение и производство ракетных вооружений.* Растет роль морских вооружений. Предприятия указанных секторов достаточно широко представлены на территории ЮФО. Среди них:

- ОАО «Роствертол» — вертолетостроение;

- Научно-исследовательский институт гидросвязи «Штиль» (Волгоград);

- ОАО «ТАНТК им. Бериева» — авиастроение (Ростовская область);

- Центральное конструкторское бюро «Титан» — проектирование оборудования мобильных ракетных комплексов (Волгоград);

- ОАО «Судостроительный завод «Лотос»» (Астраханская область).

Таким образом, Южный федеральный округ по своему промышленному и финансовому потенциалу в ближайшие 5—7 лет имеет все возможности для выхода на качественно новый уровень, а региональные эмитенты смогут занять достойные места в топ-листе ведущих предприятий России. ■

## НДЦ поздравляет с Днем рождения

### Дойче Банк в России, РОСБАНК, Инвестиционный банк «Траст»

Уважаемые коллеги!

Компании, в которых вы работаете, за годы своего существования завоевали признание на российском и зарубежном рынках. И ваш профессионализм, богатый опыт работы не позволяют им останавливаться на достигнутом, укрепляют их репутацию и повышают авторитет.

Искренне поздравляем вас и желаем достичь новых вершин, реализовать самые смелые проекты, найти нестандартные подходы к решению сложных задач.

Благополучия и удачи!



## ОТЧЕТ О СЕМИНАРЕ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЕСТЕСТВЕННЫХ МОНОПОЛИЙ И ИНТЕГРАЦИЯ В МИРОВУЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ — ВЗГЛЯД СО СТОРОНЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ»

10 апреля 2008 г. в Санкт-Петербурге в отеле «Амбассадор» НДЦ при участии РАО «ЕЭС России» и ММВБ провел семинар для депонентов «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК: РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЕСТЕСТВЕННЫХ МОНОПОЛИЙ И ИНТЕГРАЦИЯ В МИРОВУЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ — ВЗГЛЯД СО СТОРОНЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ».

В работе семинара приняли участие 68 представителей 43 депонентов НДЦ — банков и инвестиционных компаний Санкт-Петербурга, а также представители СПВБ, ПТЦ, ДКК, ПЦРК, УК «ЭЛТРА-Инвест» и ОАО «ЛОМО».

Со вступительным словом к участникам семинара обратился Заместитель директора НДЦ **Денис Соловьев**.

Содержательную часть семинара по теме реорганизации естественных монополий открыл **Андрей Габов**, Начальник депар-

тамента корпоративного управления и взаимодействия с акционерами Корпоративного центра ОАО РАО «ЕЭС России» с докладом «Особенности второго этапа реорганизации ОАО РАО «ЕЭС России»».

Представители РАО «ЕЭС России» рассказали об особенностях проведения второго этапа реорганизации компании и в интерактивном режиме ответили на вопросы депонентов.

Сотрудники НДЦ — Начальник Управления корпоративных



А. Габов, Д. Соловьев



Н. ЛАЗУНИНА, Е. СЕМЬКИНА

действий и взаимодействия с эмитентами **Владимир Лагунов**, Заместитель начальника Управления взаимодействия и организации ЭДО с регистраторами **Дмитрий Головкин** и и. о. начальника Управления нормативно-технологического обеспечения **Елена Стрельникова** — обратили внимание участников семинара на важность своевременной и качественной подготовки к раскрытию информации при проведении корпоративных действий, рассказали об особенностях взаимодействия участников рынка и инфраструктурных организаций в этом процессе, подробно остановились на особенностях исполнения депозитарных операций в НДЦ при проведении второго этапа реорганизации РАО «ЕЭС России». Собравшиеся особо отметили важность организации электронного документооборота НДЦ с

регистраторами в ходе предстоящей реорганизации российской энергетики.

Вторая часть семинара была посвящена интеграции российской инфраструктуры в международную финансовую систему. Ее открыл **Денис Соловьев** с докладом «Задачи развития конкурентоспособной инфраструктуры и интеграции российского рынка».

Заместитель директора департамента по развитию бизнеса ММВБ **Денис Гаринов** рассказал о новых проектах группы ММВБ на фондовом рынке.

С интересными докладами выступили представители партнеров НДЦ — Генеральный директор ЗАО «Управляющая компания «ЭЛТРА-ИНВЕСТ» **Юлия Власенкова** («Финансовый супермаркет как стратегия развития международных финансовых посредников в условиях конкуренции») и Генеральный директор ЗАО «Петербургская центральная регистрационная компания» **Надежда Лазунина** («ЭДО и «белые пятна» учетной системы рынка ценных бумаг»).

В заключительной части сотрудники НДЦ — Начальник Управления по взаимодействию с депонентами **Светлана Киреева**, Начальник клиентского отдела **Ирина Медовская** и Начальник отдела взаимодействия с филиалами и региональными представителями **Сергей Осипов** — рассказали о новых возможностях при проведении расчетов по ценным бумагам в НДЦ, сопутствующих услугах и использовании счетов НДЦ в иностранных депозитариях.

Материалы семинара представлены на сайте НДЦ [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru) ■



Ю. Власенкова



Д. Гаринов



С. Киреева



УЧАСТНИКИ СЕМИНАРА



26–27 июня 2008 г.  
Санкт-Петербург

## Приглашаем Вас на Второй Международный Инвестиционный Форум «Инвестиционный Петербург» — «Российский фондовый рынок в условиях мирового финансового кризиса»

Главным организатором Форума является Правительство Санкт-Петербурга, соорганизаторами — ЗАО Инвестиционная Компания «ЭЛТРА», Фондовая биржа «Российская торговая система». Генеральный спонсор Форума — ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа», спонсор круглого стола — Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр».

Форум пройдет при поддержке Правительства Санкт-Петербурга, Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации, Биржи «Санкт-Петербург», ЗАО «Санкт-Петербургская Валютная Биржа», Ассоциации Банков Северо-Запада, НАУФОР, Комитета по финансовым рынкам и кредитным организациям ТПП РФ.

Информационными спонсорами Форума выступают: Группа компаний РБК (РБК-ТВ, РБК Daily), Euromoney, «Коммерсантъ», «Деловой Петербург», Интерфакс, журналы The Chief, «Финанс», «Санкт-Петербургский Бизнес-журнал», «Депозитариум», радио Business FM и другие.

### Основные темы Форума:

- Российский фондовый рынок в условиях мирового финансового кризиса: тенденции, риски, перспективы
- Срочный рынок: новые продукты и технологии (структурные продукты, отраслевые фьючерсы, будущее российского рынка деривативов)
- IPO и альтернативные механизмы IPO для малого и среднего бизнеса: предложения от ведущих мировых бирж для российских компаний и банков
- Иностранная ценная бумага на российском рынке: расширение возможностей обращения, особенности учета, риски
- Развитие Биржи нефти и нефтепродуктов в Санкт-Петербурге
- Развитие финансовых супермаркетов: международный опыт, российская практика
- Сколько стоит финансовый бизнес в России?
- Финансовые возможности для малого и среднего бизнеса: от кредитов до IPO

### На Форуме выступят:

Вице-губернатор г. Санкт-Петербурга **М. Э. Осеевский**  
Председатель Комитета Финансов Правительства г. Санкт-Петербурга **Э. В. Батанов**  
Руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам России **В. Д. Миловидов**  
Заместитель Председателя Центрального банка Российской Федерации **К. Н. Корищенко**  
Директор Департамента финансовой политики Министерства финансов РФ **А. Л. Саватюгин**  
Президент ММВБ **А. И. Потемкин**  
Председатель Правления ОАО «РТС» **Р. Ю. Горюнов**  
Старший Вице-президент, член Правления ЗАО ММВБ, Директор НДЦ **Н. В. Егоров**  
Генеральный директор ЗАО ФБ «Санкт-Петербург» **В. В. Николаев**  
Президент Ассоциации банков Северо-Запада **В. В. Джикович**  
Председатель Правления НАУФОР **А. В. Тимофеев**

Форум будет проходить в гостиничном комплексе «Англетер/Астория» по адресу: **Санкт-Петербург, ул. Большая Морская, д. 39**

**Форум пройдет в самое красивое время в Санкт-Петербурге — в период белых ночей. Помимо профессиональных мероприятий, организаторы подготовили для Вас интересную культурную программу.**

Регистрационный взнос составляет **22 500 руб. (НДС не облагается)**

Предоставляется **скидка 10%:**

- каждому дополнительному участнику от одной организации;
- при оплате участия до 26 мая 2008 г. включительно.

**Участник считается зарегистрированным после оплаты регистрационного взноса**

**Зарегистрироваться и получить более подробную информацию о Форуме  
Вы можете в Организационном комитете Форума по тел.: (812) 380-30-80, 380-30-89  
или по электронной почте: [forum@eltrast.ru](mailto:forum@eltrast.ru)**

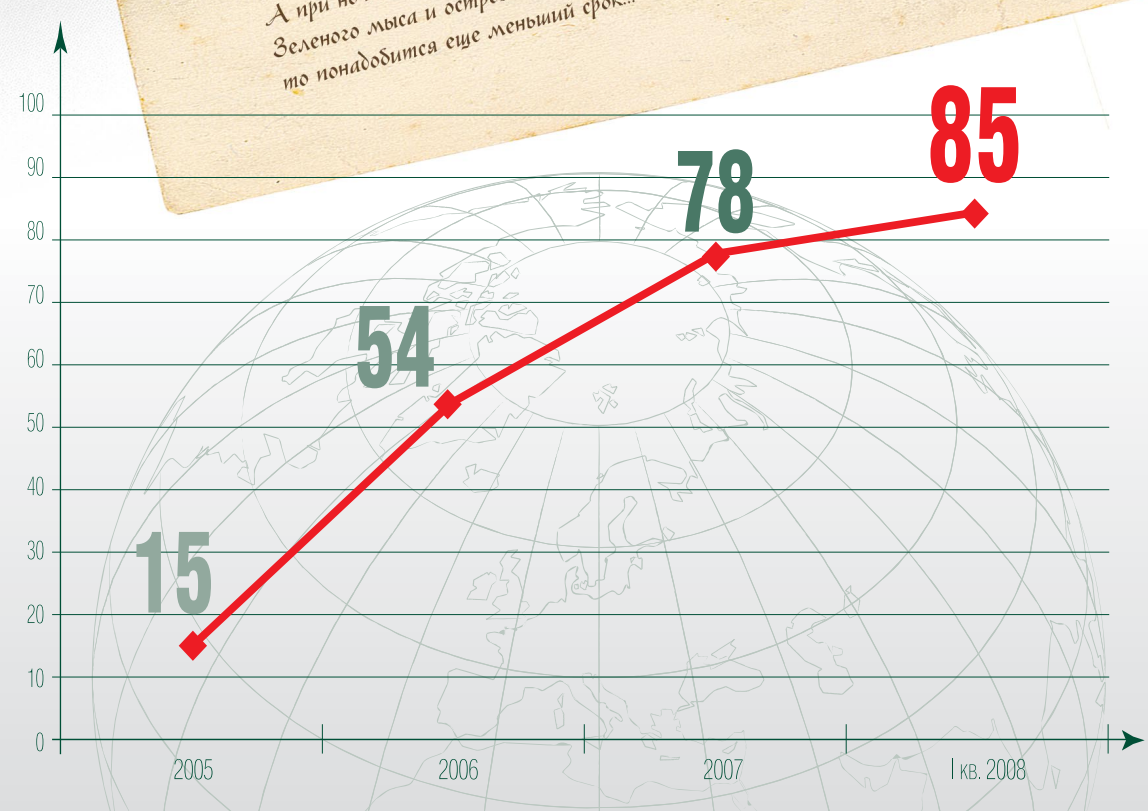


В начале XX века развитие авиации способствовало существенному сокращению сроков доставки почтовой корреспонденции

«...Чтобы получить ответ на письмо из Буэнос-Айреса, требовалось около пятидесяти суток. Если даже... использовать для перевозки почты между островами Зеленого мыса и островом Фернанду-ди-Норонья посыльные суда, то и тогда срок этот можно сократить до двадцати суток. А при ночных полетах — и до четырнадцати. Если же на промежутке между островами Зеленого мыса и островом Фернанду-ди-Норонья использовать гидросамолеты, то понадобится еще меньший срок...»

Марсель Мишо, «Сент-Экзюпери»

Доля операций, обеспеченных электронным документооборотом, среди всех операций по счетам номинального держателя НДС в реестрах владельцев ценных бумаг, %



**В начале XXI века использование электронного документооборота позволило осуществлять обмен информацией в режиме реального времени**



# 5th Annual Russian Securities Forum

24 & 25 June, 2008  
Hotel Baltshug Kempinski, Moscow, Russian Federation

Book by  
23rd May 2008 and  
SAVE up to £400!  
Подтвердите участие до  
23-го мая и СЭКОНОМЬТЕ до £400!

*Infrastructural Challenges & How to Sustain Recent Growth*

5-ый ежегодный форум

## “Российские ценные бумаги”

Don't miss this  
opportunity to hear from  
the leading figures in the  
Russian Securities Industry –  
All your peers will be here:  
so should you!

*Инфраструктурные задачи и как поддержать темпы недавнего роста*

24 и 25 июня 2008 года, гостиница Балчуг Кемпински, Москва, Россия

### Top level industry speakers from the following organisations:

- FEDERAL FINANCIAL MARKETS SERVICE
- CENTRAL BANK OF RUSSIA
- HSBC GROUP
- GOLDMAN SACHS
- MORGAN STANLEY
- KDPW – NATIONAL DEPOSITORY FOR SECURITIES
- LONDON STOCK EXCHANGE
- SEB
- UNICREDIT ATON
- CITI
- THOMAS MURRAY LTD
- NAUFOR
- NATIONAL DEPOSITORY CENTER
- CLEARSTREAM
- DEPOSITORY CLEARING COMPANY
- DEUTSCHE BANK
- HBL CONSULTANCY SERVICES
- ING BANK (EURASIA) ZAO
- MICEX
- SDK GARANT
- LCH.CLEARNET
- NATIONAL DEPOSITORY OF UKRAINE
- STATE CSD OF REBULIC OF UZBEKISTAN

### Key speakers this year include:



Alexander Potemkin  
President  
MICEX



Vladimir Milovidov  
Head  
FEDERAL FINANCIAL  
MARKETS SERVICE



Thomas Zeeb  
Member of the Executive  
Board  
CLEARSTREAM



Konstantin  
Korischenko  
Deputy Chairman  
CENTRAL BANK  
OF RUSSIA



Nikolay Egorov  
Senior VP and Member of the  
Executive Board at MICEX,  
Director  
THE NATIONAL  
DEPOSITORY CENTER



Alexander Morozov  
Chief Economist –  
Russia and CIS  
HSBC GROUP



Mikhail Laufer  
President  
DEPOSITORY CLEARING  
COMPANY



Alexei Timofeev  
Chairman  
NAUFOR

Plus a) Separately Bookable Pre-Conference Workshop

### Navigating The BluePrint For The Russian Securities Market

Led by THOMAS MURRAY LTD  
Monday 23 June, 2008

Plus b) Separately Bookable Post-Conference Training Course

### Clearing, Settlement and Custody

Led by HBL CONSULTANCY SERVICES  
Thursday 26 – Friday 27 June, 2008

Arranged by



an Informa business

Lead Sponsor



THE NATIONAL DEPOSITORY CENTER

Endorsed by



НАУФОР



НАПТД

To Register

Tel: +44 (0)20 7017 7200

Fax: +44 (0)20 7017 7807

Email: info@icbi.co.uk

Website: www.iir-conferences.com/russia

Supported by



THOMAS MURRAY

Media Partner

RUSTOCKS.com