

№ 12 (70) ДЕКАБРЬ 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** ПОДТВЕРЖДЕНИЕ НДЦ ПОЗИЦИИ КРУПНЕЙШЕГО ДЕПОЗИТАРИЯ —  
ГЛАВНЫЙ ИТОГ 2008 ГОДА

**10** РАЗВИТИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ МЕЖДУНАРОДНОЙ  
И РОССИЙСКОЙ СИСТЕМ РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

**16** СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ: ОПЫТ ОАО «АИЖК»



# СОДЕРЖАНИЕ

- 
- СТРАТЕГИЯ**
- 4 **Подтверждение НДС позиции крупнейшего депозитария — главный итог 2008 года**  
*Подводя итоги уходящего года, следует в первую очередь отметить, что в 2008 г. НДС подтвердил позицию крупнейшего депозитария, сохраняя позицию ведущего расчетного депозитария на российском финансовом рынке. Доля НДС в общем объеме активов на хранении среди российских расчетных депозитариев по итогам первого полугодия 2008 г. составляет 62%*
- Николай Егоров  
Директор НДС
- 
- ТЕХНОЛОГИИ**
- 10 **Развитие интеграционных процессов международной и российской систем расчетов по ценным бумагам**  
*Сегодня ни одна страна не может развиваться успешно, если она изолирована от остального мира. Успех сопутствует тем странам, которые осознанно и динамично интегрируются в мировую экономику. Поэтому основными направлениями внешнеэкономической политики России в последние годы стали либерализация экспортно-импортных и валютных операций и тесное сотрудничество с международными экономическими организациями*
- Денис Аксёнов  
ассистент кафедры «Мировая экономика и международные валютно-кредитные отношения» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»
- 
- 13 **Расчеты с иностранными участниками фондового рынка: что можно улучшить?**  
*В который раз мы обращаемся к проблемам иностранных инвесторов на российском фондовом рынке, в том числе к вопросам взаимодействия с отечественной инфраструктурой. Подведем некоторые итоги рассуждений на эту тему, а также рассмотрим результаты экспресс-анализа, проведенного Ситибанком в процессе работы в качестве кастодиана для иностранных инвесторов на российском рынке ценных бумаг*
- Александр Назаров  
Вице-президент, Заместитель начальника Подразделения ценных бумаг Управления международного банковского обслуживания коммерческих операций ЗАО КБ «Ситибанк»
- 
- 16 **Секьюритизация ипотечных активов: опыт ОАО «АИЖК»**  
*Несмотря на мировой финансовый кризис, который оказывает сильное негативное влияние как на российский финансовый сектор, так и на экономику страны в целом, на конец IV кв. 2008 г. планируется размещение облигаций с ипотечным покрытием ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» — уже третьего выпуска облигаций, обеспеченных пулом ипотечных активов, инициированным ОАО «АИЖК»*
- Зоя Лебедева  
Заместитель начальника Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК»  
Алевтина Федотова  
Руководитель проекта Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК»
- 
- РАЗВИТИЕ РЫНКА**
- 23 **Модели корпоративного финансирования в условиях экономической нестабильности**  
*Стратегия развития бизнеса, основанная на привлечении долгового финансирования, была крайне привлекательна в условиях длительной макроэкономической тенденции снижения процентных ставок. Однако в условиях сжатия ликвидности она показала свою уязвимость*
- Дмитрий Пашков  
Заместитель начальника отдела анализа и оценки ЗАО «БФА»
- 
- 27 **Кризис — это не отсутствие возможностей, а повод мобилизоваться**  
*Наблюдающийся в настоящее время кризис ликвидности и падение потребительского спроса затрагивают весь мир. Отмечается замедление роста ВВП всех без исключения стран мирового сообщества. По оценкам экспертов, эта ситуация затянется. Американские эксперты прогнозируют подъем экономики развитых стран не ранее 2011 г.*
- 
- 30 **Развитие фондового рынка Самарской области за последние 3 года**  
*С 2005 г. в Самарской области наблюдается интенсивный рост инвестиционных услуг. Стабильная экономическая ситуация в стране в целом и популяризация инвестиционной культуры в частности способствовали активному предложению свободных финансовых ресурсов со стороны юридических лиц и населения*
- Анастасия Мещерова  
Начальник торгово-депозитарного управления Самарской валютной межбанковской биржи
- 
- РЫНОК И УСЛУГИ**
- 32 **Регистраторы помогут найти выход из кризиса**  
*Бытует мнение, что основным мотивом обращения компаний к услугам регистраторов являются строгие требования регулятора к ведению реестра владельцев ценных бумаг. Тем не менее все более очевидным становится тот факт, что ведущие регистраторы не только накопили значительный опыт в своей области, но и готовы предложить своим клиентам расширенный сервис по смежным вопросам. Опыт и технологичность регистраторов, наряду с гибкостью работы, позволяют им предоставить компаниям-клиентам уникальные возможности в период кризиса*
- Ярослав Целин  
специалист Управления маркетинга и исследований ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»
- 
- СОБЫТИЯ**
- 34 **НДС принял участие в V Федеральном инвестиционном форуме и X Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг**
- 
- 36 **НДС выступил соорганизатором семинара «Управление рисками в компаниях реального сектора экономики в условиях высокой волатильности финансовых рынков»**
- 
- 37 **Турнир НДС по бильярду**
- 
- 38 **Фотоконкурс «Дворцы и замки мира»**



## К ЧИТАТЕЛЯМ

### Депозитариум № 12 (70) 2008

#### Редакционный совет:

Потемкин А. И.  
Егоров Н. В.  
Коланьков А. В.

#### Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель  
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 ре-  
кламодатели. 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»  
№ 23–24 декабрь 2008

На обложке:  
Кольский полуостров,  
перевал Арсеньева  
Западный, Хибинские тундры

Фото Ильи Соловьева,  
ОАО Банк «Петрокоммерц»



Дорогие коллеги!

В преддверии новогодних праздни-  
ков от имени редколлегии журнала «Де-  
позитариум» и Некоммерческого парт-  
нерства «Национальный депозитарный  
центр» хочу пожелать вам удачи и уве-  
ренности в завтрашнем дне, сил и энер-  
гии, радости и благополучия.

Сложные времена — это всегда вы-  
зов. И основная задача, которая стоит  
сегодня перед нами, — активное разви-  
тие бизнеса НДЦ, повышение качества  
обслуживания наших клиентов. В том  
числе приоритетными направлениями  
для нас являются совершенствование  
расчетных сервисов и продуктовой ли-  
нейки для эмитентов.

Мы работаем над расширением спек-  
тра услуг расчетного депозитария до  
уровня, которого достигли ведущие зару-  
бежные центральные расчетные депози-  
тари. О сделанном в уходящем году

можно узнать из предварительного отчета о деятельности НДЦ, опубликованного в этом номере журнала.

Говоря о стратегии, хочу обратить внимание, что разрабатывается модель креди-  
тования ценными бумагами, трехстороннего РЕПО, расчетов по акциям на условиях  
«поставка против платежа» в иностранной валюте. В 2009 г. нами будет внедрен оче-  
редной этап проекта смены технологической платформы, в которой предусмотрены  
все модели «поставки против платежа» и все функции расчетного депозитария.

В уходящем году в законодательство были внесены изменения, способствующие  
допуску иностранных ценных бумаг напрямую на российскую биржу, что открывает  
широкие возможности для обслуживания ценных бумаг иностранных эмитентов.

Изменение российского валютного законодательства позволит осуществлять рас-  
четы на условиях «поставка против платежа» небанковским депозитариям. Мы также  
надеемся на изменение концепции номинального держания в России, которая в на-  
стоящее время препятствует открытию счетов номини иностранным депозитариям.

Хочу еще раз пожелать всем нам в наступающем году Быка удачи. Надеюсь, что сле-  
дующий год станет настоящим годом Быка и для финансового рынка нашей страны.

С Новым годом и Рождеством!

**Николай Егоров**

Директор НДЦ, Председатель редакционной коллегии



Николай Егоров  
Директор НДЦ

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ НДЦ ПОЗИЦИИ КРУПНЕЙШЕГО ДЕПОЗИТАРИЯ — ГЛАВНЫЙ ИТОГ 2008 ГОДА

Подводя итоги уходящего года, следует в первую очередь отметить, что в 2008 г. НДЦ подтвердил позицию крупнейшего депозитария, сохраняя позицию ведущего расчетного депозитария на российском финансовом рынке. Доля НДЦ в общем объеме активов на хранении среди российских расчетных депозитариев (по данным ИНФИ ПАРТАД) по итогам первого полугодия 2008 г. составляет 62%.

Глобальный финансовый кризис вызвал некоторое падение стоимости активов на хранении. По итогам III кв. 2008 г. впервые за длительный период зафиксировано снижение стоимости ценных бумаг, учитываемых на счетах депо, на 360 730 млн руб. за квартал, что составляет 8,2%. В связи с этим важно отметить, что количество ценных бумаг на хранении в НДЦ за 9 месяцев увеличилось на 86% — с 1131 млрд шт. на 31 декабря 2007 г. до 2104 млрд шт. на 30 сентября 2008 г. (рис. 1). При этом за неблагоприятный III кв. рост составил 47,6%.

НДЦ уделяет серьезное внимание развитию услуг в сегменте обслуживания расчетов по акциям.

Оборот НДЦ (рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций), один из важнейших показателей деятельности расчетного депозитария, за 3 квартала 2008 г. составил 45 764 072 млн

руб., что на 13,6% больше, чем за аналогичный период 2007 г. (40 265 470 млн руб.) (рис. 2). Наибольший удельный вес в обороте составляют акции — 38,4%. Рыночная стоимость акций, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций, составила 17 607 674 млн руб., что на 1% меньше по сравнению с аналогичным показателем 2007 г.

Общее количество инвентарных операций по сравнению с соответствующим периодом 2007 г. выросло на 8,6% и приблизилось к 2 млн операций (1 944 272 операции, в том числе по акциям — 1 515 648 операций, что составляет 78% от общего числа операций).

Также можно отметить тенденцию роста стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (ПИФов) на хранении — на 132% по итогам 3 кварталов 2008 г. по сравнению с соответствующим показателем 2007 г. Однако за III кв. произошло снижение стоимости ин-

вестиционных паев ПИФов на 0,8% — с 24 868 млн руб. на 30 июня 2008 г. до 24 662 млн руб. на 30 сентября 2008 г.

НДЦ является крупнейшим платежным агентом эмитентов корпоративных и региональных облигаций.

Всего за 11 месяцев 2008 г. НДЦ, как платежный агент, провел выплаты на 97,8 млрд руб.

Доли НДЦ на рынке услуг платежного агента по выпускам корпоративных облигаций (КО) и субфедеральных и муниципальных облигаций (РО), без учета облигаций Банка России, составляют по состоянию на 30 ноября 2008 г.:

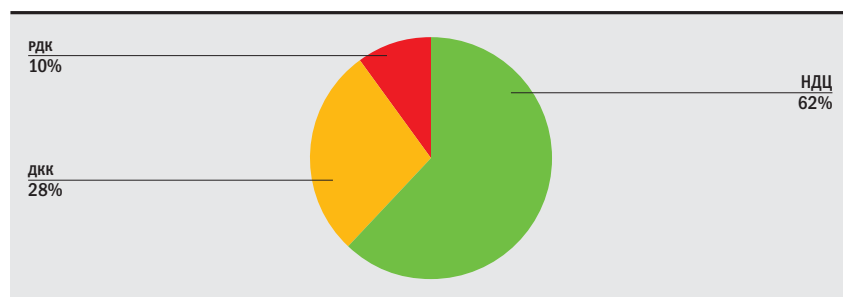
- 35,88% от общего количества выпусков КО и РО в обращении (на 31 декабря 2007 г. — 34,3%);

- 29,64% от объема КО и РО в обращении (на 31 декабря 2007 г. — 32,6%);

- 38,78% от количества эмитентов КО и РО, находящихся в обращении (на 31 декабря 2007 г. — 37,6%).

Таким образом, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру мирового финансового рынка, НДЦ продолжает уделять особое внимание развитию новых сервисов и увеличению своего влияния на российском рынке расчетно-депозитарных услуг, в том числе в части обслуживания акций.

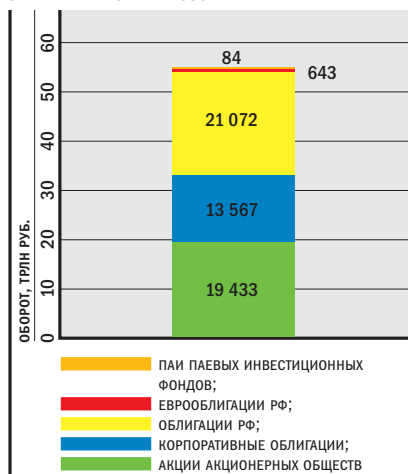
Рисунок 1. РЫНОЧНАЯ ДОЛЯ НДЦ НА КОНЕЦ II КВ. 2008 Г. (ДАННЫЕ ПАРТАД)



### КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Серьезное внимание в 2008 г. было уделено улучшению системы корпоративного управления.

Рисунок 2. СТРУКТУРА ОБОРОТА НДЦ  
ЗА ЯНВАРЬ–НОЯБРЬ 2008 Г.



Одним из ключевых направлений дальнейшего корпоративного развития НДЦ в 2008 г. стала реализация мер по преобразованию НДЦ в акционерное общество, а также принятие документов по различным вопросам корпоративного управления в соответствии с лучшей мировой практикой.

После принятия изменений в ст. 7 и 11 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» НДЦ получил законодательную основу для преобразования в акционерное общество и наметил ряд шагов в этом направлении.

Совет директоров НДЦ 10 октября 2008 г. одобрил работу по подготовке материалов по условиям преобразования НДЦ. В качестве организационно-правовой формы будущего акционерного общества было рекомендовано выбрать форму закрытого акционерного общества.

На Общем собрании членов Партнерства 27 ноября 2008 г. было единогласно поддержано предложение Банка России относительно распределения акций пропорционально количеству голосов членов НДЦ на Общем собрании членов НДЦ.

27 октября 2008 г. состоялось Общее собрание членов Партнерства, на котором был избран Совет директоров НДЦ в количестве 9 человек, в который вошли 5 представителей крупнейших мировых и российских кастодиальных банков и один независимый директор.

Активно работали совещательные и консультативные органы НДЦ.

В 2008 г. начал работать Комитет по инновациям, технологиям и продуктам НДЦ. Комитет является консультативным органом Партнерства и создан в целях содействия формированию стратегии НДЦ в области развития новых услуг и продуктов по проведению расчетов на условиях «поставка против платежа» (ППП), а также в области кредитования ценными

бумагами, трехстороннего РЕПО, управления обеспечением обязательств и других сервисов, являющихся стандартными в практиках ведущих центральных депозитариев.

В 2008 г. принято Положение об информационной политике – внутренний документ НДЦ, который определяет состав информации и перечень документов НДЦ, подлежащих раскрытию.

Принятие Положения об информационной политике рекомендовано Кодексом корпоративного поведения для организаций, придерживающихся лучшей практики корпоративного управления, соответствующей мировым стандартам.

Положение об информационной политике дает определение принципа информационной открытости Партнерства, лимитированного, с одной стороны, потребностью в информации со стороны контрагентов НДЦ, а с другой – требованиями законодательства Российской Федерации и других нормативных правовых актов о коммерческой тайне, внутренних документов НДЦ по работе со сведениями конфиденциального характера, а также нормами профессиональной этики.

В НДЦ принят Кодекс профессиональной этики – внутренний документ НДЦ, направленный на защиту прав и законных интересов Партнерства и клиентов НДЦ и подлежащий исполнению всеми должностными лицами и работниками НДЦ.

Принятие Положения об информационной политике и Кодекса профессиональной этики НДЦ подтверждает наши серьезные намерения повышать эффективность системы управления НДЦ.

Таким образом, НДЦ планомерно реализует стратегию повышения конкурентоспособности, прозрачности и реализации стратегических планов. В будущем году мы продолжим осуществлять дальнейшие шаги по разработке Кодекса корпоративного поведения НДЦ, а также формированию системы оценки деятельности Совета директоров НДЦ.

## ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ РИСКА, СВЯЗАННЫЕ С ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ НДЦ

Независимое квалифицированное мнение об уровне рисков НДЦ дает уверенность нашим депонентам, участникам и другим заинтересованным лицам в том, что в НДЦ налажены процедуры внутреннего контроля и управления рисками. НДЦ пользуется услугами компании *Thomas Murray*, специализирующейся на оценке рисков инфраструктурных институтов, прежде всего центральных депозитариев, кастодианов, бирж по всему миру.

Рейтинг AA-, присвоенный компанией *Thomas Murray*, в очередной раз подтвердил высокую финансовую стабильность НДЦ и низкий риск для депонентов при проведении операций через НДЦ. «Стабильный» прогноз рейтинга свидетельствует об отсутствии немедленных изменений, которые могут повлиять на рейтинг в ближайшее время.

Таким образом, по уровню рисков НДЦ вошел в состав «элитных» центральных депозитариев мира и сопоставим в этом плане с центральными депозитариями Западной Европы, Бразилии, ЮАР, Японии и США.

Повышение рейтинга учитывает обязательство НДЦ развивать и совершенствовать свои технологии и системы на постоянной основе с целью минимизации рисков участников рынка. В данной области НДЦ в прошлом году добился значительных успехов, в частности снизил риск взаимодействия (контрагентов), финансовый и операционный риски.

Рейтинг финансового риска был повышен с AA- до AA в связи с повышением лимита страхового покрытия с 25 млн до 50 млн долл. в августе 2007 г. и увеличением собственного капитала к концу 2007 г. до 1,35 млрд руб., или примерно 55 млн долл. (на конец 2006 г. – 35 млн долл.). Прибыльность депозитария осталась на том же уровне, несмотря на снижение тарифов за услуги по хранению ценных бумаг на 15%.

Рейтинг по риску взаимодействия (контрагентов) был повышен с A до A+. Принятые в НДЦ критерии для депонентов предполагают, что клиенты НДЦ – в основном профессиональные участники рынка, имеющие лицензию Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В течение уходящего года НДЦ поддерживал высокие стандарты операционного блока для снижения операционного риска, и, как следствие, рейтинг операционного риска был повышен с A+ до AA-.

Продолжая реализовывать рекомендации рейтингового агентства *Thomas Murray*, НДЦ второй год подряд обеспечивает проведение внешнего независимого операционного аудита и выполняет рекомендации для реализации мер, направленных на дальнейшее снижение операционных рисков расчетного депозитария. Операционный аудит, проведенный международной аудиторской компаний ЗАО «Делойт и Туш СНГ» позволил дополнительно подтвердить эффективность операционных процессов для органов управления НДЦ, наших клиентов и партнеров, а также обусловил повышение рейтинга операционного риска.

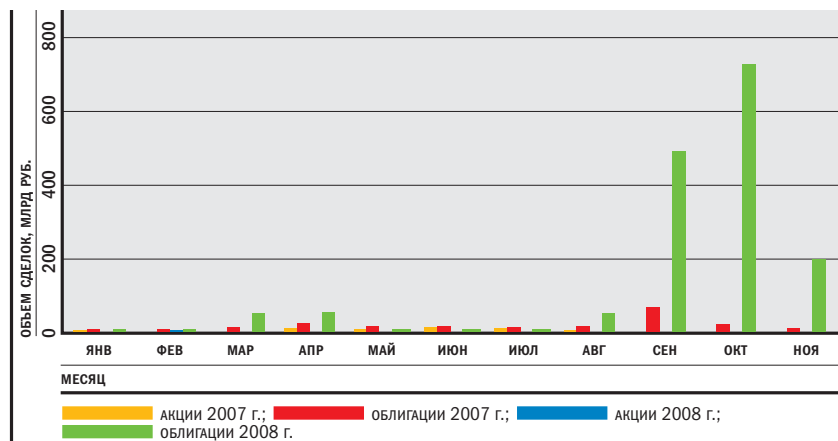




## РЕЙТИНГ НДЦ ПО ВИДАМ РИСКА

Риск	Рейтинг НДЦ
Общий рейтинг	AA-
Риск резервирования (преддепонирования) активов	A+
Риск ликвидности	A+
Риск взаимодействия (контрагентов)	A+
Финансовый риск	AA
Операционный риск	AA-
Риск обслуживания активов	AA-

Рисунок 3. ОБЪЕМ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК ППП ЗА 2007–2008 ГГ.



Риски, на оценке которых базируется общий рейтинг, представлены в таблице.

В 2008 г. Договорами страхования, заключенными НДЦ с ОСАО «ИНГОС-СТРАХ», установлены лимиты ответственности страховщика в размере 50 млн долл. по действиям полиса (с 1 сентября 2008 г. по 31 августа 2009 г.). Установленный лимит ответственности является одним из самых крупных среди российских финансовых институтов. С учетом собственных средств общий размер финансового покрытия обязательств НДЦ теперь составляет более 110 млн долл., сопоставим с уровнем крупнейших банков и является крупнейшим среди расчетных депозитариев.

## ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

### Хранение ценных бумаг

Одним из главных направлений деятельности НДЦ является хранение ценных бумаг.

Объем хранимых в НДЦ активов по состоянию на 30 ноября 2008 г. составляет 3 926 328 млн руб.:

- акции по рыночной стоимости – 701 013 млн руб.;

- облигации по номиналу – 3 203 527 млн руб.;

- инвестиционные паи по рыночной стоимости – 21 788 млн руб.

По состоянию на 30 ноября 2008 г. всего на обслуживании в НДЦ находится 2742 выпуска ценных бумаг 1355 эмитентов, из них 2316 выпусков акций и облигаций 1204 эмитентов, паи 333 ПИФов под управлением 108 управляющих компаний, 93 выпуска корпоративных еврооблигаций 43 эмитентов, а также 45 выпусков АДР/ГДР на акции 43 российских эмитентов.

Общее количество выпусков ценных бумаг, находящихся на обслуживании в НДЦ, возросло за 3 квартала 2008 г. на 12,2% и достигло 2698 шт., что превышает аналогичный показатель 2007 г. на 20,7%.

### Расчетные сервисы НДЦ

Высокая активность зафиксирована в использовании участниками расчетных сервисов НДЦ.

Развивается междепозитарное взаимодействие НДЦ и ДКК («мост» НДЦ–ДКК) в направлении расширения списка бумаг, допущенных к обращению по «мосту» НДЦ–ДКК. Список ценных бумаг, обращающихся по схеме междепозитарного взаимодействия, пополнялся 4 раза. На 5 де-

кабря 2008 г. количество эмитентов акций, допущенных к обращению по «мосту» НДЦ–ДКК, составляет 86 шт., количество выпусков ценных бумаг – 138 шт.

Оборот ценных бумаг через «мост» НДЦ–ДКК за первые 9 месяцев 2008 г. составил около 1 трлн руб. (996 215 541 тыс. руб.). При этом стоимостное сальдо между приемом и списанием ценных бумаг в НДЦ было положительным и составило 283 497 501 тыс. руб.

Оборот по схеме ускоренных расчетов (*Speedy Settlement Scheme, SSS*) между НДЦ и «ИНГ Банк (Евразия) ЗАО» (*ING Wholesale Banking*) достиг в сентябре 2008 г. максимального месячного значения за все время осуществления взаимодействия системы – 13 139 691 тыс. руб. Всего с начала проведения расчетов по SSS за период с 6 ноября 2007 г. по 1 ноября 2008 г. рыночная стоимость перемещенных ценных бумаг составила 73 027 862 тыс. руб.

Можно говорить о многократном росте активности участников внебиржевого рынка при одновременном значительном росте объемов сделок, совершаемых на условиях ППП. В сентябре 2008 г. были совершены сделки ППП на общую сумму 512 711 476 тыс. руб. при суммарном результате с начала 2008 г. в 696 254 298 тыс. руб.

Статистика по сделкам купли-продажи ценных бумаг на внебиржевом рынке, совершаемым на условиях ППП с проведением денежных расчетов через банковские счета участников расчетов в РП ММВБ, за 11 месяцев 2008 г. выглядит следующим образом: проведено 23 сделки на условиях ППП по акциям на сумму 3 831 814 тыс. руб. и 4067 сделок с облигациями на сумму 1 579 911 727 тыс. руб. Общая сумма сделок за 11 месяцев 2008 г. составила 1 583 744 млн руб.

Несмотря на общую положительную динамику, следует отметить уменьшение объема сделок по акциям на условиях ППП за январь–ноябрь 2008 г. по сравнению с соответствующим периодом 2007 г. на 90,5% – с 40 104 390 962 до 3 831 813 647 руб. (рис. 3).

Группой компаний ММВБ 17 марта 2008 г. введена новая услуга, позволяющая совершать сделки или исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях «сделка за сделкой» (простой клиринг) с проведением расчетов на условиях «поставка против платежа» в ходе торгового дня в режиме, приближенном к реальному времени.

В НДЦ 6 августа 2008 г. было зафиксировано проведение расчетов по максимальному в течение дня количеству сделок с момента начала предоставления



расчетов на условиях простого клиринга (по 29 сделкам). Общий объем обязательств по ним составил 1 706 635 тыс. руб.; 26 сделок были заключены в режиме торгов РЕПО со сроками исполнения  $T + 1$  и  $T + 14$  дней, остальные — в режиме переговорных сделок.

### Услуги для эмитентов. Корпоративные действия

За 11 месяцев 2008 г. были согласованы эмиссионные документы по 275 выпускам облигаций 185 эмитентов общим объемом по номиналу на 971,12 млрд руб.

Всего в январе—ноябре 2008 г. начато размещение 168 выпусков корпоративных облигаций (КО) и субфедеральных и муниципальных облигаций (региональные облигации) 151 эмитента на примерно 702,6 млрд руб. (при плане на январь—ноябрь 2008 г. в 445 млрд руб.).

За январь—ноябрь 2008 г. заключено 313 договоров, государственных контрактов и соглашений между НДЦ и эмитентами облигаций. В 2008 г. НДЦ принял участие в 16 аукционах и конкурсах на оказание депозитарных услуг по хранению сертификатов облигаций займов субъектов естественных монополий, субфедеральных и муниципальных, по итогам которых были заключены контракты с эмитентами.

В первом полугодии 2008 г. НДЦ провел значительный объем технологической и организационной подготовки по обеспечению депозитарного обслуживания завершающего этапа реорганизации ОАО «РАО ЕЭС России» в форме выделения холдингов с последующим их присоединением к соответствующим целевым компаниям, а также присоединение 1 июля 2008 г. к ОАО «ФСК ЕЭС» магистрально-сетевых компаний и ОАО РАО «ЕЭС России». Проведенные доработки программного обеспечения по сбору списков акционеров, начислению акций выделяемых энергохолдингов и конвертации их в акции целевых компаний, переход на электронный документооборот с регистраторами, задействованными в процессе реорганизации ОАО «РАО ЕЭС России», при проведении одновременно глобальных операций в учетных системах почти 100 энергокомпаний, позволили НДЦ и его депонентам организованно и без сбоев выполнить в сжатые сроки необходимые действия по сбору списков акционеров в несколько десятков тысяч акционеров, по начислению им акций новых компаний и проведению их конвертации в акции целевых компаний.

Всего за январь—ноябрь 2008 г. приняты на обслуживание (по состоянию на 30 ноября 2008 г.):

- акции 214 новых эмитентов и сняты с обслуживания выпуски акций 125 ликвидированных эмитентов;

- 185 выпусков КО и РО 146 эмитентов (прекращено обслуживание 108 выпусков КО и РО);

- инвестиционные паи 110 ПИФов (а также прекращено обслуживание паев 5 ПИФов);

- 25 выпусков корпоративных еврооблигаций 16 эмитентов (прекращено обслуживание 6 выпусков погашенных корпоративных еврооблигаций); на 30 ноября 2008 г. количество обслуживаемых выпусков корпоративных еврооблигаций возросло до 93, а количество их эмитентов до 43;

- 45 выпусков АДР/ГДР на акции 43 российских эмитентов.

### Работа с депонентами

В 2008 г. НДЦ активно взаимодействовал с участниками рынка ценных бумаг в целях совершенствования технологий депозитарного учета, разработки и внедрения новых услуг, обеспечения высокого уровня сервиса и консультационной поддержки для клиентов.

Количество счетов депо, открытых в НДЦ, с начала года выросло на 5,7% и составило 1825 счетов, что на 7,4% больше по сравнению с аналогичным периодом 2007 г.

За текущий год прирост новых депонентов составил более 12%, а общее количество обслуживаемых депонентов к декабрю 2008 г. превысило 880.

Привлечению новых клиентов способствовало и развитие консультационного сервиса «Депозитарный консультант» (рост числа обращений по сравнению с 2007 г. — 14%), ориентированного на обеспечение поддержки клиентов в режиме онлайн-диалога, к которому активно обращались не только действующие депоненты, но и потенциальные клиенты.

Деятельности НДЦ по привлечению новых депонентов, а также увеличению

числа проводимых операций способствовало и выделение (по рекомендации международных консультантов) в структуре клиентского блока НДЦ отдельного подразделения, в задачи которого входит проведение прямых продаж.

В 2008 г. активная работа, направленная на привлечение депонентов, велась и в филиалах НДЦ в Санкт-Петербурге и Новосибирске. С января по декабрь 2008 г. принято на обслуживание 19 новых депонентов (прирост обслуживаемых региональных депонентов — 11%).

Эффективное взаимодействие с филиалами и региональными представителями НДЦ, направленное на обслуживание клиентов в регионах, позволило увеличить доходы от региональных депонентов в 2008 г. на 15,4% по сравнению с предыдущим годом.

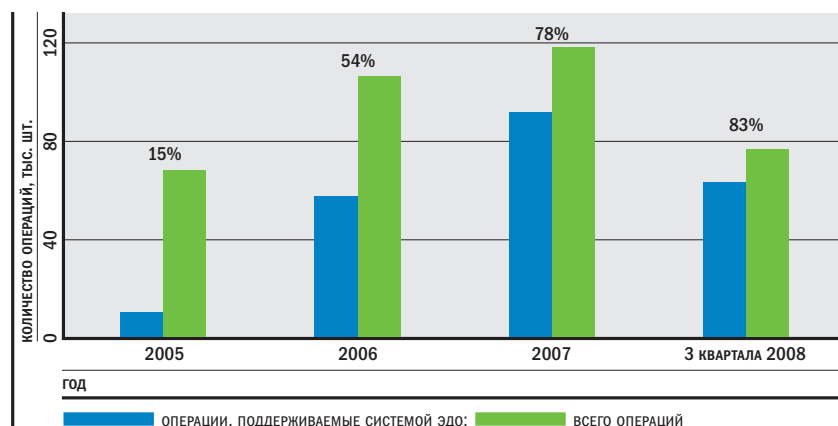
НДЦ продолжил работу, направленную на получение «обратной связи» от клиентов, как путем проведения опросов депонентов, так и в ходе деятельности Комитета по депозитарному обслуживанию, что позволило обеспечить учет мнений различных категорий депонентов в ходе дальнейшего развития услуг и сервисов НДЦ. Так, членами Комитета по депозитарному обслуживанию обсуждались вопросы, связанные с деятельностью НДЦ по модернизации технологической платформы, развитию базы данных о ценных бумагах, развитию электронного документооборота на основе международных стандартов.

Успешно проведена серия семинаров, презентаций новых проектов и других мероприятий, направленных на укрепление положительного имиджа и продвижение услуг НДЦ в регионах.

### Развитие электронного документооборота с регистраторами

В 2008 г. НДЦ приступил к обмену электронными документами в процессе информационного взаимодействия

Рисунок 4. ДОЛЯ ОПЕРАЦИЙ В РЕЕСТРАХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ЭДО





с 10 регистраторами. Таким образом, доля операций в реестрах акционерных обществ, обеспеченных ЭДО, по итогам 11 месяцев составила 82,5% от общего количества операций по счетам номинального держателя НДС в реестрах (рис. 4).

Вместе с тем множественность форматов, СКЗИ и удостоверяющих центров остаются ощутимым препятствием для дальнейшего развития взаимодействия с применением электронного документооборота между участниками рынка. НДС прилагает максимум усилий по устранению таких технологических барьеров путем стандартизации форматов и технологических решений при внедрении ЭДО.

### **Деятельность в качестве национального нумерующего агентства. Обслуживание иностранных ценных бумаг**

В рамках деятельности в качестве национального нумерующего агентства по России НДС присваивает международные коды *ISIN* и *CFI* российским финансовым инструментам, направляет сведения о присвоенных кодах в международную базу данных и поддерживает в международной базе данных актуальное состояние справочной информации о российских кодах *ISIN* и *CFI*. На 30 ноября 2008 г. НДС присвоил международные коды *ISIN* и *CFI* 543 российским ценным бумагам, для 454 российских ценных бумаг *ISIN*-код был признан недействующим.

В 2008 г. вступило в действие Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 23 октября 2007 г. № 07-105/пз-н, в соответствии с которым НДС, как национальное нумерующее агентство по России, оказывает участникам фондового рынка услуги по содействию в проведении квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг. По состоянию на 30 ноября 2008 г. НДС были получены и обработаны запросы на информацию о кодах *ISIN* и *CFI* иностранных финансовых инструментов приблизительно по 23 900 инструментам, включая запросы от разных клиентов по одному и тому же инструменту. В результате обработки запросов выявлено, что участники рынка запросили информацию о 9518 инструментах. Из них 1152 инструмента не имеют *CFI*-коды, включая 225 инструментов, которые не имеют и *ISIN*-кодов, запрошенных участниками рынка.

В 2008 г. было налажено операционное взаимодействие между НДС и *Euro-*

*clear Bank*, посредством которого депоненты НДС получили возможность проводить операции, связанные с расчетами и хранением международных ценных бумаг, через прямой счет НДС в *Euroclear Bank*, открытый в 2007 г. Регламент обслуживания прямого счета предоставляет клиентам НДС доступ к широкому кругу финансовых инструментов, таким как еврооблигации, государственные и корпоративные облигации эмитентов с более 30 зарубежных рынков, а также к акциям, обращающимся на 27 рынках.

В марте 2008 г. НДС фактически приступил к выполнению функций замещающего нумерующего агентства по Республике Узбекистан на основании официального подтверждения регулятора Республики Узбекистан о предоставлении НДС данного права.

НДС обеспечивает своим депонентам возможность хранения корпоративных еврооблигаций на счетах депо в НДС, а также обслуживает еврооблигации РФ. Депоненты НДС могут осуществлять с еврооблигациями РФ биржевые сделки на ФБ ММВБ с расчетами в иностранной валюте или в валюте Российской Федерации в Секции государственных ценных бумаг ММВБ, а также внебиржевые сделки в установленном порядке.

НДС совместно с ЗАО ММВБ и ЗАО РП ММВБ успешно внедрили технологию проведения операций внебиржевого РЕПО Банка России с корпоративными еврооблигациями на условиях ППП. В 2008 г. НДС принял на обслуживание 26 выпусков корпоративных еврооблигаций 16 крупнейших иностранных эмитентов. Всего на счете НДС в *Clearstream Banking* учитываются 93 выпуска еврооблигаций 43 эмитентов, включая 52 выпуска, входящих на сегодняшний день в Ломбардный список Банка России.

Стоимость еврооблигаций на хранении в НДС за 2008 г. выросла на 65,2% — с 74,3 млрд до 122,8 млрд руб.

### **Развитие внешних связей**

В 2008 г. НДС продолжил расширение сотрудничества с центральными депозитариями других стран и активно участвовал в деятельности международных профессиональных организаций.

В апреле 2008 г. в ходе встреч в Бомбее были подписаны Меморандум о сотрудничестве между НДС и *Central Depository Services (India) Limited* и Меморандум о взаимопонимании между НДС и *National Securities Depository Limited (NSDL)* — двумя ключевыми центральными расчетными депозитариями Индии.

Подписанные документы закладывают основу для тесного сотрудничества

сторон в области хранения и учета ценных бумаг, клиринга, расчетных сервисов и смежных с ними направлений, а также способствуют процессу интеграции национальных финансовых рынков Индии и России в глобальный мировой рынок.

Также был подписан Договор о корреспондентских отношениях и открыт корреспондентский счет депо ЛОРО с Республиканским унитарным предприятием «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (Республика Беларусь), который позволяет депонентам НДС осуществлять хранение и учет, а также проводить расчеты с ценными бумагами белорусских эмитентов.

2–3 октября 2008 г. в Алматы (Республика Казахстан) состоялась V Международная конференция и Общее годовое собрание членов Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ). НДС, выполняющему функции Секретариата АЦДЕ с октября 2007 г., объявлена благодарность за проделанную работу, а также выражена благодарность за продвижение Ассоциации на международном финансовом рынке.

НДС совместно с АЦДЕ организовал обсуждение вопросов обращения и учета финансовых инструментов иностранных эмитентов на российском фондовом рынке в рамках конференции «Иностранные ценные бумаги в России», которая собрала более 200 представителей участников рынка.

НДС также обеспечивает поддержку и продвижение сайта АЦДЕ.

Входящем году НДС впервые участвовал в выставочной экспозиции *SIBOS* — главном международном форуме участников финансового рынка, на котором достойно представил российскую финансовую инфраструктуру и услуги ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» и НДС для международных финансовых институтов.

### **Социальная ответственность**

Одним из основных направлений НДС в области обеспечения высокой профессиональной подготовки персонала являлось обучение и повышение квалификации работников НДС. Для решения этой задачи использовались обучающие и тестирующие программы, методические материалы и пособия, позволяющие в кратчайшие сроки с максимальной эффективностью обучить работников.

С учетом работников, уже имевших квалификационные аттестаты ФСФР России, по состоянию на 15 декабря 2008 г. общее количество работников НДС, имеющих квалификационные аттестаты ФСФР России для руководителей высшего, среднего звена, контролеров и специали-

стов организаций, осуществляющих депозитарную деятельность (серия 4.0), составило 124 человека, осуществляющих клиринговую деятельность (серия 2.0) — 101 человек.

В целях мотивации эффективного труда работников совершенствовался социальный пакет сотрудников.

В целях сохранения и приумножения человеческого потенциала, культурных и духовных ценностей, а также формирования и укрепления репутации НДЦ как социально-ответственной структуры, открытой к общественному партнерству, в НДЦ было утверждено Положение о Комиссии по благотворительной деятельности и создана Комиссия по благотворительности НДЦ.

За прошедший период состоялось 3 заседания Комиссии, на которых было рассмотрено более 17 заявок от физических и юридических лиц.

На основании решения Комиссии была оказана благотворительная помощь благотворительному фонду имени Галины Стародубцевой и Национальному фонду развития бадминтона.

В рамках проекта «Благотворительность вместо подарков» была оказана благотворительная помощь Удельнинскому специальному (коррекционному) детскому дому для детей сирот и детей, оставшихся без попечения родителей, для оплаты поездки воспитанников и преподавателей детского дома в летний экологический лагерь «Мое открытие Сибири» в Государст-

венном природном биосферном заповеднике «Саяно-Шушенский». Проект «Мое открытие Сибири» был отмечен благодарственным письмом от Комитета по образованию Администрации Раменского муниципального района Московской области.

Благотворительная помощь была оказана также Большому детскому хору радиокomпании «Голос России» имени Виктора Попова для записи и выпуска 6000 экз. компакт-дисков в качестве корпоративной сувенирной продукции НДЦ.

В заключение хочу выразить уверенность в том, что в наступающем году мы нацелены на дальнейшее развитие услуг, повышение их качества и укрепление роли НДЦ как центрального звена инфраструктуры российского фондового рынка. ■

## НОВОСТИ НДЦ

# НДЦ и ПАРТАД договорились о координации усилий по вопросам внедрения стандартов электронного документооборота

НДЦ и ПАРТАД объявляют о договоренностях, достигнутых в сфере совершенствования стандартов электронного документооборота (ЭДО) на финансовом рынке. По итогам переговоров, состоявшихся в ноябре 2008 г., достигнуто соглашение о координации усилий по организации ЭДО между всеми категориями участников рынка на условиях сквозной обработки информации (*Straight Through Processing, STP*). При этом координация усилий будет базироваться на 5 принципах:

1. *Нацеленность на результат.* История внедрения ЭДО на российском рынке насчитывает уже более 15 лет. Результатом плодотворного сотрудничества НДЦ и ПАРТАД стали разработка, согласование и внедрение единых форматов ЭДО в сегменте взаимодействия основных участников российской учетной системы: расчетных депозитариев, кастодианов и регистраторов. НДЦ и ПАРТАД намерены и далее делать все возможное для повышения качества сервисов и скорости обработки документов в данном сегменте.

2. *Укрепление конкурентных преимуществ российского рынка.* Основная масса ценных бумаг в России выпускается в электронной форме. Поэтому стороны полагают, что это существующее конкурентное преимущество России должно быть максимально эффективно использовано при реализации дальнейших планов построения в России международного финансового центра.

3. *Гармонизация российских и международных стандартов.* Эффективная интеграция российского рынка в глобальную мировую систему невозможна без использования международных стандартов в области финансового рынка, адаптации национальных стандартов к требованиям зарубежных инвесторов. Стороны подчеркивают, что, согласно заключениям зарубежных экспертов, значительная часть стандартов, используемых во внутрироссийском электронном документообороте, уже соответствуют международным требованиям. В том числе Россия стала одной из первых стран в мире, взявших за основу международные коды учета ценных бумаг *ISIN* (ISO 6166) и *CFI* (ISO 10962). Поэтому позиция максимального соответствия национальных стандартов ЭДО международной практике, стандартам ISO, должна быть последовательной для всех российских участников рынка и их объединений, задействованных в процессе внедрения ЭДО. НДЦ и ПАРТАД договорились обмениваться проектами стандартов электронного документооборота с тем, чтобы корректно учитывать экспертное мнение и практику работы своих контрагентов как внутри страны, так и за рубежом.

4. *Развитие STP.* ЭДО относится к числу ключевых факторов внедрения идеологии *STP*, являющейся необходимым этапом и основой ее внедрения. В свою очередь *STP* позволяет масштабировать бизнес, снижать операционные риски, наращивать количество операций при одновременном снижении времени обработки документов и стоимости операций, приводит

к повышению эффективности всех рыночных процессов. Поэтому стороны заявляют о своей готовности содействовать реализации проектов, приводящих к широкому распространению *STP* на российском финансовом рынке.

5. *Повышение эффективности взаимодействия.* Стороны подтверждают свою приверженность основным принципам сотрудничества, направленным на повышение эффективности взаимодействия участников рынка: улучшению системы корпоративного управления и прозрачности принимаемых решений, соблюдению этических норм, совершенствованию технологий и законодательства. НДЦ и ПАРТАД рассматривают эти задачи и принципы как актуальные для российского финансового рынка, а также для рынков других стран. В частности, руководители НДЦ и ПАРТАД сделают все возможное для обеспечения комфортных условий сотрудничества, нацеленного на получение конструктивных результатов, совершенствование ЭДО и улучшение регулятивных норм отечественного финансового рынка.

**Николай Егоров**, Директор НДЦ, отметил: «НДЦ и ПАРТАД исторически играют ведущие роли в разработке российских рыночных стандартов электронного документооборота. В текущих условиях и в перспективе финансовая инфраструктура не может позволить себе множественности технологических стандартов. Консолидация, интеграция и унификация — не пустые слова, за ними стоят технологические решения, организационные принципы и в первую очередь стандарты. И именно сейчас было важно договориться о единых принципах и приоритете ISO — мы под этим понимаем адаптацию международных стандартов к российскому законодательству, кириллице и другим специфическим моментам, которые принципиально существуют».

**Виктор Плескачевский**, Председатель Совета директоров ПАРТАД, прокомментировал: «Разработка стандартов профессиональной деятельности — ключевое направление деятельности ПАРТАД, которое она успешно реализует на протяжении почти 15 лет. В последние годы все более важными становятся вопросы унификации ЭДО между участниками рынка капитала. Особую актуальность усилия ПАРТАД в части разработки форматов электронных документов приобрели после принятия новых редакций законов «Об инвестиционных фондах» и «О негосударственных пенсионных фондах». Взаимопонимание, достигнутое в этом плане с НДЦ как расчетным депозитарием, технологически способным играть роль одного из главных «шлюзов», обеспечивающих конвертацию национальных форматов в международные и наоборот, позволяет и ПАРТАД, и НДЦ сосредоточиться на усилиях по унификации электронных сообщений на основе стандартов ISO. При этом ПАРТАД и НДЦ, двигаясь с разных сторон, но навстречу друг другу, будут готовить необходимые изменения существующей нормативной базы. ПАРТАД намерена предметно взаимодействовать в этом отношении и с другими центрами унификации ЭДО».



**Денис Аксёнов**

ассистент кафедры «Мировая экономика и международные валютно-кредитные отношения»  
ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»

## РАЗВИТИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ МЕЖДУНАРОДНОЙ И РОССИЙСКОЙ СИСТЕМ РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Принимая во внимание происходящий в настоящее время мировой финансовый кризис, имеющий американские корни, выполнение комплекса задач по формированию в Российской Федерации международного финансового центра становится перспективой не столь отдаленной. Пережив сложный период своей истории и потерю огромной зоны влияния, Россия активно интегрируется в мировую экономику и наращивает экономическую мощь.

### ИНТЕГРАЦИЯ РОССИИ В МИРОВОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОСТРАНСТВО

Сегодня ни одна страна не может развиваться успешно, если она изолирована от остального мира. Успех сопутствует тем странам, которые осознанно и динамично интегрируются в мировую экономику. Поэтому основными направлениями внешнеэкономической политики России в последние годы стали либерализация экспортно-импортных и валютных операций, тесное сотрудничество с международными экономическими организациями.

В начале 1990-х гг. в России была ликвидирована монополия государства на внешнюю торговлю и валютные операции, осуществлен демонтаж системы жесткого директивного управления внешне-

экономическими связями, сняты многочисленные существовавшие ранее административные ограничения на участие во внешнеэкономической деятельности.

Россия начала взаимодействовать с международными экономическими институтами, играющими важную роль в многостороннем регулировании международных потоков товаров, услуг и капиталов: МВФ, ЕБРР и др.

За последние годы на пути мировой интеграции Россией были сделаны серьезные шаги. Ряд российских организаций вошли в число крупнейших европейских и мировых компаний. Некоторые из них начали серьезную экспансию на мировые рынки, стали заметными участниками международных экономических отношений, серьезными конкурентами зарубежных компаний<sup>1</sup>.

Но дальнейшая интеграция в систему международного рынка ценных бумаг невозможна без следующих компонентов:

- устойчивого сбалансированного государственного бюджета. В современных условиях, принимая во внимание значительные выплаты по внешнему долгу, необходимо достичь определенного профицита базового бюджета;

- обеспечения внутренней и внешней стабильности национальной валюты, что крайне актуально для России, поскольку уровень внутренней инфляции значительно превышает уровень роста цен на мировом рынке;

- наличия устойчивых в финансовом отношении банковских институтов, способных выступать надежными посредниками между кредиторами и заемщиками. Для современной России это означает

<sup>1</sup> Ивашина Т. Б. Рынок ценных бумаг: анализ, зарубежный опыт. М.: ЮНИТИ, 2007.



консолидацию банковской системы и значительное повышение уровня капитализации банков;

- наличия развитого внутреннего рынка ценных бумаг, обеспечивающего мобилизацию средств и их эффективное распределение на основе спроса и предложения<sup>2</sup>.

Россия постепенно становится участником международного рынка ценных бумаг. В середине 1990-х гг. российские акционерные общества активно осуществляли программы выпуска расписок. Тон задавали крупные компании топливно-энергетического комплекса. Так, некоторые российские акционерные общества выпускают глобальные депозитарные расписки (ГДР) («Газпром») или американские депозитарные расписки (АДР) («Петербургская телефонная сеть», «Ленэнерго»)<sup>3</sup>.

## АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

Несмотря на все достижения российского финансового рынка, до сих пор остаются актуальными следующие проблемы:

1. *Невыполнение финансовым рынком России своих прямых функций — быть способом привлечения, мобилизации и перераспределения инвестиционных ресурсов.* В рыночной экономике у компании существует несколько способов мобилизации ресурсов для развития: внутренние источники, банковские кредиты и мобилизация ресурсов с фондового рынка — в форме выпуска облигаций или первичного размещения собственных акций. Эту функцию отечественный финансовый рынок выполняет крайне слабо.

2. *Концентрация контрольных пакетов в руках инсайдеров,* что приводит к дальнейшему сужению инструментальной базы российского фондового рынка, сокращению возможностей для инвесторов, расширению поля для манипулирования ценами.

3. *Узость, недостаточность инвестиционных ресурсов внутри страны и сложившаяся модель фондового рынка,* в результате чего российский рынок акций перемещается в виде рынка АДР на зарубежные фондовые рынки. Внутренний рынок становится зависимым от динамики мирового рынка и от настроений иностранных инвесторов. В 2008 г. ФСФР России приняла постановление, ограничивающее долю АДР в общей структуре акционерного капитала, что приведет к сокращению доли внешнего рынка.

4. *Преимущественно долговой характер складывающейся модели российского*

*фондового рынка.* Основные ресурсы предприятия получают в виде банковских кредитов или корпоративных заимствований. Доля IPO на отечественном рынке ничтожно мала по сравнению с европейским, американским и японским фондовыми рынками.

5. *Узкий круг финансовых инструментов.* Выше уже отмечалось малое количество акций, обращающихся на организованных рынках. Здесь хотелось бы указать на отсутствие ипотечных бумаг, слабую развитость рынка субфедеральных заимствований и неразвитость срочного рынка, стагнацию на рынке государственных ценных бумаг.

В настоящее время отечественный фондовый рынок не является рынком, привлекающим инвестиции большого числа частных инвесторов. По данным МЭРТ, участниками российского фондового рынка в России является 0,1% населения, в Японии — 26,6%, в США — 48,2%.

6. *Большое число регуляторов,* к которым относятся и Банк России, и Минфин, и МЭРТ, и ФСФР России, и др. Кроме того, существуют саморегулируемые организации профессиональных участников рынка. Наличие нескольких регуляторов сложилось исторически, но сегодня возникла потребность в согласованности их действий в целях эффективного развития российского финансового рынка.

## ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ

Дальнейшее развитие российского финансового рынка связано с расширением функций торговых систем. Увеличение роли Интернета оказывает существенное влияние на инфраструктуру рынка ценных бумаг и функции его основных участников.

Внедрение в российских условиях систем интернет-торговли ценными бумагами может внести решающий вклад в развитие фондового рынка. Даже если лишь несколько процентов тех средств, которые сейчас хранятся у частных инвесторов, поступит на фондовый рынок, это резко повысит его ликвидность и в перспективе станет важнейшей предпосылкой для значительного увеличения потока инвестиций. К сожалению, до сих пор не решены многие юридические вопросы, связанные с электронным оформлением сделок. Решение подобных вопросов чрезвычайно необходимо фондовому рынку.

К настоящему моменту рынок стал межрегиональным, на нем не преобладают московские участники.

Описанными выше особенностями российского фондового рынка характеризуется общая тенденция его развития.

Для обеспечения услуг по заключению сделок, проведению расчетов и учету прав на ценные бумаги необходимо создать высокотехнологичную общероссийскую инфраструктуру. Данная система должна создаваться в соответствии с современными методическими и технологическими образцами с учетом российской специфики и отвечать следующим параметрам:

- характеризоваться высокой технологичностью, позволяющей совершать операции в едином режиме на всей территории Российской Федерации;

- обеспечивать равные условия доступа к информации участникам из разных регионов;

- гарантировать низкие издержки и доступность не только крупным, но и мелким участникам;

- отличаться мультиинструментальностью, позволяющей обслуживать различные сегменты рынков (рынки ГЦБ и корпоративных ЦБ);

- иметь высокое качество инфраструктуры, соответствующее самым современным мировым стандартам, в целях облегчения в перспективе интеграции в мировой финансовый рынок.

Основы в России уже созданы: торгово-депозитарный комплекс ММВБ объединяет в систему 7 бирж, расположенных в разных регионах страны. Участникам обеспечиваются равноправное участие в торгах и доступ к информации независимо от их местонахождения.

При формировании российских торгово-депозитарных систем необходимо создавать возможности их объединения с аналогичными системами в странах с развитым фондовым рынком. Это связано с тем, что автоматизированные электронные торговые системы для заключения сделок с ценными бумагами видоизменили фондовый рынок. Их использование стирает географические границы, способствуя интернационализации торговых операций, позволяя осуществлять сделки в режиме реального времени.

Развивающиеся процессы консолидации на биржевом рынке свидетельствуют о начале активного процесса формирования международной инфраструктуры глобального финансового рынка.

<sup>2</sup> Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: Финансы и статистика, 2007.

<sup>3</sup> Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. М.: Юнити, 2005.



## ОПЫТ ЕВРОПЫ ПО РАЗВИТИЮ СИСТЕМ РАСЧЕТОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Европа накопила достаточно серьезный опыт участия в организации расчетов по ценным бумагам. Этот опыт был основан на удачных коммерческих проектах некоторых бирж и расчетных систем, которые эти площадки используют. Отмечается явная тенденция к объединению торговых систем с целью как концентрации ликвидности и удешевления стоимости биржевых операций для участников, так и решения конфликта интересов, заложенного в структуре корпоративного управления. Имеется в виду ситуация, при которой наиболее крупные брокеры, торгующие на бирже, и акционеры не являются одними и теми же лицами. То есть тот, кто больше платит, оперируя в рамках тех или иных торговых или расчетных систем, одновременно не выступает основным бенефициаром и акционером и не может вернуть себе часть уплаченной комиссии в виде дивидендов и повышения стоимости акций биржи.

Когда подобные противоречия накапливаются, появляется мотивация к созданию нового бизнеса или, если существует публичное обращение ценных бумаг биржи, к перераспределению акций между акционерами, при котором интересы учредителей и основных пользователей пересекаются.

В случае когда отсутствует экономический механизм перераспределения участия, возникает существенный конфликт интересов, который приводит к конкуренции между биржей и пользователями.

Конфликт интересов возможен, когда рынок регулируем и государство делает сознательный выбор в пользу монополии. Монополии на рынке расчетных услуг создаются в виде центрального депозитария, торговых услуг — в виде единой биржи, клиринговых услуг — в виде центрального контрагента.

После изучения рекомендаций, высказанных компанией *Thomas Murray* в своем отчете, подготовленном в рамках работы над моделью НАУФОР, возникает мысль, что при выборе пути развития необходимо не копировать ситуацию на фондовых рынках Европы, а, предвидя их развитие, двигаться в этом направлении.

Система, управляемая брокерами с целью максимизации прибыли, развивается в сторону построения клиринговых механизмов, которые берут на себя рыночный риск, обеспечивая расчеты по частично обеспеченным сделкам.

Чем меньше размер обеспечения или разнообразнее состав ценных бумаг, ко-

торые клиринговая система принимает в качестве обеспечения, тем больше сделок можно заключить и, соответственно, большую прибыль по этим сделкам получить. Вышесказанное хотя и несколько упрощенно, но позволяет оценить фактор концентрации ликвидности. Повышение эффективности торговли, благодаря внедрению расчетов с частичным обеспечением, приводит к тому, что расходы на поддержание системы управления рисками несет не брокер, а биржа и клиринговая система. Таким образом, для крупного брокера становится критичным участие в управлении этой системой. Рынки конкурируют между собой, концентрируя ликвидность. Именно это лежит в основе тенденции поглощения бирж друг другом. Для России это является фактором, который определяет успех российского финансового рынка, конкурирующего с другими крупными рынками за ликвидность. При этом на российском рынке пока торгуются только активы отечественных компаний, и брокерские операции совершают российские брокеры. Для того чтобы оценить целесообразность тех или иных предложений консультантов, необходимо понять, является ли российский рынок регулируемым в той степени, которая существует в Европе или других странах, где коммерческие организации сами решают, какую инфраструктуру они создают. Возможно, отечественный рынок должен быть регулируемым, и монополизирован с целью обеспечения его надежности, прозрачности и конкурентоспособности в будущем.

Большинство центральных депозитариев Европы проводят расчеты по своим сделкам на условиях *DVP* в денежных средствах центрального банка. Это минимизирует кредитные риски и риски потери ликвидности, поэтому данный метод рекомендован Комитетом европейских органов регулирования рынков ценных бумаг.

Для подключения расчетного депозитария в мире используют 3 варианта:

1. Расчеты проводятся через счета в *RTGS*, открытые клиринговыми банками.

2. Интерфейсная модель, в рамках которой расчетный депозитарий дает поручение центральному банку на перевод денег по сделкам, заключенным участниками. После подтверждения перевода денег, полученного от центрального банка, расчетный депозитарий производит перевод ценных бумаг.

3. В центральном банке открываются счета для расчетов по сделкам с ценными бумагами, корреспондирующие со счетами *RTGS*. В этом случае центральный депозитарий управляет расчетами. Такая модель называется интегрированной и используется, например, во Франции.

## ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ TARGET2 SECURITIES

Центральные банки Германии, Франции, Италии и Испании намерены предложить Европейскому центральному банку разработку платформы для расчетов ценными бумагами *T2S* на базе системы *TARGET2*. Несмотря на то что проект *T2S* находится в начальной фазе, степень готовности системы денежных расчетов и наличие политической воли крупнейших европейских центральных банков развивать оба проекта позволяют надеяться, что в ближайшем будущем Европейская система расчетов и управления ликвидностью станет функциональнее и эффективнее.

Трансевропейская система расчетов ценными бумагами (*T2S*), задуманная Европейским центральным банком как система корреспондентских отношений между национальными центральными депозитариями, будет функционировать на технологической платформе, которую использует и система расчетов денежными средствами *TARGET2* компании *Euro-system*.

С точки зрения Европейской системы центральных банков центральные депозитарии относятся к группе вспомогательных систем, нуждающихся в специальном сопряжении с платежной системой *TARGET2*.

В качестве примеров других вспомогательных систем можно указать на систему расчетов по сделкам с ценными бумагами центральных контрагентов, системы розничных и валовых платежей и т. д.

К преимуществам единой трансевропейской концепции расчетов деньгами и ценными бумагами можно отнести то, что, в отличие от предыдущих моделей, основанных на организации двустороннего взаимодействия, *T2S* предполагает охватить все расчетные системы и тем самым обеспечить унификацию расчетных процедур в Европе. Представленная модель позволяет обоснованно предположить, что унификация расчетов повысит эффективность и надежность рынка.

Центральный банк Российской Федерации, являясь учредителем Национального депозитарного центра, крупнейшего российского депозитария, может включить центральный депозитарий в БЭСП в качестве части системы расчетов в режиме реального времени, что приблизит российский рынок к той модели, которая, по планам Европейской комиссии и Европейского центрального банка, должна быть реализована в Европе не раньше 2013 г. ■

**Александр Назаров**

Вице-президент, Заместитель начальника Подразделения ценных бумаг  
Управления международного банковского обслуживания коммерческих операций  
ЗАО КБ «Ситибанк»

## РАСЧЕТЫ С ИНОСТРАННЫМИ УЧАСТНИКАМИ ФОНДОВОГО РЫНКА: ЧТО МОЖНО УЛУЧШИТЬ?

**В КОТОРЫЙ РАЗ МЫ ОБРАЩАЕМСЯ К ПРОБЛЕМАМ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ, В ТОМ ЧИСЛЕ К ВОПРОСАМ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ С ОТЕЧЕСТВЕННОЙ ИНФРАСТРУКТУРОЙ. ХОТЕЛОСЬ БЫ ПОДВЕСТИ НЕКОТОРЫЕ ИТОГИ РАССУЖДЕНИЙ НА ЭТУ ТЕМУ, А ТАКЖЕ ОСВЕТИТЬ РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКСПРЕСС-АНАЛИЗА, ПРОВЕДЕННОГО МНОЙ И МОИМИ КОЛЛЕГАМИ В ПРОЦЕССЕ РАБОТЫ В КАЧЕСТВЕ КАСТОДИАНА ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ. ИТАК, ЧТО МОЖНО СДЕЛАТЬ, ЧТОБЫ УЛУЧШИТЬ СИТУАЦИЮ?**

Почему речь пойдет о расчетах, а не о трейдинге или торговле? В широком смысле эффективность расчетов – это важнейший показатель развития инфраструктуры рынка. И тот факт, что иностранные инвесторы считают, что система расчетов в России далека от современных требований, говорит о том, что инфраструктуру в целом они оценивают как недостаточно развитую.

Если смотреть шире, несовершенство инфраструктуры всегда было пресловутой российской бедой, что явствует даже из классической литературы. Наверняка многие из нас читают российский *Forbes*. Так вот, в одном из недавних выпусков этого журнала был опубликован рейтинг инвестиционной привлекательности российских регионов с подробным описанием 20 ведущих регионов. Я просмотрел эти материалы и везде обнаружил схожую

ситуацию: много объектов для инвестиций, более-менее привлекательный инвестиционный климат, лояльное правительство, налоговые льготы и т. д., но нет современных гостиниц, аэропортов, плохие дороги, проблемы с транспортом. То есть инфраструктура по-прежнему недоразвита, и в результате деньги туда не идут.

Вернемся к рынку ценных бумаг. Коллеги с фондовых бирж поделились следующими данными: на ММВБ говорят о том, что 49% сделок проводится нерезидентами, в РТС называют цифры еще больше. Можно подумать, что иностранные инвесторы вполне довольны организацией инфраструктуры фондового рынка, однако практический анализ показал, что это не так: по целому ряду причин иностранные инвесторы, особенно из Великобритании и США (прежде всего пенсионные и пае-

вые фонды), по-прежнему предпочитают рассчитываться за рубежом в иностранной валюте. Небольшая часть иностранных инвесторов начала использовать депозитарии НДЦ и ДКК для расчетов по ценным бумагам, еще меньшая их часть отваживается осуществлять такие расчеты на условиях «поставка против платежа». Однако, как было отмечено раньше, это нельзя назвать общей тенденцией рынка. Только ограниченная группа иностранных инвесторов, в основном профессиональные брокеры, проводят расчеты по сделкам таким образом. Остальные участники, в частности паевые и пенсионные фонды и непрофессиональные инвесторы, по-прежнему используют архаичные методы расчетов.

Между тем и ММВБ, и РТС информируют об активности иностранных инвесторов на российском рынке, в том числе



о значительных оборотах рублевых расчетов через депозитарии. Что же это за таинственные иностранные инвесторы, которые делают биржам большие объемы и рассчитываются на условиях «поставка против платежа», да еще и в рублях? Результаты озадачивают. Оказывается, на самом деле это «ненастоящие» иностранные инвесторы. Такие объемы образуются за счет дочерних предприятий российских брокеров и родительских компаний международных брокеров и дилеров, которые работают через российские компа-

## РАСЧЕТЫ ЧЕРЕЗ ДЕПОЗИТАРИЙ

Почему российские и иностранные участники рынка используют разные варианты расчетов? Одна из причин этого заключается в том, что американские пенсионные фонды не разрешают управляющим компаниям и глобальным кастодианам использовать депозитарии НДЦ и ДКК в качестве мест проведения расчетов, поскольку эти организации официально не признаны полностью соответст-

## НАЛОГОВЫЕ ВОПРОСЫ

Налог на прирост стоимости ценных бумаг воспринимается нашими клиентами как существенное препятствие для рублевых расчетов. К счастью, нерезиденты уже избавлены от него при проведении операций с долговыми инструментами, но если дело касается акций, то налог составляет 24% от суммы сделки. Если говорить о положении Налогового кодекса РФ, в котором указано, что налог на прирост стоимости ценных бумаг распространяется только на операции с акциями компаний, более 50% имущества которых составляет недвижимость в России, то здесь много неясного. Это связано с тем, что до сих пор отсутствует однозначное правило, на основании каких документов и отчетов принимать оценку. Как следствие, данный вопрос истолковывается местными налоговыми органами не в пользу иностранных инвесторов — с них взимается налог на прирост стоимости ценных бумаг.

В результате только резиденты нескольких юрисдикций, например Кипра и Великобритании (по акциям, котировка которых определяется «зарегистрированной Фондовой биржей»), могут проводить расчеты в рублях и освобождены от двойного налогообложения на прирост стоимости акций на основании соответствующих соглашений об избежании двойного налогообложения, заключенных с этими странами. Однако резиденты США, Японии, ряда европейских стран, другие крупные инвесторы по-прежнему вынуждены уплачивать налог на прирост стоимости акций. В последнее время ведутся разговоры о том, что долгосрочные стратегические инвестиции от такого налога могут быть освобождены, так же как и от налога на дивиденды. Остается надеяться на скорейшую реализацию этой разумной идеи.

## МЕЖБАНКОВСКИЕ ПЕРЕВОДЫ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ

Другая серьезная проблема — отсутствие практической возможности осуществлять межбанковские переводы в режиме реального времени. Что получается: биржи фактически работают по предоплате, а производить предоплату приходится с большим запасом. Чтобы иметь деньги к началу торгов или расчетов, их приходится заводить накануне и оставлять на ночь на бирже — без процентов. Для иностранных инвесторов, привыкших считать деньги, это и рискованно, и накладно. Система порейсовых платежей, пока приемле-

## Для улучшения ситуации с проведением расчетов на российском фондовом рынке НДЦ и ДКК должны быть признаны депозитариями, отвечающими всем требованиям Правила SEC 17f-7.

нии. Иностранные инвесторы не выходят на биржу напрямую, не проводят расчеты на условиях «поставка против платежа» и стараются избегать рублевых платежей. Расчеты за них осуществляют местные брокеры и другие посредники.

Напрашивается вывод: по-прежнему существует много юридических и технологических ограничений, которые не позволяют иностранным инвесторам проводить полноценные и эффективные расчеты непосредственно на нашем рынке. Иностранные и российские участники рынка по-прежнему используют различные расчетные ниши. Иностранные инвесторы используют преимущественно регистраторов, где открывают счета их кастодианы. Только небольшая их часть пользуется услугами НДЦ и ДКК через своих кастодианов, в основном на условиях свободной поставки и, что не может не радовать, все чаще для расчетов на условиях «поставка против платежа». Для удобства своих клиентов Ситибанк может поддерживать расчеты на условиях «поставка против платежа» в иностранной валюте в рамках одной банковской группы, т. е. расчеты по бумагам исполняются в московском отделении Ситибанка, а по деньгам — в нью-йоркском. Таким образом, весь расчетный цикл контролируется нашими сотрудниками. Поэтому наши клиенты смелее внедряют такой механизм расчетов, чего пока нельзя сказать обо всех иностранных участниках рынка. Российские же участники напрямую выходят на биржи и рассчитывают сделки в иностранной и отечественной валюте через депозитарии и расчетные организации.

вующими Правилу 17f-7 *US Securities and Exchange Commission (SEC)*. Хотя оба депозитария что только ни делают, какие только аргументы ни приводят, чтобы убедить профучастников в своем соответствии Правилу SEC 17f-7, фонды так и не получили такого подтверждения от Ассоциации глобальных кастодианов (*AGC*), и менеджеры фондов продолжают заставлять своих кастодианов держать все акции на счетах у регистраторов. И так, кто же прав, чья оценка верна? Поскольку оба депозитария не первый год получают от *Thomas Murray* рейтинги низкого и очень низкого уровня риска со стабильным прогнозом, возможно, стоит попытаться изменить мнение *AGC*, и в первую очередь самим же кастодианам, которые в эту ассоциацию входят.

Хотелось бы отметить, что многие проблемы, из-за которых иностранные инвесторы должны были рассчитываться за пределами Российской Федерации, к настоящему времени уже решены, например проблемы с репатриацией рублевых доходов. Теперь не составляет труда открыть рублевый счет в российских банках. Центральный банк снял подобные ограничения, при этом любые инвестиции можно теперь совершать с одного текущего счета. Однако остается несколько серьезных проблем, которые не позволяют иностранным инвесторам эффективно проводить расчеты в рублях, а именно: налог на прирост стоимости ценных бумаг (*capital gain tax*), невозможность осуществлять межбанковские переводы в режиме реального времени.



мая для промышленных предприятий, явно не подходит для финансовых институтов, особенно брокерских компаний — не могут они дожидаться пяти рейсов Центрального банка, чтобы финансировать свои биржевые операции и перебрасывать средства между торговыми площадками. Хотя мы начали мало-помалу тестировать БЭСП и привыкать к нему, пока это остается делом будущего, особенно во взаимоотношениях с расчетными палатами фондовых бирж, которые по ряду причин форсировать процесс перехода на БЭСП не торопятся, к большому сожалению участников рынка.

## ПЛАТЕЖИ ПО SWIFT

Несмотря на все наши усилия, российским банкам по-прежнему сложно получать платежные поручения от иностранных клиентов по системе *SWIFT* и преобразовывать их в платежки образца Центрального банка. Некоторым клиентам удается отстроить свои системы, они соблюдают стандартные рекомендации РОССВИФТ и присылают платежи в соответствии с правилами транслитерации *SWIFT RUR 6*, что дает возможность делать это почти автоматически. Но это хорошо, если учетная система позволяет и русскоязычный персонал имеется. А если нет? Многие иностранные инвесторы при всем желании не могут соответствовать этим правилам, потому что для них это технически, а иногда и юридически невозможно. Они посылают платежные поручения в формате *SWIFT*, требующие

значительной ручной обработки российскими банками перед тем, как на их основе могут быть сформированы платежные поручения, пригодные для отправки в МЦИ. Конечно, дополнительные ручные операции задерживают платежи и приводят к их удорожанию.

## ПЛАТЕЖНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ

Еще одна проблема — низкая ликвидность межбанковского рынка. Не стану углубляться в макроэкономические аспекты, хочу лишь заметить, что в немалой степени этому способствуют трудности операционного характера, в частности уже упомянутая выше невозможность осуществления межбанковских переводов в режиме реального времени. По причине низкой ликвидности на рынке клиенты не могут эффективно использовать свои кредитные линии, открываемые российскими банками, в том числе дневной и овернайт овердрафт. На рынке просто нет средств, за счет которых можно было бы проводить клиентские платежи, особенно в утренние часы, когда средства более всего необходимы для поддержания биржевой торговли. При этом замечу, что своих денег у брокеров, даже самых крупных, как правило, немного. Они привыкли жить и работать за счет заемных денег и, чтобы не переплачивать лишние проценты, выстраивают различные хитроумные схемы, позволяющие на законных основаниях пользоваться в течение дня краткосрочными кредитами банков и уже к вечеру

расплачиваться со своими банками. Такой подход успешно применяется на развитых рынках, где платежи проводятся в режиме реального времени, а вот в России по названным причинам он работает не очень хорошо.

Итак, подытожим. Для улучшения ситуации с проведением расчетов на российском фондовом рынке должны быть осуществлены следующие мероприятия:

- НДС и ДКК должны быть признаны депозитариями, отвечающими всем требованиям Правила *SEC 17f-7*. Эта задача может быть осуществлена только при активной позиции глобальных кастодианов и самих депозитариев.

- Участникам рыночной инфраструктуры следует активнее переходить на БЭСП. Здесь усилия требуются со стороны как банков — держателей счетов в расчетных палатах ММВБ и РТС, так и самих биржевых расчетных центров. Кто как не «фондовики» должны быть в авангарде внедрения новых современных технологий?

- НДС, ДКК и кастодиальные депозитарии должны совершенствовать механизмы взаимодействия, в частности путем открытия междепозитарных счетов с возможностью проведения расчетов на условиях «поставка против платежа» как в рублях, так и в иностранной валюте, не прибегая к утомительной процедуре перерегистрации.

Уверен, что выполнение этих задач нам по силам, если будем действовать сообща. И заметьте: ни слова о центральном депозитарии... ■

## НОВОСТИ НДС

# НДС принял участие в Global Custody Forum

2—3 декабря 2008 г. в Лондоне состоялся XIX Ежегодный *Global Custody Forum*, посвященный вопросам развития инфраструктуры фондового рынка. Основной на Форуме стала тема преодоления мирового финансового кризиса и совершенствования имеющихся технологий проведения расчетов, управления рисками расчетно-депозитарной инфраструктуры. Кроме того, по традиции на Форуме были представлены данные об изменениях, происходящих на развивающихся рынках, и в первую очередь на финансовых рынках стран *BRIC*.

Директор по развитию НДС **Мария Иванова** в своем выступлении проинформировала участников Форума о состоянии российской инфраструктуры, имеющихся проблемах и принимаемых регулируемыми органами и правительствами совместно с ведущими финансовыми институтами мерах по их разрешению. Особый интерес вызвали

у слушателей инициативы НДС по развитию расчетных сервисов. Отвечая на вопросы участников, М. Иванова рассказала о деятельности НДС, направленной на введение системы кредитования ценными бумагами и внедрение расчетов на условиях «поставка против платежа» в иностранной валюте, что наиболее удобно для иностранных инвесторов, а также на расширение использования *SWIFT* среди участников инфраструктуры. Говоря о перспективах, М. Иванова упомянула о планах по созданию в Москве международного финансового центра и требуемых для реализации этого проекта законодательных изменениях, нацеленных на создание в России системы расчетов с использованием Центрального контрагента и Центрального депозитария, о необходимости внедрения на отечественном рынке международных стандартов *ISO* и дальнейшего развития технологий.



Зоя ЛЕБЕДЕВА

Заместитель начальника Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК», канд. экон. наук



Алевтина ФЕДОТОВА

Руководитель проекта Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК»

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ: ОПЫТ ОАО «АИЖК»

НЕСМОТРЯ НА МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС, КОТОРЫЙ ОКАЗЫВАЕТ СИЛЬНОЕ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ КАК НА РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР, ТАК И НА ЭКОНОМИКУ СТРАНЫ В ЦЕЛОМ, НА КОНЕЦ IV кв. 2008 г. ПЛАНИРУЕТСЯ РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ ЗАО «ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ АИЖК 2008-1» — УЖЕ ТРЕТЬЕГО ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ПУЛОМ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ, ИНИЦИИРОВАННЫМ ОАО «АГЕНТСТВО ПО ИПОТЕЧНОМУ ЖИЛИЩНОМУ КРЕДИТОВАНИЮ».

### ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА И ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ СДЕЛКИ

Внесение изменений в Инструкцию ЦБ РФ и последующее принятие решения о включении обращающихся на рынке облигаций с ипотечным покрытием в Ломбардный список существенно повысили ликвидность инструментов секьюритизации за счет возможности получения кредитов под залог таких бумаг, а также использования их в сделках РЕПО с ЦБ РФ. Рассмотрим специфику третьей сделки

секьюритизации, которая, в том числе, стала ответом на изменившиеся рыночные условия.

Базовая идея облигационного займа, обеспеченного пулом ипотечных активов, не является инновационной. Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с российским законодательством, являются аналогом *MBS (mortgaged backed securities)* в США и *covered bonds* в Европе.

Согласно Федеральному закону от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ), облигации с ипотечным покры-

тием могут выпускаться как с баланса кредитной организации, так и с использованием специально созданного для целей выпуска юридического лица — ипотечного агента. Такая схема внебалансовой секьюритизации применялась во всех сделках, инициатором которых выступило ОАО «АИЖК».

Организационная структура третьего выпуска не претерпела существенных изменений по сравнению с первой и второй сделками (рис. 1).

Во многом структура определена спецификой сделки: законодательные огра-

ничения на правоспособность ипотечного агента, включая требование об отсутствии штата сотрудников (для максимальной защиты интересов владельцев облигаций), приводят к необходимости передачи полномочий единоличного исполнительного органа, а также функций по ведению бухгалтерского и налогового учета специализированным организациям. С этим аспектом связано и выполнение функций мастер-сервисера пула закладных оригинатором сделки.

Учитывая специфику распределения — точнее, перераспределения — денежных потоков, в основном получаемых по пулу закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, в пользу владельцев облигаций, целесообразно привлечение независимо расчетного агента.

Для подтверждения качества закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, и достоверности предоставляемой по ним информации проводится аудит пула закладных.

Дополнительная проверка закладных осуществляется и специализированным депозитарием при их включении в состав ипотечного покрытия.

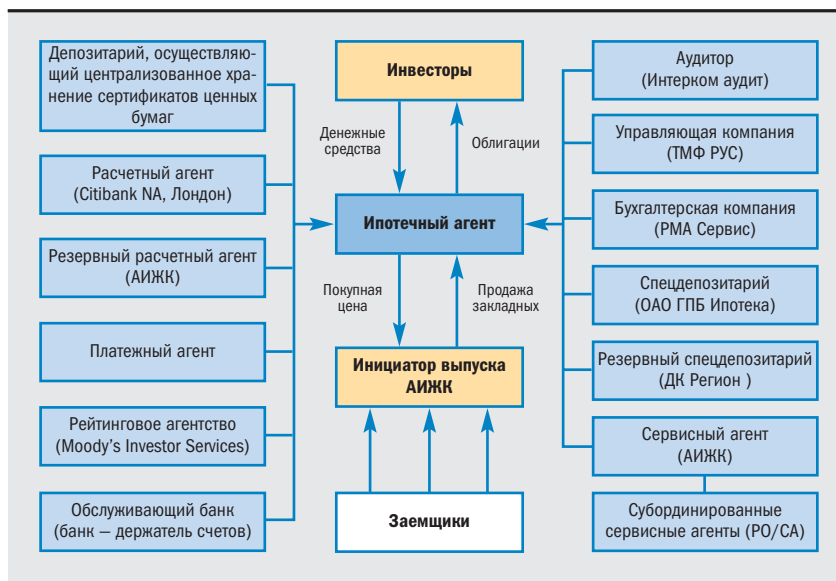
В третьей сделке секьюритизации изменения коснулись лишь платежного агента (в первых двух сделках эту функцию выполнял ЗАО КБ «Ситибанк», в выпуске ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» платежным агентом выступит НДЦ) и банка — держателя счета (для ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» им выступит ЗАО «Райффайзенбанк»). Изменения вызваны сменой организатора выпуска.

## СТРУКТУРИРОВАНИЕ ЭМИССИИ

Структурирование сделок секьюритизации в первую очередь направлено на обеспечение максимальной защиты инвесторов в облигации старшего класса. Такой подход подтверждается присвоением ипотечным облигациям рейтингами, в том числе рейтингом инвестиционного уровня для облигаций старших классов ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» и ЗАО «ВИА АИЖК» — А3 по шкале *Moody's Investor Services*. Планируется получение рейтинга инвестиционного уровня и по облигациям класса «А» в третьей сделке секьюритизации (целевой уровень — *Baa2* по шкале *Moody's Investor Services*).

Такая защита достигается путем эмиссии нескольких субординированных выпусков, обеспеченных одним ипотечным покрытием. Структура первого и второго выпуска ИЦБ АИЖК включает в себя три класса. Старший и мезонинный классы являются рыночными, т. е. с возможно-

Рисунок 1. ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОАО «АИЖК»



## Внесение изменений в Инструкцию ЦБ РФ существенно повысило ликвидность инструментов секьюритизации за счет возможности получения кредитов под залог облигаций с ипотечным покрытием, а также использования их в сделках РЕПО с ЦБ РФ.

стью размещения среди неопределенного круга инвесторов. Младший класс принимает на себя основные риски и, в соответствии с международными традициями секьюритизации, выкупается на себя оригинатором — ОАО «АИЖК».

Третья сделка состоит из двух субординированных выпусков: старший класс «А» и младший класс «Б». Такое изменение структуры третьего выпуска по сравнению с предыдущими обусловлено отсутствием в текущих условиях базы инвесторов в субординированные выпуски, а также ростом требуемой доходности по сравнению с доходностью кредитов, составляющих ипотечное покрытие.

Средневзвешенная ставка купонного дохода по ипотечным облигациям не может превышать доходность по обеспечению — пулу ипотечных кредитов, скорректированную на расходы ипотечного агента по обслуживанию выпуска и прогнозируемое снижение доходности по пулу за счет дефолтных и досрочно погашенных ипотечных кредитов. Средневзвешенная ставка по ипотечному покрытию третьего выпуска составляет 11,72% (основные характеристики пулов закладных в сделках секьюритизации ОАО «АИЖК» приве-

дены в табл. 1). С учетом ежегодных расходов по сделке, составляющих примерно 2,5%, а также прогнозного снижения доходности в 1,5–2% годовых, для обеспечения приемлемого уровня купонной доходности по облигациям старшего класса кредитная поддержка в виде субординированного младшего класса, доходность по которому не фиксируется, составит приблизительно 30% от совокупной номинальной стоимости облигаций выпуска.

Более высокий (по сравнению со старшим классом) уровень риска по облигациям мезонинного выпуска, обязательства по выплате дохода по которому исполняются после исполнения обязательств по старшему классу, подразумевает необходимость наличия по нему премии за риск. Таким образом, уровень доходности по мезонинному классу должен превышать размер купонного дохода по старшему классу, что повышает стоимость финансирования, не приводя к росту экономического эффекта для оригинатора.

Дополнительным механизмом защиты интересов инвесторов, по сравнению с залогом ипотечного покрытия и субординацией платежей, является предоставление кредитного усиления сделки как





**Таблица 1. БАЗОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИПОТЕЧНОГО ПОКРЫТИЯ ПО ВЫПУСКАМ ИЦБ ОАО «АИЖК» (НА ДАТУ ПОДАЧИ ЭМИССИОННОЙ ДОКУМЕНТАЦИИ НА РЕГИСТРАЦИЮ)**

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Совокупный непогашенный остаток основного долга, руб.	3 294 794 549,00	10 757 617 399,00	11 331 828 750,60
Средний текущий остаток основного долга по одной закладной, руб.	403 378,00	568 773,00	708 062,28
Средний первоначальный размер основного долга по одной закладной, руб.	451 700,00	607 951,00	768 246,32
Максимальный текущий остаток по закладным, руб.	3 203 648,00	6 144 964,00	8 342 052,26
Максимальный первоначальный остаток по закладным	3 360 000,00	6 205 000,00	8 500 000,00
Количество закладных	8 168	18 861	16 004
Средневзвешенный срок жизни закладной, мес.	24	14	16,38
Средневзвешенный срок до погашения закладных, мес.	182	184	179
Средневзвешенный текущий К/З, %	53,40	51,34	47,45
Средневзвешенный первоначальный К/З, %	57,80	54,20	50,90
Средневзвешенная процентная ставка, % годовых	14,33	12,36	11,72

**Таблица 2. КРЕДИТНОЕ УСИЛЕНИЕ СТАРШЕГО КЛАССА В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»**

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Объем субординированных классов	12% от совокупной номинальной стоимости облигаций	12% от совокупной номинальной стоимости облигаций	30% от совокупной номинальной стоимости облигаций
Денежный резерв (резерв специального назначения)	7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения	8% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения	0,9% от совокупной номинальной стоимости облигаций, начиная с 9-го купонного периода — от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций
Обязательства originатора	Не предусмотрены	Не предусмотрены	Обязательства по предоставлению целевой финансовой помощи в объеме до 6% от совокупной номинальной стоимости облигаций, начиная с 9-го купонного периода — от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций

путем формирования денежного резерва специального назначения, так и посредством принятия на себя originатором сделки — ОАО «АИЖК» — дополнительных обязательств перед эмитентом (структура кредитного усиления по трем сделкам секьюритизации представлена в табл. 2).

Приведенные в табл. 2 данные отражают общие принципы защиты интересов инвесторов в старший класс облигаций с ипотечным покрытием. В зависимости от характера отдельных элементов и специ-

фики структурирования каждой сделки секьюритизации, их влияние на объемы кредитной поддержки в целом неодинаковы. Рассмотрим возможную динамику более подробно.

### Субординация выпусков облигаций

Субординация выпусков означает установленную очередность исполнения обязательств по ним. Возможность установления такой очередности в случае

эмиссии облигаций двух и более выпусков, обеспеченных одним ипотечным покрытием, предусмотрена ч. 2 ст. 11 Закона об ИЦБ. Так, в первую очередь погашению подлежит номинал облигаций старшего класса. До тех пор пока выпуск не будет погашен в полном объеме, выплаты в погашение номинальной стоимости облигаций субординированных выпусков (мезонинного класса (при наличии) и младшего класса) осуществлены быть не могут. На практике принцип субординации займов означает, что весь пул закладных, составляющих ипотечное покрытие облигаций нескольких выпусков, работает сначала на владельцев облигаций старшего класса. Правило действует и для досрочного погашения облигаций, как по требованию инвесторов, так и по решению эмитента (при исполнении опциона на досрочное погашение).

Более подробно механизмы аккумуляции и распределения платежей, а также реализация принципа субординации выпусков облигаций применительно к купонным выплатам рассмотрены в разделе «Доходы по облигациям с ипотечным покрытием».

С позиций определения размеров кредитного усиления в динамике, реализация принципа субординации означает постепенное увеличение поддержки за счет снижения остатка непогашенной номинальной стоимости облигаций старшего класса при неизменном номинале субординированных выпусков.

### Формирование денежных резервов ипотечного агента и кредитная поддержка в форме обязательств originатора

Главенствующую роль в структуре денежных резервов ипотечного агента играет резерв специального назначения. Средства этого резерва могут быть израсходованы только:

- на выплату купонного дохода по облигациям старшего класса (старших классов) и/или минимального купонного дохода по облигациям младшего класса;
- на оплату расходов эмитента, предусмотренных Порядком распределения<sup>1</sup>.

Средства резерва специального назначения подлежат включению в состав ипотечного покрытия; соответственно, их расходование осуществляется под контролем специализированного депозитария ипотечного покрытия (прецедентов использования средств резерва специального назна-

<sup>1</sup> Подробнее о Порядке распределения денежных средств, полученных в счет уплаты процентов по обеспеченным ипотекой обязательствам, входящим в состав ипотечного покрытия (Порядок распределения), см. в разделе «Доходы по облигациям с ипотечным покрытием». Для каждого выпуска облигаций с ипотечным покрытием, инициатором которого выступило ОАО «АИЖК», Порядок распределения содержится в п. 15 каждого решения о выпуске ипотечных облигаций. Порядок распределения для всех выпусков облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием, одинаков.



чения на момент написания статьи не было). Порядок формирования резервов специального назначения приведен в табл. 3. Для облигаций с ипотечным покрытием ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» сведения приводятся об основном резерве.

Данные табл. 3 показывают, что возможны различные подходы к формированию денежных резервов в сделках секьюритизации.

Так, в первой сделке резерв специального назначения был частично сформирован на дату размещения облигаций и подлежит пополнению до запланированного размера в процессе обращения облигаций. Ограничения по срокам не устанавливаются.

Во второй сделке резерв полностью сформирован на дату размещения облигаций. Формирование резерва было возможно за счет двух основных источников: поступлений по ипотечному покрытию до даты размещения облигаций и премии к номинальной стоимости при размещении облигаций младшего класса. Частичное погашение номинальной стоимости облигаций старшего класса в каждом купонном периоде приводит к постепенному росту кредитного усиления. В случае если резерв не будет полностью использован, оставшиеся средства подлежат выплате оригинатору после погашения старших классов.

Новацией третьей сделки секьюритизации стало изменение структуры формирования резерва, обеспечивающее как большую защиту сделки за счет расширения охвата покрываемых рисков, так и повышение экономической эффективности структуры для оригинатора.

Так, резерв специального назначения ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» состоит из двух частей:

- основного резерва, сведения о котором представлены в табл. 2;
- дополнительного резерва.

Дополнительный резерв формируется из средств целевой финансовой помощи, предоставляемой оригинатором сделки в целях предотвращения падения стоимости чистых активов эмитента ниже минимального размера уставного капитала, установленного законодательством РФ. Средства дополнительного резерва подлежат использованию на те же цели, что и основного резерва, при условии полного использования средств последнего и после оказания финансовой помощи в полном объеме. Фактически оказанная на цели поддержания стоимости чистых активов целевая финансовая помощь учитывается в составе средств ипотечного покрытия и тем самым способствует дальнейшей защите эмитента от риска ликвидации в соответствии с требованиями

**Таблица 3. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ СПЕЦИАЛЬНОГО НАЗНАЧЕНИЯ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»**

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Максимальный размер резерва	7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения (231 265 580 руб.)	8% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения (536 380 850 руб.)	0,9% от совокупной номинальной стоимости облигаций с 1-го по 8-й купонный периоды (101 986 452 руб.). 0,9% от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций начиная с 9-го купонного периода
Порядок формирования	Формируется в размере 4% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения и в размере оставшихся 3% – в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется в размере 0,7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату начала размещения и в размере оставшихся 0,2% – в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения
Сформированный объем резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., сформирован в объеме 223 484 017,26 руб.	Полностью сформирован	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Возможность амортизации	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Предусмотрена при выполнении условий амортизации, но не ниже 0,35% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения
Пополнение резерва	В случае использования пополняется до максимального размера в соответствии с Порядком распределения		

ми ст. 35 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Помимо поддержания стоимости чистых активов, финансовая помощь будет оказываться ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» в целях:

- обеспечения исполнения обязательств ипотечного агента по облигациям в части выплаты купонного дохода по облигациям старшего класса и/или минимального купонного дохода по облигациям младшего класса (при недостаточности денежных средств эмитента);
- обеспечения исполнения обязательств ипотечного агента перед третьими лицами (оплаты предусмотренных расходов) при недостаточности денежных средств;
- пополнения основного резерва до требуемого уровня в случае его снижения в дату выплаты купонного дохода более чем на 50% по сравнению с его требуемым размером.

Средства целевой финансовой помощи возврату не подлежат и предоставляются на безвозмездной основе.

Максимальный совокупный размер целевой финансовой помощи ограничен 6%:

- от первоначальной совокупной стоимости облигаций классов «А» и «Б» в период до даты окончания 9-го купонного периода (исключая эту дату);
- от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций классов «А» и «Б», начиная с даты окончания 9-го купонного периода, включая эту дату, при выполнении условий амортизации – за вычетом всех сумм целевой финансовой помощи, предоставленных до даты, на которую производится расчет.

В целом механизм предоставления целевой финансовой помощи предполагает выделение средств ипотечному агенту при возникновении необходимости в такой поддержке. В отличие от привычной схемы, когда происходит отвлечение значительного объема средств в начале реализации сделки (при формировании резерва полностью в денежной форме) и невозможно определить, будут ли они использованы на установленные цели или для покрытия реализованных рисков будет



достаточно избыточного спреда, такой «ситуационный» подход обладает очевидными преимуществами для originатора и не приводит к повышению рисков инвесторов при условии достаточно высокого уровня финансовой устойчивости originатора.

Снижение как размера основного резерва, так и максимального размера целевой финансовой помощи возможно при выполнении следующих условий<sup>2</sup>:

- средств эмитента достаточно для осуществления частичного погашения номинальной стоимости облигаций на сум-

дящим в состав ипотечного покрытия, не превышает 3% от совокупной номинальной стоимости облигаций классов «А» и «Б» на дату окончания их размещения;

- стоимость чистых активов ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» на последнюю отчетную дату превышает минимальный размер уставного капитала, установленный законодательством РФ.

Такая «динамическая» модель формирования резерва специального назначения в совокупности с дополнительными

- снижение уровня кредитного усиления до его первоначального уровня с началом амортизации (при выполнении условий) и фиксация на таком уровне;

- постепенный рост в связи с ограничением минимального размера основного резерва.

Сравнительная динамика совокупной кредитной поддержки по трем сделкам секьюритизации ипотечных активов ОАО «АИЖК» представлена на рис. 2. Динамика приводится по купонным периодам в целях обеспечения временной сопоставимости данных. В качестве рассматриваемого горизонта выбрано 6 купонных периодов – фактическое количество состоявшихся купонных выплат по облигациям ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК». Для облигаций ЗАО «ВИА АИЖК» приведены фактические данные за первые 2 периода, за остальные периоды – прогнозные данные. Для облигаций ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» данные на все даты выплаты купонного дохода носят прогнозный характер.

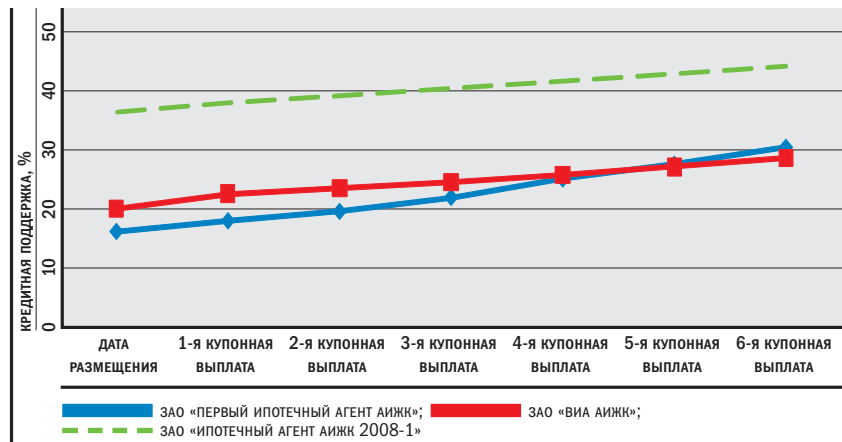
Помимо резерва специального назначения, ипотечными агентами ОАО «АИЖК» также формируются резервы на юридические и непредвиденные расходы. Такие резервы не учитываются при расчете кредитного усиления, так как их целевое использование не предполагает непосредственную поддержку выплат по облигациям с ипотечным покрытием, тем не менее мы рассматриваем резервы как дополнительный механизм повышения устойчивости сделки в целом.

Средства резерва на юридические расходы могут быть использованы на юридические консультации либо услуги, необходимые в связи с исполнением обязательств по облигациям, а также обеспечением деятельности эмитента. Сведения о порядке формирования и использования резерва в отдельных сделках секьюритизации приведены в табл. 4.

Средства резерва на непредвиденные расходы могут быть использованы на непредвиденные расходы эмитента, связанные с исполнением обязательств по облигациям, а также обеспечением деятельности эмитента. Сведения о порядке формирования и использования резерва в отдельных сделках секьюритизации приведены в табл. 5.

На момент написания статьи средства резервов на юридические и непредвиденные расходы эмитентами ни в одной из указанных сделок не использовались.

**Рисунок 2. ДИНАМИКА СОВОКУПНОЙ КРЕДИТНОЙ ПОДДЕРЖКИ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»**



**Таблица 4. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ НА ЮРИДИЧЕСКИЕ РАСХОДЫ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»**

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Предусмотренный размер резерва	0,5% от совокупной номинальной стоимости облигаций (16 518 970 руб.)	0,5% от совокупной номинальной стоимости облигаций (536 380 850 руб.)	16 500 000 руб.
Порядок формирования	Формируется в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется на дату начала размещения
Текущий размер резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., сформирован в объеме 16 473 970 руб.	Полностью сформирован в объеме 536 380 850 руб.	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Пополнение резерва	—	В случае использования пополняется до первоначального размера в соответствии с Порядком распределения	

му, равную совокупному остатку основного долга по закладным, признанным дефолтными в соответствующем периоде;

- не произошло снижение рейтинга ОАО «АИЖК»;

- средств эмитента достаточно для требуемого пополнения основного резерва;

- текущий остаток ссудной задолженности по дефолтным закладным, вхо-

обязательствами originатора сделки обеспечит следующую динамику кредитного усиления (влияние субординации не учитывается):

- постепенный рост кредитного усиления за счет моратория на амортизацию при частичном погашении облигаций класса «А» в период до 9-й купонной выплаты;

<sup>2</sup> Более подробно об Условиях амортизации см. п. 15 Решения о выпуске ипотечных облигаций класса «А» ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1», зарегистрированного ФСФР России 5 ноября 2008 г. за № 4-01-68420-Н.



## ДОХОДЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ

Поступления по пулу ипотечных кредитов делятся на два базовых денежных потока: в счет погашения основного долга и процентные поступления. Каждый из этих потоков играет свою ключевую роль в так называемом «водопаде», в соответствии с которым происходит распределение денежных средств держателям облигаций.

К процентным доходам по ипотечному покрытию относятся:

- процентная часть аннуитетных платежей по кредитам;
- штрафы и пени;
- страховые поступления в части процентов;
- все поступления по кредитам, признанным дефолтными;
- иные поступления, которые нельзя отнести к поступлениям в счет погашения основного долга;
- проценты, начисленные на остатки по счетам ипотечного агента.

К поступлениям в счет погашения основного долга относятся:

- часть аннуитета в счет погашения основного долга;
- страховые возмещения в счет погашения основного долга;
- суммы досрочного погашения по кредитам.

Функции перераспределения потоков платежей и определения объемов выплат, причитающихся владельцам облигаций с ипотечным покрытием различных классов, осуществляет расчетный агент. Базой для проведения соответствующих расчетов является информация о поступлениях по ипотечному покрытию облигаций (процентных поступлений и поступлений в счет погашения основного долга), ежемесячно предоставляемая мастер-сервисером по сделке (ОАО «АИЖК»), и данные о ежемесячных расходах ипотечного агента, которые предоставляются бухгалтерской организацией ипотечного агента.

Обязательства эмитента перед держателями облигаций можно разделить на два основных типа: частичное погашение номинала облигаций и выплата купонного дохода.

### Частичное погашение номинальной стоимости

Частичное погашение номинала облигаций состоит из суммы поступлений по ипотечному покрытию в части погашения остатка основного долга по закладным, входящим в ипотечное покрытие за соответствующий расчетный период, и сум-

марного остатка основного долга по дефолтным закладным, признанным таковыми в соответствующий расчетный период (данная сумма направляется на погашение номинала из процентных поступлений по ипотечному покрытию).

Динамика структуры ежемесячных поступлений, направляемых на частичное погашение номинальной стоимости облигаций класса «А» ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» (регулярные поступления, досрочный платеж и дефолт), приведена на рис. 3. Аналогичная динамика по об-

ЗАО «ВИА АИЖК» — 15 и 9% годовых соответственно. Изменения темпов досрочного погашения отражены на рис. 3 и 4.

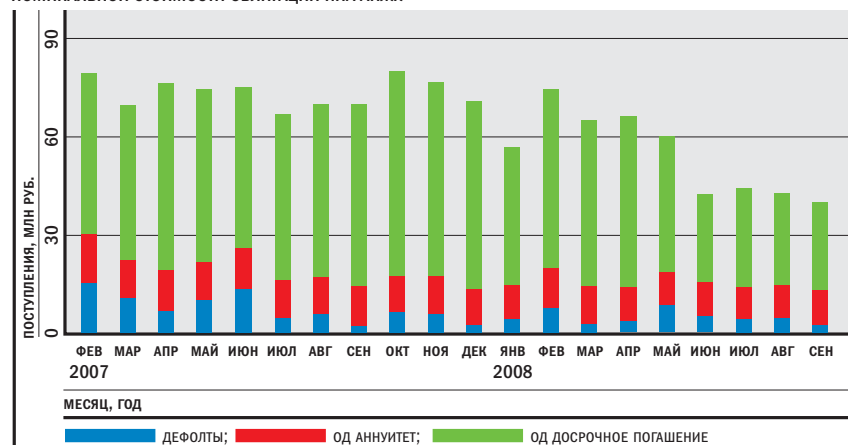
### Начисление и выплата купонного дохода

Порядок начисления и выплаты купонного дохода по облигациям с ипотечным покрытием различных классов также определяется принципом субординации платежей. Однако если для погашения номинальной стоимости этот принцип действует в пределах срока обращения старше-

**Таблица 5. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ НА НЕПРЕДВИДЕННЫЕ РАСХОДЫ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»**

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Предусмотренный размер резерва	150 000 руб.	250 000 руб.	100 000 руб.
Порядок формирования	Формируется в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется на дату начала размещения
Текущий размер резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., не сформирован	Полностью сформирован в объеме 250 000 руб.	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Пополнение резерва	—	В случае использования пополняется до первоначального размера в соответствии с Порядком распределения	

**Рисунок 3. ДИНАМИКА ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ, НАПРАВЛЯЕМЫХ НА ЧАСТИЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ПИА АИЖК**



лигациям класса «А» ЗАО «ВИА АИЖК» представлена на рис. 4.

Наиболее волатильной составляющей денежного потока являются дефолты; наиболее значимой по сумме — размер досрочных поступлений по ипотечному покрытию. В 2007 г. темп досрочного погашения по обеспечению облигаций ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» составлял примерно 20% годовых, в 2008 г. — 15%. Аналогичные значения по обеспечению облигаций

го класса (даже символическая сумма не может быть направлена на погашение номинала младших классов до полного погашения старшего), то для купонных выплат этот принцип действует в пределах одного купонного периода.

Так, в первую очередь выполняются обязательства перед владельцами старшего класса по фиксированной ставке; во вторую — начисляется купонный доход владельцам мезонинного класса также по фиксированной ставке, однако выплачен



он может быть только при условии достаточности денежных средств. Если доходов ипотечного агента недостаточно, выплата купонного дохода переносится на следующий купонный период (в международной практике такие облигации называются облигациями с отложенным купонным платежом).

Доход владельцев младшего класса определяется в соответствии с Порядком распределения по остаточному принципу. В третьей сделке секьюритизации Порядок распределения денежных средств, полученных в счет уплаты процентов

до величины, установленной в п. 15 Решения о выпуске ипотечных ценных бумаг;

10) выплата процентного (купонного) дохода пропорционально всем владельцам облигаций класса «Б».

Фактически начисление дохода оригинатору по облигациям младшего класса возможно только после погашения всех текущих обязательств эмитента, а также направления средств на формирование резервов.

Закон об ИЦБ предусматривает выплату купонного дохода по облигациям

облигациями, обращающимися на российском рынке ценных бумаг, важными аспектами выпусков становятся информационное обеспечение инвесторов и взаимодействие с инфраструктурными организациями.

Помимо обязательных элементов раскрытия информации, предписанных законодательством по рынку ценных бумаг в целом и законодательством в области ипотечных ценных бумаг в частности, традиционным в сделках секьюритизации активов ОАО «АИЖК» стало раскрытие отчетов инвесторам в отношении каждого купонного периода.

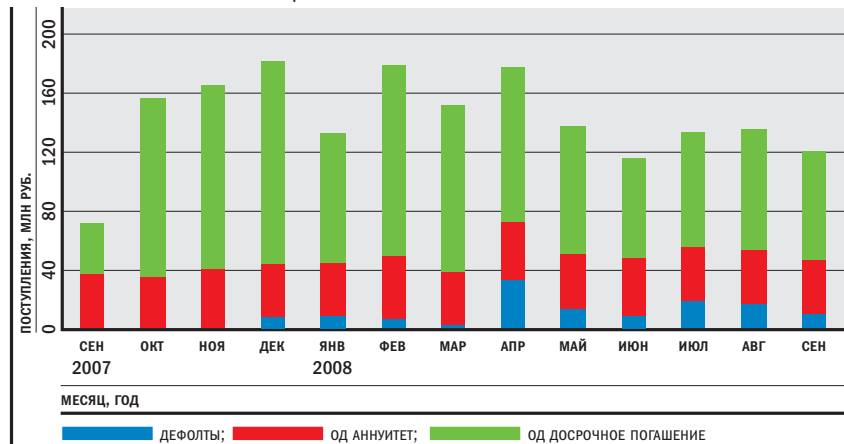
Такие отчеты ежеквартально готовит расчетный агент. Это сводный отчет о поступлениях по ипотечному покрытию и расходах за купонный период, в котором определяется размер частичного погашения номинальной стоимости облигаций старшего класса, достаточность процентных поступлений для выплаты купонного дохода по облигациям (в случае недостаточности средств для выплат купонного дохода по старшему классу — размер необходимого списания из резерва специального назначения), размер пополнения резервов, в случае если имело место списание с резервов ипотечного агента в предыдущие купонные выплаты или при условии, что резервы еще не были полностью сформированы до требуемого размера, и т. д.

На основании отчета инвесторам ипотечный агент уведомляет платежного агента о суммах, подлежащих выплате по каждому классу облигаций.

Поскольку облигации старших классов ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» и ЗАО «ВИА АИЖК» включены в котировальный лист высшего уровня ЗАО ФБ ММВБ, в целях поддержания бумаг в этом котировальном листе, в связи с необходимостью проведения сделок РЕПО, переходящих через дату выплаты купонного дохода (предполагающую осуществление частичного погашения облигаций), а также для информирования участников о вступающих в силу изменениях номинальной стоимости облигаций и, соответственно, денежном размере последующих купонных выплат по ним, ОАО «АИЖК», как контрагент, оказывающий эмитентам — ипотечным агентам услуги по раскрытию информации, работает в плотном взаимодействии с инфраструктурными организациями, в частности НДЦ и ММВБ.

Такое взаимодействие обеспечивает полную информационную прозрачность сделки, что максимально отвечает интересам инвесторов. ■

**Рисунок 4. ДИНАМИКА ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ, НАПРАВЛЯЕМЫХ НА ЧАСТИЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ВИА АИЖК**



по обеспеченным ипотекой обязательствам, входящим в состав ипотечного покрытия, предусматривает следующую приоритетность выплат:

- 1) налоги и сборы;
- 2) платежи в пользу третьих лиц (за допуск к размещению, государственные пошлины, выплаты банку — держателю счета и т. д.);
- 3) вознаграждение управляющей организации бухгалтерской организации эмитента;
- 4) вознаграждение расчетного агента, платежного агента, андеррайтера, НДЦ, специализированного депозитария, аудитора, рейтингового агентства, а также фондовой биржи, связанное с допуском к торгам и листингом облигаций рыночных классов;
- 5) вознаграждение сервисного агента;
- 6) выплата купонного дохода владельцам облигаций класса «А»;
- 7) выплата минимального купонного дохода владельцам облигаций класса «Б»;
- 8) направление денежных средств на частичное погашение номинальной стоимости облигаций класса «А» в размере суммы, равной совокупному остатку ссудной задолженности по закладным, признанным дефолтными в соответствующем расчету периоде;

9) внесение денежных средств в резервы эмитента в размере, необходимом для пополнения указанных резервов

с ипотечным покрытием не реже одного раза в год. В сделках, по которым предусмотрено полное или частичное формирование резервов за счет поступлений по ипотечному покрытию, одного года может быть недостаточно для аккумуляции требуемого объема средств. В целях соответствия требованиям законодательства эмиссионной документацией во всех сделках секьюритизации, оригинатором в которых выступало ОАО «АИЖК», предусмотрена выплата минимального купонного дохода в размере 1 коп. на облигацию в год (что соответствует ставке купонного дохода в размере 0,0001% годовых). Так, по облигациям класса «В» ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» купонный доход был выплачен только в четвертом купонном периоде в размере 1 коп., в первых двух купонных периодах выплаты по облигациям класса «В» ЗАО «ВИА АИЖК» составили 49,64 и 39,01 руб. на одну облигацию соответственно.

## ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ИНФРАСТРУКТУРНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

Учитывая существенную специфику выплат по облигациям с ипотечным покрытием в сравнении с корпоративными



Дмитрий Пашков

Заместитель начальника отдела анализа и оценки ЗАО «БФА»

## МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА, ОСНОВАННАЯ НА ПРИВЛЕЧЕНИИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ, БЫЛА КРАЙНЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНА В УСЛОВИЯХ ДЛИТЕЛЬНОЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕНДЕНЦИИ СНИЖЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК. ОДНАКО В УСЛОВИЯХ СЖАТИЯ ЛИКВИДНОСТИ ОНА ПОКАЗАЛА СВОЮ УЯЗВИМОСТЬ.

По данным Банка России, с января по октябрь 2008 г. средняя ставка кредитования банками нефинансовых организаций на срок до 1 года возросла почти на 4 процентных пункта — с 10,4 до 14,3% (рис. 1).

Снижение доступности и ухудшение условий банковского кредитования стали сказываться на финансовых результатах и рентабельности предприятий. Хотя, по данным Росстата, за 9 месяцев 2008 г. сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций составил 4,4 трлн руб. и превысил данный показатель за аналогичный период прошлого года более чем на 25% (3,5332 трлн руб.), его динамика входящем году носит негативный характер (рис. 2).

В III кв. 2008 г. произошло снижение сальдированного результата по сравнению с III кв. прошлого года на 2,5%. Результаты IV кв. ожидаются еще хуже, так как в этот период произошел значительный рост ставок кредитования, что не пре-

минуло сказаться на заемщиках. По данным Института экономики переходного периода, если в сентябре 2008 г. на «нормальную» доступность кредитов указывали 64% предприятий, а на доступность «ниже нормы» — 22%, то в ноябре ситуация изменилась на прямо противоположную: «нормальной» доступность кредитов назвали 22% компаний, а доступность «ниже нормы» — 63%.

Спад на мировых рынках негативно сказался на источниках формирования ресурсной базы основных поставщиков ликвидности — банках, поскольку перекрыл доступ к фондированию активных операций на внешнем рынке и усилил конкуренцию за ликвидность на внутреннем рынке. Однако и внутренние источники не имеют ощутимого резерва роста.

Прирост депозитной базы физических лиц, за счет которой финансируется 25% активов банковской системы России, замедляется в связи с усилением негативных ожиданий. За 9 месяцев текущего го-

да прирост составил 14,2% (до 5,86 трлн руб.) по сравнению с 22% за аналогичный период 2007 г. (рис. 3).

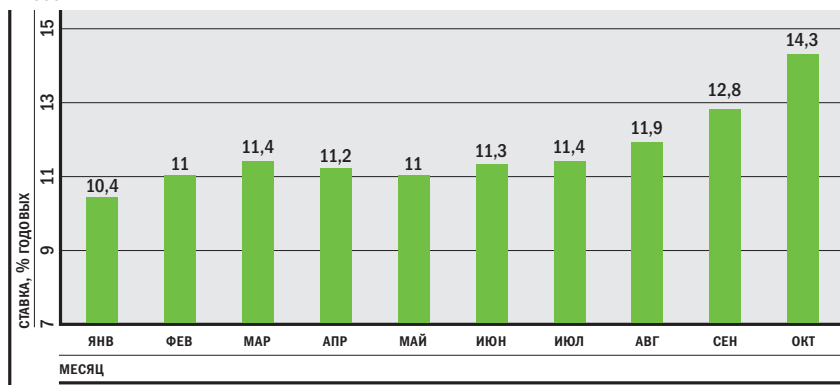
При этом если в первой половине года улучшение условий по вкладам способствовало притоку средств, то осенью увеличение ставок по депозитам перестало оказывать положительный эффект: в сентябре отток средств вкладчиков составил 1,5% от депозитной базы, в октябре — 6% (355 млрд руб.) (рис. 4).

Более того, низкие показатели III кв. уходящего года и негативные ожидания по итогам IV кв. не позволяют надеяться на повторение результатов 2007 г., когда темп прироста депозитов физических лиц на счетах банков достиг 35%. В текущем году прогноз прироста рынка вкладов, по версии Агентства по страхованию вкладов, составляет 10–15%.

В итоге сжатие ликвидности и набирающий обороты процесс декапитализации банковской системы свели на нет предложение долгового ресурса необходимого качества.

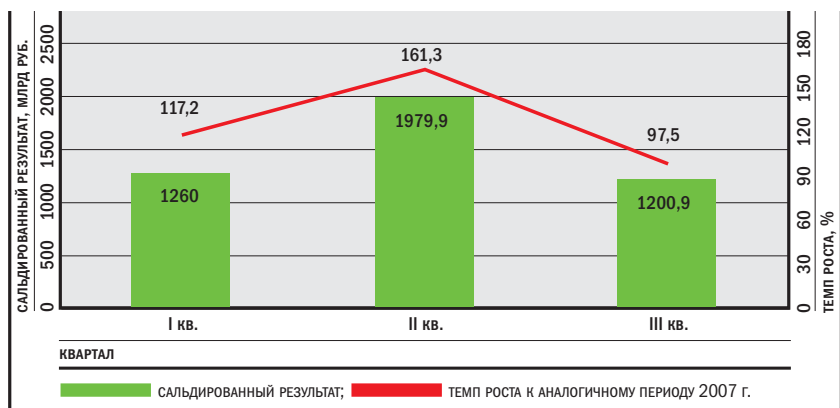


**Рисунок 1. ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ СТАВКИ КРЕДИТОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ И ОРГАНИЗАЦИЙ НА СРОК ДО 1 ГОДА В 2008 Г.**



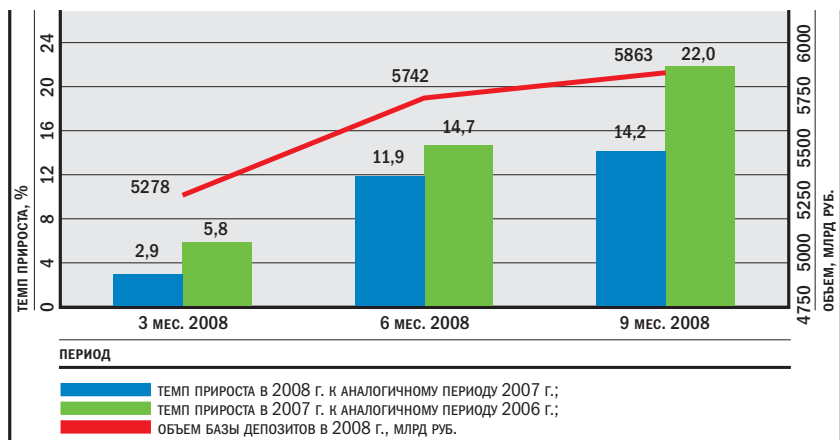
Источник: Банк России.

**Рисунок 2. САЛДИРОВАННЫЙ РЕЗУЛЬТАТ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 2008 Г.**



Источник: Росстат.

**Рисунок 3. ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ**



Следует отметить, что «длинного» инвестиционного ресурса на российском рынке не доставало и в период «дешевых» денег. В результате заемщики наращивали диспропорции в структуре балансов, финансируя долгосрочные активы короткими привлеченными средствами. В условиях оскудения долговых ресурсов стали возникать структурные риски рефинансирования, что выразилось в росте числа дефолтов по облигациям.

С января по ноябрь 2008 г. на рынке рублевого долга было зафиксировано

47 случаев просрочки в исполнении эмитентами обязательств по 34 выпускам облигаций (рис. 5). Объем просроченных обязательств превысил 19,5 млрд руб.

В зависимости от категории платежного события:

- 13 технических дефолтов произошли исключительно по купонным выплатам;
- 10 носили двойной характер, связанный с невыплатой купона и последующим неисполнением оферты;
- 7 были связаны только с неисполнением оферты;

- 4 случились вследствие непогашения номинальной стоимости (по двум из которых произошла просрочка и по купонной выплате) (рис. 6).

Наибольшие трудности у эмитентов вызвало прохождение оферты, поскольку в условиях недостатка ликвидности вероятность того, что кредиторы воспользуются своим правом досрочного погашения обязательств, резко возросла, а найти рефинансирование сложно. Кроме того, при размещении займов на растущем рынке недооценивались риски прохождения оферт.

Из 47 технических дефолтов 16 случаев по 11 выпускам облигационных займов перешли в разряд полноценных.

По отраслевому распределению 34 выпусков корпоративных облигаций, эмитенты которых допустили просрочку в исполнении платежа, наиболее уязвимой оказалась отрасль торговли и ритейла. За ней следуют предприятия агропромышленного комплекса и сельского хозяйства. На третье место можно поставить сразу несколько отраслей (по убыванию денежного объема): транспортный сектор, пищевую промышленность, строительство и девелопмент (рис. 7 и 8).

Месяцем пиковых нагрузок грозит стать декабрь, поскольку примерно 40 эмитентов будут осуществлять погашения либо проходить оферты по своим займам общим номинальным объемом 75 млрд руб.

Декабрьская ситуация особенно негативно скажется на эмитентах. Это связано с утратой долговым рынком системного подхода к оценке доходности облигационных выпусков исходя из срока займа и кредитного качества эмитента, а также с увеличением объемов просроченной задолженности компаний перед банками и темпов ее прироста. Если в сентябре объем просрочки платежей вырос на 15%, то в октябре — уже на 31,5%, достигнув 1,5% всех выданных корпоративным клиентам кредитов. Предприятия не справляются с разрывами ликвидности, и в результате ухудшается их платежная дисциплина. Банки на фоне уменьшения депозитной базы увеличивают резервы на потенциальные потери по ссудам, что существенно ограничивает возможности по замещению облигационного долга кредитным.

Текущие рыночные условия способствуют активизации рынка слияний и поглощений с участием российских компаний. Резкое сжатие ликвидности нанесло серьезный ущерб конгломератной модели построения бизнеса, сочетаю-



щей несколько направлений деятельности.

Компании вынуждены изыскивать внутренние источники поддержания ликвидности и обеспечения жизнеспособности профильного бизнеса. Непрофильные активы будут продаваться с целью концентрации на основном направлении деятельности. Покупатели найдутся, поскольку кризис ликвидности серьезно девальвировал стоимость бизнеса и создал необходимый зазор недооцененности. Тем самым круг потенциальных компаний — объектов для поглощения существенно расширился.

Объем российского рынка слияний и поглощений составил по итогам 2007 г. 10% ВВП и показал прирост в 25% за первое полугодие текущего года (рис. 9). Стоимость корпоративных интеграций за 6 месяцев 2008 г. оценивается в 72 млрд долл.<sup>1</sup>

Новый виток эскалации экономической нестабильности, происшедший в начале осени, совпал с активизацией процессов перехода корпоративного контроля. Статистика наиболее значимых сделок на внутреннем рынке выводит в лидеры рынка по изменению отношений собственности финансово-банковскую сферу, строительство и девелопмент, а также розничную торговлю (рис. 10). Это наименее инертные сферы экономики, быстро реагирующие на изменения внешней среды. В 2009 г. на рынке возможно усиление отраслевой диверсификации за счет роста числа сделок в промышленном сегменте.

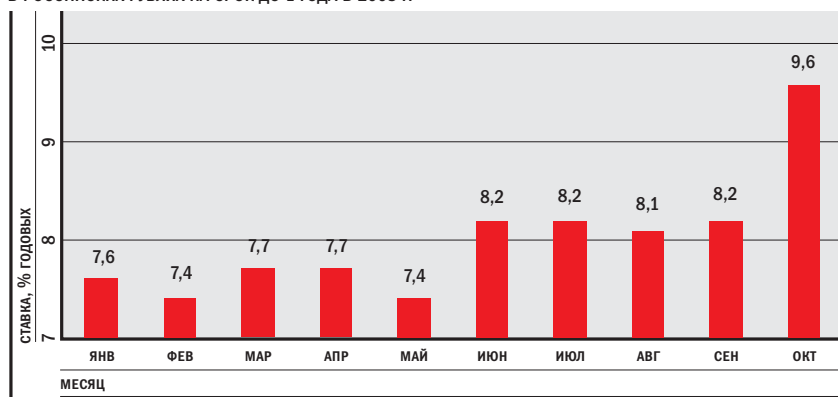
Нестабильность в экономике будет способствовать дальнейшему усилению консолидации активов и изменению бизнес-ландшафта по следующим причинам:

- в условиях оскудения долговых ресурсов предложение доли в бизнесе является наиболее значимым источником обеспечения предприятия фондами развития за счет внешнего финансирования;

- критерии оценки компании для получения доступа к финансированию с открытого рынка капитала будут ужесточаться в сторону роста объемных показателей;

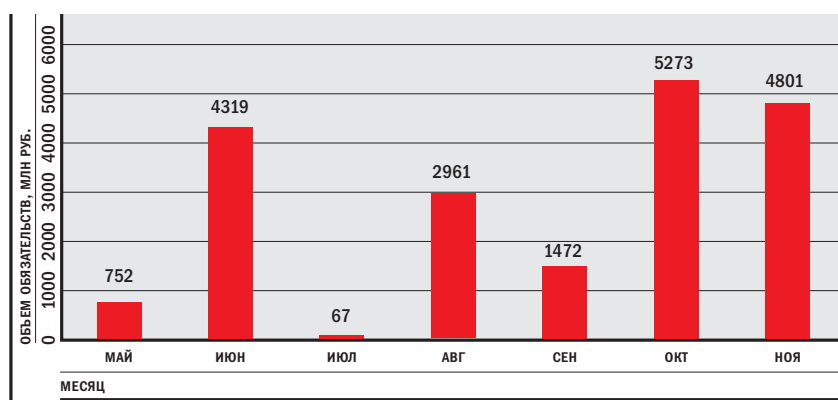
- в периоды нестабильности роль государства в управлении экономикой растет. Одним из проявлений усиления госрегулирования является активизация государственных инвестиционных фондов. Общая стоимость активов госфондов находится в пределах 3,0–3,7 трлн долл., что, по данным *J.P.Morgan*, многократно

**Рисунок 4. СРЕДНЯЯ СТАВКА ПО ДЕПОЗИТАМ НАСЕЛЕНИЯ (КРОМЕ ДЕПОЗИТОВ ДО ВОСТРЕБОВАНИЯ) В РОССИЙСКИХ РУБЛЯХ НА СРОК ДО 1 ГОДА В 2008 Г.**

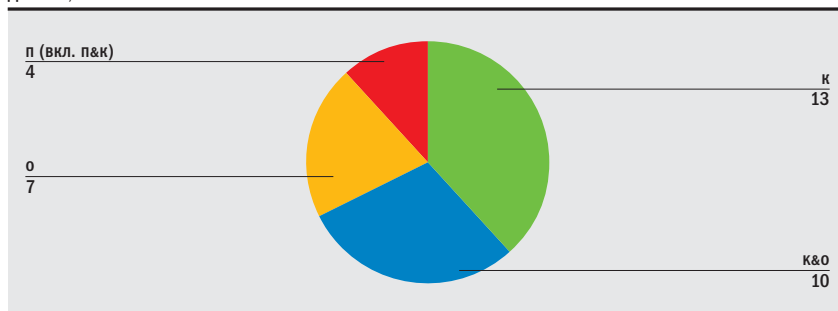


Источник: Банк России.

**Рисунок 5. ОБЪЕМ НЕВЫПОЛНЕННЫХ В СРОК ОБЯЗАТЕЛЬСТВ В 2008 Г.**

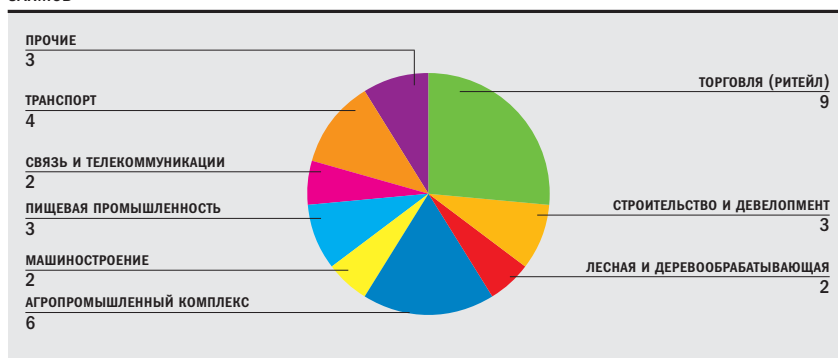


**Рисунок 6. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ, ПО КОТОРЫМ ПРОИЗОШЕЛ ТЕХНИЧЕСКИЙ ДЕФОЛТ, ПО КАТЕГОРИЯМ ПЛАТЕЖНОГО СОБЫТИЯ**



Источник: ЗАО «БФА».

**Рисунок 7. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ ПО ЧИСЛУ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ**

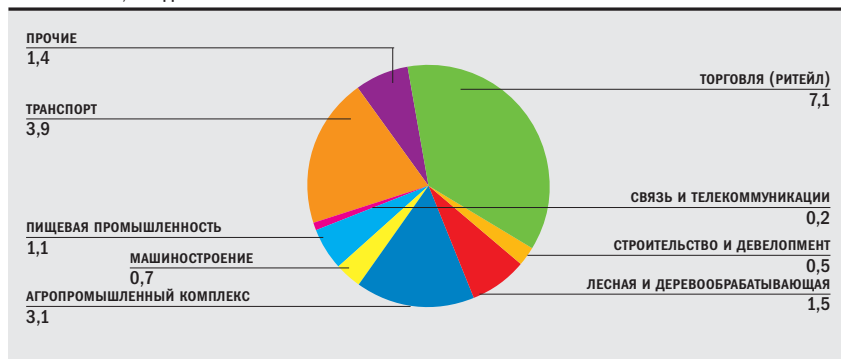


Источник: ЗАО «БФА».

<sup>1</sup> Источник: [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru).

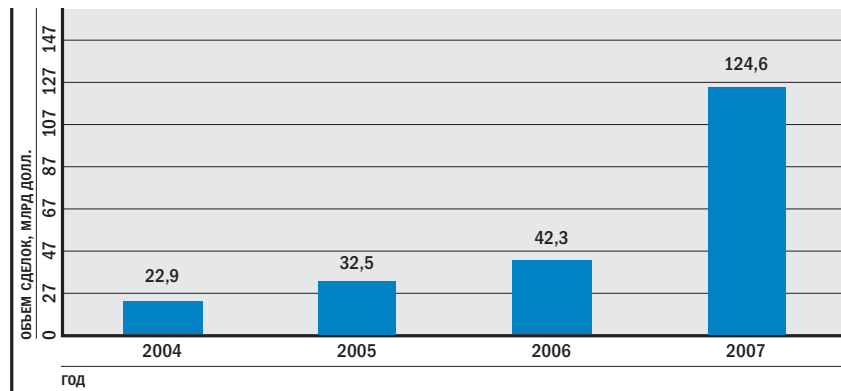


**Рисунок 8. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ ПО ОБЪЕМУ ПРОСРОЧЕННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, МЛРД РУБ.**



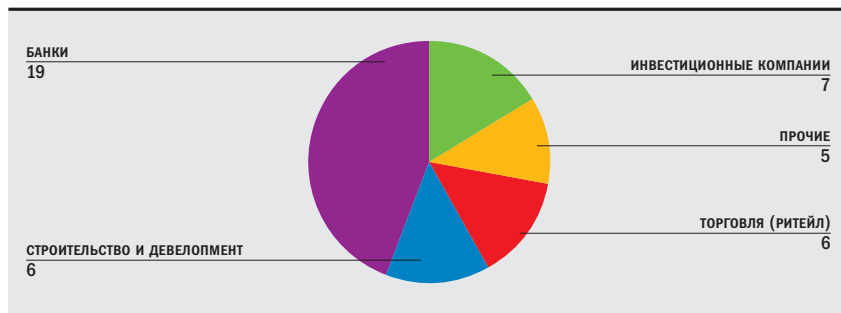
Источник: ЗАО «БФА».

**Рисунок 9. ДИНАМИКА ОБЪЕМА СДЕЛОК НА РЫНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**



Источник: Аналитическая группа M&A-Intelligence.

**Рисунок 10. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО ЧИСЛУ СДЕЛОК НА РЫНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ОСЕНЬЮ 2008 Г.**



Источник: ЗАО «БФА».

#### КРУПНЕЙШИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Фонд	Страна	Год основания	Активы, млрд долл.
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	ОАЭ	1976	500–1000
Government Pension Fund – Global	Норвегия	1990	370
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Сингапур	1981	200–330
Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA)	Саудовская Аравия	1952	327
Kuwait Investment Authority (KIA)	Кувейт	1960	210–250
China Investment Corporation (CIC)	Китай	2007	200

Источник: J.P.Morgan.

превышает активы всех хедж-фондов. По некоторым оценкам, к 2012 г. стоимость активов под управлением госфондов возрастет до 9,3 трлн долл. В среднесрочной перспективе именно фонды государственных инвестиций могут стать наиболее важными «конечными», базовыми участниками фондового рынка.

Большинство наиболее значимых фондов сконцентрировано в Ближневосточном регионе и Юго-Восточной Азии (см. таблицу). Среди российских объектов для размещения средств им интересны активы в промышленности и инфраструктурной сфере.

Другим проявлением управленческих воздействий со стороны государства являются законодательные инициативы, направленные на модификацию финансовых рынков, среди которых можно выделить следующие:

- Планируемое исключение из нормативных актов положения о безусловном праве кредиторов на досрочное погашение долга в случае реорганизации компании или банка. Отмена обязательной оферты при реорганизации в текущих условиях актуальна, поскольку:

- консолидация во всех отраслях ускорируется;

- в период кризиса ликвидности вероятность того, что кредиторы воспользуются своим правом досрочного погашения обязательств, резко возросла, а найти рефинансирование очень сложно.

- Предложения по смягчению процедуры согласования в Федеральной антимонопольной службе РФ сделок по слияниям и поглощениям.

- Ожидаемый до конца года законопроект об институте общего собрания владельцев облигаций как механизме консолидации их мнений.

В заключение хотелось бы отметить, что текущий период нестабильности уравнивал шансы компаний, которые с точки зрения корпоративных и финансовых критериев уже были готовы к привлечению инвестиций с публичных рынков, и компаний, которые в данный момент начали (или начнут) готовиться к привлечению финансирования с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

После адаптации к новым экономическим условиям больше шансов привлечь финансирование будет у компаний с прозрачной корпоративной структурой, проработанной стратегией развития и высокой финансовой дисциплиной. ■

# КРИЗИС — ЭТО НЕ ОТСУТСТВИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ, А ПОВОД МОБИЛИЗОВАТЬСЯ

Наблюдающийся в настоящее время кризис ликвидности и падение потребительского спроса затрагивают весь мир. Отмечается замедление роста ВВП всех без исключения стран мирового сообщества. По оценкам экспертов, эта ситуация затянется. Американские эксперты прогнозируют подъем экономики развитых стран не ранее 2011 г.<sup>1</sup>

## АДМИНИСТРАТИВНЫЕ АНТИКРИЗИСНЫЕ МЕРЫ ПО ПОДДЕРЖАНИЮ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ И БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

Для России происходящее снижение с августа 2008 г. всех экономических показателей и финансовых индексов существенно отличается от кризисной ситуации 1998 г. Из финансового кризиса 1998 г. наша страна вышла практически за один год. Преодоление сегодняшней ситуации займет больше времени, поскольку спад затрагивает все сферы экономической деятельности: производственную, банковскую, социальную.

В банковской сфере, кроме всего прочего, наблюдается кризис недоверия. Банки закрывают ранее установленные лимиты на партнеров. И такое положение дел характерно не только для отечественных банков. Во Франции для преодоления кризиса недоверия в банковском сообществе четыре крупнейших банка страны создали пул взаимной поддержки. У российской банковской системы достаточный запас прочности. К тому же ей оказывается серьезная поддержка со стороны государства на всех уровнях бюджета, как федерального, так и субфедерального. Разрабатываются и реализуются в кратчайшие сроки конкретные меры по поддержанию ликвидности в банковских операциях.

Что же привело к такой сложной ситуации в банковской сфере? Назовем основные причины:

- меньше стали уделять внимания оценке рисков;
- нарушено соотношение активов и пассивов;
- «короткие» пассивы у банков;
- использование для промышленного кредитования депозитных вкладов населения;

- пенсионные накопления не задействованы в качестве «длинных» пассивов;
- население не знает обо всех пенсионных программах, в том числе и о программах с участием государства.

К негативным тенденциям в производственной сфере последних 2–3 лет можно отнести тот факт, что рост зарплат в целом по стране превышал рост производительности труда. В погоне за увеличением объемов производства забывалось о внедрении новых инновационных технологий.

Но, по мнению экспертов, в данной кризисной ситуации есть и ряд положительных моментов. Например, остановлен перегрев цен на строительные материалы (бетон, цемент и пр.). Правительству Санкт-Петербурга это дает возможность в большем объеме осуществлять капитальный ремонт жилого фонда и строительство, используя средства субфедерального бюджета.

В условиях финансового кризиса Администрация Санкт-Петербурга произвела пересмотр доходной и расходной частей бюджета в сторону уменьшения. Правительство города будет «привыкать жить по средствам» — такую позицию высказал Председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга **Эдуард Батанов**. В рамках городской программы заморожено создание новых учреждений и аннулированы вакансии в бюджетной сфере.

В целом Санкт-Петербург готов к кризису. По заявлению Э. Батанова, у города практически нет долга. Рост доходов субфедерального бюджета в 2008 г. составил 20%. В 2009 г. увеличение доходов бюджета планируется на уровне 12%. Поскольку нет долга, отсутствует и проблема его обслуживания и рефинансирования. На 2009 г. заимствования на открытом рынке предполагаются в объеме не более 7 млрд руб. по ставке не выше 10% годовых. По более высокой ставке заимствования произведены не будут.

Город уделяет много внимания поддержке среднего бизнеса. По мнению заместителя председателя Комитета экономики, промышленной политики и торговли Санкт-Петербурга **Дмитрия Быкова**, «задача Комитета финансов — меньше дать денег, а Комитета экономики — больше выбить». В 2008 г. на поддержку предприятий средней капитализации было направлено 400 млн руб., а в 2009 г. планируется направить 600 млн руб. «Эти деньги не попадут под сокращение ни при каких условиях», — заявил Д. Быков.

Стимулирование спроса — мировая практика оживления экономики. В 2009 г. предполагается увеличить заработную плату работников бюджетной сферы — врачей, учителей и т. д. — на 22%, что при любом развитии экономической ситуации в России превышает уровень инфляции. Администрация города рассматривает эти меры как свой вклад в стимулирование потребительского спроса населения.

Большое внимание уделяется развитию инфраструктуры Санкт-Петербурга (строительство дорог, линий метрополитена). На эти цели в 2009 г. решено потратить на 2 млрд руб. больше, чем в 2008 г. Строительство муниципального жилья на 2009 г. запланировано в объеме 700 тыс. кв. м.

Правительство города уделяет особое внимание стабилизации зернового рынка. С производителями хлебопекарной продукции заключены соглашения о фиксации цены на ее «социальные» сорта.

В сложившихся условиях каждый банк решает проблему сохранения своего бизнеса самостоятельно. Тем не менее Администрация Санкт-Петербурга участвует в создании банковского пула для обеспечения системы кредитования внутри города и выделяет средства на этот проект. Кроме того, Администрация города обсуждает с ведущими банками вопросы кредитования крупного бизнеса.

<sup>1</sup> Обзор подготовлен по материалам семинара «Финансовые возможности для развития бизнеса в условиях финансового кризиса и послекризисный период», прошедшего в Санкт-Петербурге 13 ноября 2008 г.





Представители Правительства Санкт-Петербурга призвали готовиться к затяжному периоду неопределенности. На восстановление банковской сферы потребуется достаточно много времени. С другой стороны, по сравнению с 1998 г. государство оказывает банковской сфере финансовую поддержку. В дальнейшем, по мнению Д. Быкова, «все будет более рационально в оценке рисков — и банковская сфера, и реальный сектор. Все будет грамотно подходить к образованию себестоимости. Такой ситуации, которую мы наблюдали последние 2 года, когда брался банковский кредит, затем занимались более дешевые деньги на открытом рынке, проводилось рефинансирование банковского кредита, а потом, пользуясь репутацией хорошего заемщика, брался в банке кредитный ресурс под еще более низкий процент, больше не будет».

Администрация города проводила встречу с представителями банковского сообщества Санкт-Петербурга. Из 18 банков только один заявил о том, что прекращает кредитование предприятий малого и среднего бизнеса. Остальные сказали, что в дальнейшем их подход к кредитованию будет более взвешенным. Если залоговые кредиты ранее выдавались под 70% обеспечения, то теперь банки будут требовать залоговое обеспечение до 150%, и такая ситуация не только в Санкт-Петербурге, но и в Москве.

Какие меры принимает Правительство Санкт-Петербурга для поддержания реального сектора экономики региона? Созданы венчурный фонд и фонд предпринимательства. Администрация города субсидирует кредитную ставку для производственной сферы и не субсидирует для предприятий торговли. Предусмотрено

возмещение арендной платы из бюджета до 50%, или до 750 тыс. руб., для предприятий, занимающихся производственной деятельностью. Субсидии на электроэнергию и электроподключение до конца 2008 г. составят 50%. С 1 января 2009 г. плата за электроподключение будет уменьшена в 2 раза.

Другая мера по поддержанию предприятий реального сектора средней капитализации — повышение чистой прибыли за счет снижения налоговой нагрузки путем сокращения налога на имущество. Это большая помощь для фондоемких предприятий. Такая возможность предусмотрена в Налоговом кодексе РФ, и Администрация города намерена ею воспользоваться.

Еще одна мера по поддержанию реального сектора — размещение государственного и городского заказа. Сегодня только 4% городского заказа размещается у предприятий-монополистов; 60% — у предприятий малой и средней капитализации. Администрация Санкт-Петербурга готова пойти на дробление лотов государственного заказа. Это серьезный инструмент поддержки в ситуации, когда у многих предприятий наблюдаются проблемы с ликвидностью. Кроме того, это устанавливает интерактивный режим общения Администрации города и бизнеса.

Администрация Санкт-Петербурга стимулирует создание отраслевых ассоциаций с целью упрощения процедуры доступа к рынкам сбыта. Совместно с торгово-промышленной палатой Санкт-Петербурга Администрация способствует продвижению продукции предприятий города за пределами Северо-Западного региона.

На субфедеральном уровне готовится пакет законов о защите малого и средне-

го бизнеса, устраняются административные барьеры при получении разрешений на строительство. По данным аналитиков Всемирного банка, чтобы начать строительство в России, необходимо получить 50 разрешительных документов и потратить на это более 700 рабочих дней. Так оценивают мировые аналитики возможность доступа к земельным участкам и строительству.

По мнению Генерального директора ОАО «Фонд имущества Санкт-Петербурга» **Андрея Степаненко**, «резкое снижение цен на недвижимость может быть оправдано». На сегодняшний день в Санкт-Петербурге стоимость 1 кв. м жилой площади экономкласса оценивается в 80–90 тыс. руб. Уже сейчас все строительные компании объявляют о 15%-ной скидке, а если покупатель готов сразу оплатить стоимость квартиры, скидка составляет 40%.

В настоящее время город планирует сократить свое участие в долевом строительстве и сконцентрироваться на приобретении готовых квартир у компаний, которые зарегистрировали права собственности на реализуемое жилье, поскольку на сегодняшний день все сроки строительства в Санкт-Петербурге и Москве практически заморожены. На приобретение социального жилья предусмотрено 12,5 млрд руб., на конкурсной основе планируется приобрести 4,5 тыс. квартир. А 100%-ная оплата — действенная поддержка со стороны города строительному комплексу в этой непростой ситуации. Цена, по которой Администрация Санкт-Петербурга собирается покупать жилье, составляет 47 тыс. руб. за 1 кв. м. Сюда входит себестоимость плюс небольшая рентабельность. Естественно, речь идет о социальном жилье, а не об элитных квартирах или жилье биз-



Е. Семькина, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург»; Г. Рожков, Генеральный директор НП «Санкт-Петербург — Лондон 2003»; Э. Батанов, Председатель Комитета финансов Санкт-Петербурга; Д. Быков, Заместитель Председателя Комитета экономического развития, промышленной политики и торговли Санкт-Петербурга; А. Степаненко, Генеральный директор ОАО «Фонд имущества Санкт-Петербурга»; Д. Куракин, Заместитель Председателя Комитета по управлению городским имуществом Санкт-Петербурга



нес-класса. Строительство домов началось 2 года назад. И, по мнению Администрации города, говорить о 100%-ной рентабельности в данном случае неоправданно — рентабельности в 5% вполне достаточно. В условиях кризиса лучше выручить живые деньги и продолжить свои проекты. Американский лозунг: «Режьте себестоимость в период кризиса: прибыль — ничто, ликвидность — все!»

Город покупает квартиры для очередников (на сегодняшний день их насчитывается 8 тыс.) и тем самым выполняет свои социальные функции, а не просто поддерживает строительный сектор. Фонд имущества Санкт-Петербурга планирует приобрести на аукционной основе 5 тыс. квартир. До мая 2010 г. Комитет по строительству Санкт-Петербурга предполагает построить 4 тыс. квартир.

Город оказывает поддержку банкам по кредитованию строительства домов, но только для тех строительных компаний, которые предоставляют большую часть квартир под городскую социальную программу.

## ОЦЕНКА СИТУАЦИИ В БАНКОВСКОЙ СФЕРЕ БАНКИРАМИ

В различных регионах России ситуация в банковской сфере разная. Утрачен один из источников ликвидности — кредитование иностранными банками российских банков. Оказалось, что на российском рынке не было инвестиционных денег, а были только спекулятивные. И они ушли безвозвратно. Минимизировались внешние источники привлечения российскими банками дополнительной ликвидности.

К кризисным явлениям привели как рост капитализации бизнеса, так и недостаточная работа риск-менеджмента. Отрасли промышленности, которые развивались самыми быстрыми темпами, на сегодняшний день являются наиболее проблемными сегментами для банков. И это именно те отрасли, которые первыми обратились за помощью к государству: сетевой ритейл, строительство и девелоперы. Ну и, конечно, сами банки. С банков нельзя снимать вину за происходящие кризисные явления. С одной стороны, они сами себя довели до такого состояния, с другой — во всем потакали желаниям клиентов. Много ли проектов финансировалось проектными сделками? Проектные сделки долгосрочны. «Короткие» деньги производственные предприятия получали дешево, и банки им в этом не препятствовали.

Естественно, банковская система неоднородна. Можно выделить три основные категории банков. К первой категории от-

носятся государственные банки: Сбербанк России, ВТБ, Россельхозбанк. Денежной массы у этой группы банков достаточно, кредиты выдавать они будут, но осторожно.

Ко второй категории относятся частные универсальные банки, входящие в первую двадцатку: Альфа-Банк, УРАЛСИБ, Банк «Санкт-Петербург» и др. У таких банков денег достаточно для поддержания ликвидности и даже для покупки проблемных банков, но, скорее всего, они будут формировать «подушку» ликвидности на первую половину 2009 г.



А. Титов, ЗАО «Безопасные Технологии»; Е. Семькина, филиал «НДЦ — Санкт-Петербург»; Я. Столяр, ООО «Эксперт-Система»; Н. Лазунина, ЗАО «ПЦР»; Ю. Власенкова, ОАО «СИАБ»; А. Горелов, ООО «Прогресс-Нева Лизинг»

К третьей категории относятся все остальные банки. Эта группа самая разнородная и непредсказуемая. В кризисной ситуации все будет зависеть от менеджмента конкретного банка. Кого-то спасут, а кого-то и спасать будет бессмысленно. Предприятиям реального сектора придется самостоятельно принимать решение, с какими из банков сотрудничать.

Вложения в ценные бумаги, девелоперские проекты, «короткие» пассивы (использование депозитов и вкладов физических лиц как кредитные ресурсы) — все это вместе создало серьезные проблемы для банковского сектора. Основными мерами по преодолению сложившейся ситуации являются вливания ликвидности и санация проблемных банков. Однако эффективность этих мер заранее оценить невозможно.

В октябре государство сгладило мгновенный кризис ликвидности. Но говорить, что на сегодняшний день Россия справилась с кризисными явлениями, нельзя. Те суммы, которые поступают на поддержание банковского сектора, не могут значительно улучшить ситуацию, однако, возможно, сдержат ее негативное развитие. Банки пересматривают проекты, сокращают штаты, высвобождают ликвидность, чтобы использовать ее на рынке кредитования.

Дополнительным фактором нестабильности банковской системы является

эмоциональный фон населения. Так, например, за 2 недели октября жители Нижнего Новгорода сняли со своих вкладов 12 млрд руб., из них 6 млрд руб. — со счетов в Сбербанке. А в Волгограде клиенты Банка «ВТБ 24» стояли ночами в очереди, чтобы забрать свои вклады из достаточно надежного банка.

## ВЫВОДЫ

В ближайшие полгода предприятия реального сектора малой и средней капита-

лизации будут находиться в лучшей ситуации в части банковского кредитования. Этой категории предприятий будет оказана финансовая поддержка со стороны государства. Явные и скрытые дефолты в виде реструктуризации долга коснутся крупных заемщиков. Деньги, которые не смогут возратить «плохие» заемщики, не будут поступать «хорошим». Как обычно, «хорошие» заемщики будут платить за «плохих». Это приведет к ужесточению требований к заемщикам со стороны банковской системы.

По сравнению с другими регионами России с финансовой точки зрения Санкт-Петербург находится в весьма хорошем положении. Сегодня в городе не наблюдается кризис неплатежей, однако он дойдет и до Санкт-Петербурга, и тогда придется вспомнить о векселях и вексельных схемах расчетов.

Кредитных ставок ниже 18% годовых не будет. Скорее всего, они будут колебаться в пределах 20–30% годовых, но тем не менее ими будут пользоваться.

Современное состояние мировой экономики вызвано цикличностью развития. Все мировые аналитики сходятся во мнении, что поступательность развития экономики никто не отменял. ■

**Елена Семькина**

Советник Президента ММВБ, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург»



АНАСТАСИЯ МЕЩЕРОВА

Начальник торгово-депозитарного управления  
Самарской валютной межбанковской биржи

## РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА САМАРСКОЙ ОБЛАСТИ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 3 ГОДА

С 2005 г. в Самарской области наблюдается интенсивный рост инвестиционных услуг. Стабильная экономическая ситуация в стране в целом и популяризация инвестиционной культуры в частности способствовали активному предложению свободных финансовых ресурсов со стороны юридических лиц и населения.

За последние 3 года на рынке Самарской области появилось 18 новых инвестиционных компаний, 5 из которых получили все 4 вида лицензий профучастника (см. таблицу); 4 из этих компаний стали членами Фондовой биржи ММВБ. Также получили необходимые лицензии для самостоятельных операций на фондовом рынке 4 банка, прежде не занимавшиеся фондовым сектором. Хорошо зарекомендовавшие себя на рынке крупные самарские инвестиционные компании — члены Фондовой биржи ММВБ смогли расширить свой пакет лицензий, что позволило им диверсифицировать ассортимент предлагаемых инвестиционных услуг и увеличить свою филиальную сеть в регионе.

Факторами, способствующими росту инвестиционной культуры в регионе, стали внимание федеральных СМИ к фондовому рынку, а также реклама и многочисленные курсы и лекции, проводимые различными инвестиционными компаниями и банками, как местными, так и федеральными. Весомый вклад в повышение

образовательного уровня населения в инвестиционной сфере был внесен Самарской валютной межбанковской биржей и Самарским государственным экономическим университетом. Уже 3 года в рамках курса «Рынок ценных бумаг» для студентов проводятся еженедельные семинары по обучению работе на фондовой бирже, включая теоретические и практические занятия с использованием программ интернет-трейдинга. В результате по окончании вуза студенты владеют всеми необходимыми навыками о проведении операций на фондовом рынке. Они становятся клиентами самарских инвестиционных компаний, успешно трудоустраиваются в инвестиционные компании и банки. Таким образом, проблема «кадрового голода» в сфере инвестиционных услуг, стоявшая в начале 2000-х гг., была снята.

За последние 3 года, наряду с ростом инвестиционной культуры области, можно также отметить стремительно увеличивающееся число так называемых «потенциальных эмитентов». Листинг на Фондовой бир-

же ММВБ стал доступен для крупных предприятий региона: для 6 стратегических компаний, а также Министерства финансов Самарской области, разместивших свои облигации на Фондовой бирже ММВБ.

Кроме того, с 2006 по 2008 г. 11 значимых предприятий Самары и Тольятти разместили свои бумаги в котировальных листах *RTS Board*, т. е. в системе индикативных котировок, не требующей листинга и оплаты. Конечно, этот факт не свидетельствует о самом обращении данных бумаг на фондовом рынке, но, учитывая, что все размещения пришлось на 2007–2008 гг., можно говорить о том, что есть возможность для продвижения бумаг эмитентов на организованный рынок ценных бумаг для дальнейшего обращения, а сами котировки можно воспринимать как первые пробы эмитентов на фондовом рынке страны.

Анализируя направления инвестиционных услуг, предлагаемых банками и инвестиционными компаниями, можно с определенностью утверждать, что подавляющее число операций (80–90%) при-



ходится на брокерское обслуживание. То есть участники рынка предпочитают самостоятельно инвестировать собственные средства в фондовый рынок.

Другим направлением на региональном инвестиционном рынке является доверительное управление ценными бумагами. Наиболее популярным оно оказывается в ряду услуг крупных региональных банков. Этот способ инвестирования является довольно привлекательным для инвесторов, так как связан с определенными гарантиями возврата суммы вложения. Но, поскольку большинство инвестиционных компаний и банков области имеют лицензии доверительного управления, к этому виду услуг обращается незначительное число клиентов. Индивидуальное управление, как правило, подразумевает достаточно высокие стартовые суммы вложений и тарифы на обслуживание. По приблизительным оценкам, на этот вид операций приходится 5–10% от рынка услуг.

Относительно новой услугой на рынке являются открытые фонды банковского управления (ОФБУ). В настоящее время в Самарской области эта услуга активно предоставляется 4 банками — членами Фондовой биржи ММВБ. Сравнительное преимущество ОФБУ перед доверительным управлением — доступность широкому слою населения, т. е. низкие стартовые суммы, с которыми может обратиться клиент. Но, хотя эти фонды относятся к разряду коллективных инвестиций, их популярность в инвестиционной среде еще не так высока, как, скажем, ПИФов. По мнению самих профучастников, население пока не слишком хорошо осведомлено о таком виде услуг и требуется более широкая популяризация данного типа инвестиций. В среднем на ОФБУ прихо-

#### Число новых компаний, получивших лицензии

Тип лицензии	Количество компаний	
	Инвестиционные компании	Банки
Брокерская, дилерская, доверительное управление, депозитарная	5	2
Брокерская, дилерская, доверительное управление	4	2
По 2 лицензии (разные комбинации)	4	—
По 1 лицензии (разные виды)	5	—

дится приблизительно 5% обращений инвесторов.

Примечательной особенностью рынка инвестиционных услуг Самарской области является разделение ниш инвестиционных продуктов между местными региональными инвестиционными компаниями и филиалами иногородних организаций. Анализ рынка показывает, что филиалы иногородних инвестиционных компаний и банков занимают более активную позицию на рынке ПИФов. Практически все крупные филиалы инвестиционных компаний предлагают весьма богатый выбор собственных ПИФов либо являются агентами различных управляющих компаний. Рынок ПИФов стал популярным для широких слоев населения, при этом он не требует каких-либо существенных знаний в области фондового рынка, стартовые суммы вложений могут быть весьма незначительными, что делает его доступным для многих участников. Таким образом, на фондовый рынок страны привлекается все больше участников. Следует отметить, что острой конкуренции между местными и иногородними компаниями не существует и сегменты рынка, ориентирующиеся на определенные типы инвесторов, уже поделены.

На наш взгляд, нельзя не затронуть актуальный вопрос о том, как финансовый кризис повлиял на рядового инвестора и инвестиционный климат Самарской области. По опросам профучастников, картина в целом не трагичная, хотя и не везде однородная. Кризис в большей степени коснулся филиалов крупных инвестиционных банков, представленных в нашем городе, и компаний, специализирующихся на ПИФах. Если говорить о региональных компаниях и банках, то следует отметить, что как такового бегства инвесторов с рынка не было. Большинство клиентов занимают выжидательную позицию. Некоторые участники Фондовой биржи ММВБ констатируют даже приток обращений клиентов с целью открытия счета. Другими факторами, объясняющими отсутствие резкого падения обращений инвесторов, являются необоснованность паники на рынке банковских депозитов и поиск альтернативных способов вложения средств простым инвестором. Иной тип клиента видит в современном состоянии фондового рынка дно и пытается именно на этой стадии на него выйти. Таким образом, можно говорить о том, что инвестор Самарской области весьма оптимистично настроен и отнюдь не склонен поддаваться панике. ■

#### НОВОСТИ НДЦ

## НДЦ принял участие в IV Международной конференции СРО НФА «РЕПО и кредитование ценными бумагами: стратегии эффективного бизнеса»

10 декабря 2008 г. в Москве прошла IV Международная конференция СРО НФА «РЕПО и кредитование ценными бумагами: стратегии эффективного бизнеса», соорганизатором которой выступил НДЦ.

Президент ЗАО ММВБ **Константин Корищенко** познакомил собравшихся с практикой и перспективами развития механизмов использования Центрального контрагента на рынках в Группе ММВБ.

Выступление Директора НДЦ **Николая Егорова** было посвящено новым технологическим решениям в области проведения расчетов по ценным бумагам. Он рассказал о расчетных услугах

компаний Группы ММВБ, задействованных в технологическом процессе, и о существенном увеличении в последнее время нагрузки на торговые и расчетные сервисы НДЦ. Н. Егоров подчеркнул необходимость дальнейшего совершенствования технологии «моста» НДЦ–ДКК, а также сообщил о планах введения нового инструмента расчетов на условиях «поставка против платежа» совместно с *Euroclear* и *Clearstream* и схемы кредитования ценными бумагами.

Более подробно вопросы реализации проекта кредитования ценными бумагами в России были освещены в докладе Директора по развитию НДЦ **Марии Ивановой**.

**Ярослав Целин**

специалист Управления маркетинга  
и исследований ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»

## РЕГИСТРАТОРЫ ПОМОГУТ НАЙТИ ВЫХОД ИЗ КРИЗИСА

Бытует мнение, что основным мотивом обращения компаний к услугам регистраторов являются строгие требования регулятора к ведению реестра владельцев ценных бумаг. Тем не менее все более очевидным становится тот факт, что ведущие регистраторы не только накопили значительный опыт в своей области, но и готовы предложить своим клиентам расширенный сервис по смежным вопросам. Опыт и технологичность регистраторов, наряду с гибкостью работы, позволяют им предоставить компаниям-клиентам уникальные возможности в период кризиса.

### **СИТУАЦИЯ: НОВЫЕ АКЦЕНТЫ И ПЕРЕСМОТР СТРАТЕГИЙ**

В условиях кризиса одни компании вынуждены сворачивать бизнес, другие стоят на грани между существованием и выживанием, а третьи пересматривают свои возможности и ищут наиболее востребованные способы диверсификации и ведения бизнеса. Естественно, что в сфере финансовых услуг последний вариант приобретает особое значение для всех участников процесса, поскольку позволяет найти взаимовыгодные способы преодоления кризисной ситуации. Рассмотрим потенциал рынка регистраторских услуг и возможные решения злободневных вопросов, которые стоят сегодня практически перед каждой компанией независимо от сферы ее деятельности.

Экономическая нестабильность заставляет менеджмент компаний переключить внимание с активной экспансии и расширения бизнеса на строгий контроль над издержками и стимулирование органического роста. Новые условия работы зачастую требуют других знаний, опыта управления и скорости принятия решений. Это могут подтвердить собственники бизнеса, которые все чаще стали возвращаться к оперативному управлению компаниями.

Сложившаяся практика показывает, что антикризисный пакет мер чаще всего связан с выстраиванием системы *cost management*, оптимизацией управленческой структуры и активов. С другой стороны, особую актуальность приобретают и механизмы привлечения средств для увеличения оборотного капитала. Эффективные способы решения таких вопросов имелись у регистраторов и в докризисную эпоху, но в дан-

ный момент эти методики могут быть рассмотрены под другим углом зрения. Речь идет о ключевых компетенциях и естественных преимуществах регистраторов как профессиональных участников рынка ценных бумаг, их опыте работы в решении проблем, связанных с корпоративными действиями эмитентов. Скоординированное взаимодействие с регистратором позволяет внести вклад в каждый из вышеперечисленных аспектов антикризисной деятельности.

Обслуживание корпоративных действий не терпит непрофессионализма. Деятельность регистраторов лицензирована и находится под строгим контролем регулирующих органов, поэтому независимо от кризисной ситуации крупные регистраторы обладают более чем достаточным опытом, развитой инфраструктурой и технологиями для безупречного выполнения требований эмитентов. Итак, рассмотрим конкретные примеры.



## ЗАДАЧА ПЕРВАЯ: СОКРАЩЕНИЕ ИЗДЕРЖЕК

Традиционно компании сокращают собственные издержки в первую очередь за счет снижения зарплат и увольнения персонала. В лучшем случае руководители пересматривают функционал сотрудников для устранения дублирующих функций и перераспределения обязанностей, что, к сожалению, не всегда является оптимальным вариантом.

В конце 2007 г. ФСФР России принял Приказ №07-113/пз-н, который, среди прочего, предусматривал обязательное наличие в штате эмитентов<sup>1</sup>, ведущих реестр самостоятельно, аттестованных специалистов по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Приказ вызвал неоднозначную реакцию у заинтересованных сторон и спровоцировал бурную дискуссию, в ходе которой обсуждался главным образом вопрос о рациональности наличия в штате специалиста, чья подготовка требует значительных вложений и конкурентной зарплаты. В результате всем стало очевидно, что обслуживание у регистратора позволяет оптимизировать подобные издержки. Более того, помимо снижения затрат на специалиста, возможности пользоваться профессиональным сервисом и инфраструктурой, эмитент получал дополнительные гарантии и защиту от рисков в виде потери информации со всеми вытекающими последствиями.

Вернемся к вопросу о перераспределении функций. Необходимо отметить, что решение обязать непрофильного специалиста, незнакомого с особенностями корпоративного права, например вашего бухгалтера или кадровика, вести реестр неизбежно повлечет за собой определенные риски (сотрудник заболел, уволился или ушел с базой данных к конкуренту) и расходы. Ведение реестра — это та услуга, на которой даже в условиях кризиса можно сэкономить, доверив ее профессиональному регистратору.

## ЗАДАЧА ВТОРАЯ: УСКОРЕНИЕ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ НА ВСЕХ УРОВНЯХ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Время — деньги. От скорости принятия решения может зависеть стабильная работа бизнеса, а иногда и его дальнейшая судьба. Появляется необходимость проводить сделки, по которым решение не может быть принято исключительно ге-

неральным директором. Например, в случаях, когда речь идет о получении кредита, продаже крупных непрофильных активов, необходимо решение совета директоров или собрания акционеров.

Привлечение регистраторов к обслуживанию собраний акционеров (подготовка списков акционеров, выполнение функций счетной комиссии) является нормой: в одних случаях законодательной, в других — деловой. В условиях, когда фактор времени играет решающую роль, ресурсы и возможности регистраторов по снижению повышенного давления на совет директоров особенно важны для управления компанией. Подобные услуги, получившие название «Корпоративный секретарь», могут существенно упростить работу корпоративного блока и обычно включают в себя полное документарное обеспечение проведения совета директоров, раскрытие необходимой информации, координацию заседаний и т. п.

В тех случаях, когда меняется структура корпоративного управления или происходит перераспределение полномочий внутри нее, регистратор может представить исчерпывающую информацию обо всех предусмотренных в этом случае требованиях закона и необходимых документах.

Эти возможности особенно актуальны для холдинговых компаний, которым может потребоваться снизить затраты на обслуживание структуры, изменить ее, провести оптимизацию, продать часть активов. Регистраторы, как правило, готовы проконсультировать клиента относительно новой структуры собственности в холдинге и предоставить сервис по техническому обеспечению этих процедур и проведению операций с ценными бумагами холдинговых компаний.

## ЗАДАЧА ТРЕТЬЯ: КОНТРОЛЬ НАД ЛИКВИДНОСТЬЮ

Контроль над ликвидностью — самая сложная задача, решение которой сегодня наиболее актуально. Пока рассчитывать на дополнительное финансирование через открытый рынок не приходится, но рано или поздно процесс привлечения кредитов и средств инвесторов через выпуск ценных бумаг возобновится. К сожалению, в данном случае регистратор не может помочь своему клиенту напрямую, но даже сейчас есть возможности применения существовавшей ранее практики.

В качестве примера такой практики можно привести сложившиеся нормы взаимодействия эмитента, регистратора и банка

в случае залога акций. Более широкое взаимодействие с регистратором при проведении подобных операций дает возможность контрагентам гарантировать банку сохранность залога и выполнение кредитного договора, а эмитенту — высокий уровень сервиса и другие преимущества работы с лицензированным реестродержателем.

То же самое можно сказать и об организации эмиссий для привлечения институциональных инвесторов и конкретных собственников компании, готовых вкладывать средства в свой бизнес. Здесь регистратор может не только осуществлять непосредственно операции в реестре, но и способен ускорить процесс за счет оказания помощи в юридическом сопровождении принятия решения об эмиссии, формировании необходимого пакета документов и консультаций на всех этапах.

Помимо перечисленных, существуют и другие ситуации, возникшие исключительно в результате кризиса, негативное влияние которых можно ослабить или даже полностью нивелировать с помощью профессионального регистратора. В качестве примера можно привести делистинг акций — меру, которая рассматривается акционерными обществами как способ снижения издержек.

Для получения и подтверждения статуса публичной компании необходимы значительные средства, определенная подготовка и соответствие правилам биржи, в том числе наличие независимых директоров, выстраивание IR-коммуникаций и т. п. В случае исключения ценных бумаг из котировальных списков по инициативе эмитента (делистинг) одной из немногих альтернатив для акционеров по продаже или покупке акций является обращение к регистратору, который полностью возьмет на себя сопровождение этой процедуры. Это особенно важно при наличии «социальных акционеров» — пенсионеров, работников компании, т. е. людей, не связанных с миром финансов. И если делистинг случился и объявлена оферта на выкуп акций, эмитенту будет выгодно заключить со своим регистратором договор на специальное обслуживание таких акционеров.

Подводя итог, следует отметить, что услуги регистраторов остаются востребованными и в непростых условиях кризиса, и есть еще очень много интересных предложений, связанных, например, с обслуживанием консолидации акционерного капитала или сделок M&A, которые, несмотря на снижение объемов в стоимостном выражении, не потеряли своей актуальности даже сейчас. ■

<sup>1</sup> Данное требование не распространялось на эмитентов именных ценных бумаг, все именные ценные бумаги которых учитываются в реестре владельцев именных ценных бумаг на одном лицевого счете владельца.



## НДЦ ПРИНЯЛ УЧАСТИЕ В V ФЕДЕРАЛЬНОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ФОРУМЕ И X ВСЕРОССИЙСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

18–19 ноября 2008 г. в Москве состоялся V Федеральный инвестиционный форум, организованный Советом Федерации Федерального Собрания РФ и журналом «Рынок ценных бумаг» при поддержке Министерства экономического развития РФ, Министерства финансов РФ, ФСФР России, с участием крупнейших представителей фондового рынка и его инфраструктуры, основных фондовых бирж России, ведущих банков, управляющих компаний, саморегулируемых организаций и объединений. Генеральным спонсором Форума выступил Национальный депозитарный центр.

Форум был посвящен причинам и последствиям мирового финансового кризиса, поиску мер, которые необходимо принять регуляторам, профучастникам, эмитентам и инвесторам для скорейшего восстановления рынка, а также вопросам развития новых технологий в инфраструктуре.

Представители Национального депозитарного центра познакомили участников Форума с современным уровнем развития финансовой инфраструктуры и ее работой в условиях турбулентности рынка.

Заместитель директора НДЦ **Эдди Астанин** отметил, что в результате кризиса по уровню развития фондового рынка Россия оказалась отброшена на 4–5 лет назад, поэтому регулирование рынка требует новых подходов. Сегодня впервые в современной России финансовый рынок стал важнейшей темой для государства. В этой связи особое внимание Э. Астанин уделил беспрецедентным инициати-

вам государства, направленным на поддержку и стабилизацию рынка: расширение Ломбардного списка Банка России и проведение беззалоговых аукционов Министерства финансов и Банка России в целях повышения эффективности системы рефинансирования банков, инициативы Правительства РФ по налоговому стимулированию операций с ценными бумагами, финансовой поддержке рынка и оперативное внесение необходимых поправок в законодательство, регулирующие финансовый рынок. Такие действия, по мнению Э. Астанина, создают реальную основу для решения амбициозной задачи формирования в России одного из мировых финансовых центров.

Было отмечено, что в настоящее время на рынке наблюдаются обесценение обеспечения по кредитным сделкам и дефицит финансовых инструментов, используемых в качестве обеспечения. Эту проблему можно решить, в том числе, путем допуска на российский рынок иностранных ценных бумаг, в первую очередь еврооблигаций.

Помимо этого, в области инфраструктуры финансового рынка актуальными задачами Э. Астанин считает создание Центрального депозитария и Центрального контрагента, переход на расчеты по сделкам со сроками исполнения  $T + 3$ , открытие и регулирование режима счетов номини для иностранных центральных депозитариев, переход на стандарты *ISO* в области электронного документооборота между участниками рынка, дальнейшее развитие технологий мультивалютных рас-

четов по сделкам на условиях «поставка против платежа».

Использование единых стандартов *ISO* как основное условие повышения эффективности взаимодействия профучастников и скорейшей интеграции в международную инфраструктуру стало темой выступления Директора по развитию НДЦ **Марии Ивановой** на конференции «Инфраструктура рынка ценных бумаг: курс на ЭДО», организованной в рамках Форума.

Тенденции в области стандартизации очевидны: стандарты *ISO* выбрали для использования при взаимодействии с клиентами и автоматизации бизнес-процессов ведущие международные центральные депозитарии (например, *STRATE*, *Euroclear*, *Clearstream*), а также крупнейшие игроки мировых финансовых рынков.

Применение стандартов *ISO* в области расчетов и корпоративных действий позволяет более рационально использовать кадровые ресурсы (постепенный отказ от ручной обработки поручений), снизить операционные и репутационные риски, увеличить масштабируемость бизнеса, улучшить уровень обслуживания клиентов, предоставляет возможность легкого и безопасного доступа на российский рынок для иностранных инвесторов, способствует повышению качества получаемой информации и в конечном счете уменьшению расходов профучастников.

Единые стандарты — одно из условий для построения глобального финансового центра, поэтому, подчеркнула М. Иванова, необходимо дальнейшее сотрудниче-



ство регулятора и участников рынка по преодолению факторов, препятствующих внедрению единых стандартов.

На конференции «Иностранные ценные бумаги» Заместитель начальника Управления корпоративных действий и взаимодействия с эмитентами НДЦ **Елена Ульянова** рассказала о порядке квалификации и приеме на обслуживание в НДЦ иностранных ценных бумаг, особенностях включения иностранных финансовых инструментов в перечень бумаг, допущенных Банком России к сделкам прямого внебиржевого РЕПО.

Е. Ульянова напомнила участникам требования стандартов *ISO*, регламентирующих работу с ценными бумагами и относящимися к ним финансовыми инструментами, а также требования Ассоциации национальных нумерующих агентств к отчетности о международных кодах *ISIN* и *CFI*.

НДЦ содействует участникам рынка в проведении процедуры квалификации иностранных финансовых инструментов и принимает на обслуживание иностранные ценные бумаги, отвечающие квалификационным требованиям.

По состоянию на 31 октября 2008 г. НДЦ получил и обработал запросы по более 9500 иностранных инструментов.

В настоящее время на обслуживание в НДЦ принимаются корпоративные еврооблигации и депозитарные расписки,



А. Коланьков, Э. Астанин, М. Малетин

и иностранные финансовые инструменты, прошедшие процедуру квалификации в соответствии с действующим российским законодательством, а также ценные бумаги, которые обслуживаются в *Clearstream Banking S.A.* или *Euroclear Bank S.A./N.V.*

НДЦ начал обслуживание АДР и ГДР (до конца 2008 г. предполагается принять около 50 расписок), в планах — расширение списка на обслуживание акций иностранных эмитентов.

Завершилась работа Форума торжественной церемонией награждения победителей XI Ежегодного Федерального конкурса годовых отчетов и корпоративных сайтов, участие в котором приняли более 150 компаний. По итогам конкурса Годовой от-

чет НДЦ за 2007 г. был награжден дипломом Медиагруппы «РЦБ» в специальной номинации «Гармоничность представления данных и оформления годового отчета».

На X Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг «Создание мирового финансового центра в России: возможности и перспективы», организованной Фондом «Институт фондового рынка и управления» 25 ноября 2008 г. в Москве, Национальный депозитарный центр выступил в качестве партнера секции. Информационным спонсором конференции стал журнал «Депозитариум».

НДЦ представила Директор по развитию М. Иванова. В своем выступлении она указала на основные направления развития Национального депозитарного центра, среди которых: совершенствование корпоративного управления (что особенно важно в связи с преобразованием НДЦ из некоммерческого партнерства в закрытое акционерное общество); внедрение новых сервисов и новой технологической платформы (повышение эффективности системы расчетов, создание Центрального контрагента, введение системы кредитования ценными бумагами); совершенствование системы управления рисками; развитие системы электронного документооборота на базе стандартов *ISO* (веб-доступ, ПО «Луч», *SWIFT*). ■



М. ИВАНОВА



# НДЦ ВЫСТУПИЛ СООРГАНИЗАТОРОМ СЕМИНАРА «УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ В КОМПАНИЯХ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ В УСЛОВИЯХ ВЫСОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ»

18 ноября 2008 г. в Санкт-Петербурге прошел семинар «УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ В КОМПАНИЯХ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ В УСЛОВИЯХ ВЫСОКОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ». Организатором семинара выступила Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) при поддержке Некоммерческого партнерства «НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР».



Е. СклярOVA, Директор по маркетингу ЗАО «ПЦР»; Н. Царькова, Начальник отдела ценных бумаг и аналитики ООО «Сэтл Групп»; В. Усенко, Директор Инвестиционного департамента ОАО «СИАБ»; Е. Семькина, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург»; З. Кашина, старший менеджер Департамента консультирования по налогообложению и праву «Делойт и Туш СНГ»

В работе семинара приняли участие представители 33 компаний реального сектора экономики Северо-Западного федерального округа, 17 региональных банков, инвестиционных и управляющих компаний, а также аудиторской компании и Администрации Санкт-Петербурга.

С докладами выступили специалисты ЗАО ММВБ, ФБ ММВБ, консалтинговой компании «Делойт и Туш СНГ», представители эмитента ООО «Сэтл Групп», Банка «Санкт-Петербург» и ЗАО «АЛОР-ИНВЕСТ».

Участниками была рассмотрена текущая ситуация на финансовых рынках и возможности хеджирования (минимизирования) рисков компаний, в том числе с помощью инструментов срочного рынка. В условиях кризиса ликвидности и нестабильности финансовых рынков особенно актуальным стал вопрос управления валютными и процентными рисками, как при привлечении внешнего финансирования, так и для защиты прибыльности экспортно-импортных операций.

В своем приветственном слове к участникам семинара Советник Президента

ММВБ, Директор филиала «НДЦ — Санкт-Петербург» **Елена Семькина** осветила текущую финансовую ситуацию в регионе с позиции представителя инфраструктуры фондового рынка. Она предложила проанализировать, что может предпринять финансовый менеджмент производственного предприятия с целью преодоления негативных тенденций, которые на данный момент главенствуют во взаимоотношениях реального и банковского секторов экономики.

Начальник отдела анализа и консультирования Центра по работе с эмитентами ЗАО ФБ ММВБ **Ярослав Вахитов** познакомил участников с инструментами фондового рынка для предприятий реального сектора экономики.

Начальник отдела ценных бумаг ООО «Сэтл Групп» **Наталья Царькова** поделилась с собравшимися успешным опытом прохождения оферты по облигационному займу предприятия средней капитализации. Она объяснила, почему для эмитента важно попасть в котировальный список наивысшей категории. Это дает возможность привлечь институциональных инве-

сторов (пенсионные фонды) и тем самым стабилизировать свои эмиссионные ценные бумаги даже в кризисной ситуации.

Наибольший интерес аудитории вызвало выступление Начальника отдела развития Управления ранка стандартных контрактов ЗАО ММВБ **Павла Соловьева**, который обрисовал конкретные шаги, которые необходимо предпринять финансовому менеджменту предприятия с любым уровнем капитализации, чтобы застраховать свои финансовые потоки от колебаний курсов валют в период неустойчивого состояния российской и мировой экономической системы.

Директор Дирекции операций на финансовых рынках ОАО Банк «Санкт-Петербург» **Константин Бобров** проанализировал текущую ситуацию на финансовых рынках и рассказал о практике использования инструментов хеджирования при обслуживании корпоративных клиентов банка.

Руководитель управления обслуживания клиентов ЗАО «АЛОР-ИНВЕСТ» **Людмила Тодуа** представила собравшимся стратегию снижения валютных и процентных рисков в компаниях, занимающихся производственной деятельностью.

В заключение семинара старший менеджер Департамента консультирования по налогообложению и праву «Делойт и Туш СНГ» **Зоя Кашина** рассказала об особенностях учета налогообложения срочных сделок.

В ходе семинара представители финансового менеджмента предприятий задавали много вопросов специалистам инвестиционно-банковского сообщества и инфраструктуры фондового рынка. Всех интересовало, каким образом будет развиваться экономическая ситуация в России и в мире и как предприятиям реального сектора экономики продолжать работать в таких непростых условиях. ■

# ТУРНИР НДЦ ПО БИЛЬЯРДУ

14 ноября 2008 г. в бильярдном клубе «15-й шар» прошел третий турнир по бильярду. В турнире приняли участие более 140 представителей инвестиционных компаний и банков — клиентов НДЦ. В рамках турнира состоялась церемония награждения победителей фотоконкурса «Дворцы и замки мира».

## Победители турнира по бильярду:

1-е место: **Виталий Хайруллин** (ФСФР России)

2-е место: **Арман Полежаев** (ООО «Ренессанс Брокер»)

## Состязание участников



## Награждение победителей турнира



## Награждение победителей фотоконкурса



# ФОТОКОНКУРС «ДВОРЦЫ И ЗАМКИ МИРА»

«Дворцы и замки мира» — под таким названием осенью уходящего года прошел ежегодный фотоконкурс, организованный НДЦ среди участников финансового рынка. Авторы, приславшие на конкурс свои работы, дали нам возможность прикоснуться к загадкам и тайнам этих величественных сооружений, которые на протяжении уже многих веков являются источником вдохновения художников, писателей и путешественников. Мы благодарим всех участников конкурса и представляем 12 лучших фотографий, которые по традиции украсят обложки журнала «Депозитарий» в 2009 г.



Замок Фредериксборг, Дания  
Людмила Александрова,  
ЗАО АКБ «НАЦИОНАЛЬНЫЙ КЛИРИНГОВЫЙ ЦЕНТР»



Блед, Словения  
Сергей Тихомиров, ГПБ (ОАО)



Замок Тракай, Литва  
Сергей Тихомиров, ГПБ (ОАО)



Дворец Будды, Япония  
Анна Якушева, ОАО «Альфа-Банк»



Замок Азей-ле-Ридо, Франция  
Сергей Мещерин, ЗАО ММВБ



Замок Пена, Португалия  
Светлана Толстоброва, ЗАО «Депозитарная компания "РЕГИОН"»



Замок Пелеш, Румыния  
Сергей Тихомиров, ГПБ (ОАО)



Замок Нойшванштайн, Германия  
Ольга Ульянова, НДЦ



Замок Сюлли, Франция  
Алексей Ечкало, ОАО АКБ «Металлинвестбанк»



Замок Беррери, Франция  
Алексей Ечкало, ОАО АКБ «Металлинвестбанк»



Замок Юссе, Франция  
Алексей Ечкало, ОАО АКБ «Металлинвестбанк»



Царицынский дворец, Россия  
Александр Николаев, ОАО ИК «Еврофинансы»



«КОЛЬЦЕВАНИЕ ПТИЦ широко используется для изучения биологии диких птиц. Поиманной 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)... Учитывая большое значение К. п. для изучения перелетов птиц, Международный орнитологический конгресс, состоявшийся в 1962 г. (Итака, США), создал Международный комитет по кольцеванию (штаб-квартира в Париже). Главы нац. центров и их представители — члены этого комитета.»

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

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

**Национальное нумерирующее агентство по России**

**Замещающее нумерирующее 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 нумерирующими агентствами других стран



*НДЦ поздравляет  
читателей журнала «Депозитариум»,  
всех своих клиентов и партнеров*



*С*  
*овым*  
*годо*  
*м*  
*и Рождеством!*

*2009*



*Пусть в наступающем году  
реализуются все Ваши планы,  
а новые победы принесут Вам  
благополучие и процветание!  
Мы благодарим Вас  
за сотрудничество и желаем,  
чтобы радость и тепло этих  
замечательных праздников  
сопровождали Вас весь год!*