

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Работа допущена к защите:
зав. кафедрой
проф. Миркин Я.М. _____

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему: **«Деятельность российских профессиональных участников
рынка ценных бумаг на международном рынке ценных бумаг»**

Студентки 5 курса,
группы К5-5
Института Кредита
Терпецкой А.В.

Руководитель:
проф.Рубцов Б.Б.

Научный консультант:
Литвиненко А.Ф.

Содержание

<i>Введение</i>	<i>3</i>
<i>Глава 1. Характеристика международного рынка ценных бумаг и перспективы его развития.</i>	<i>6</i>
1. Сущность, понятие и значение международного рынка ценных бумаг.	6
2. История выхода и позиционирования РФ на международном рынке ценных бумаг.	8
3. Анализ функционирования рынка и деятельности на нем российских профессиональных участников в 1998-2000 гг.	16
4. Перспективы дальнейшего развития международного рынка ценных бумаг и российских профессиональных участников в рамках данного рынка.	36
<i>Глава 2. Порядок обращения российских ценных бумаг на международном рынке и механизм взаимодействия российских инвестиционных институтов с инфраструктурными институтами рынка.</i>	<i>41</i>
1. Американские депозитарные расписки. Взаимодействие с расчетными центрами.	41
2. Еврооблигации и другие инструменты. Взаимодействие с европейскими расчетно-клиринговыми центрами.	60
<i>Глава 3. Основные виды деятельности, осуществляемые российскими профессиональными участниками рынка ценных бумаг на международном рынке.</i>	<i>66</i>
1. Услуги брокера	66
2. Депозитарная деятельность.	69
3. Прочие виды деятельности.	76
<i>Заключение</i>	<i>80</i>
<i>Список использованной литературы:</i>	<i>84</i>
<i>Приложения</i>	<i>88</i>

Введение

На сегодняшний день основной тенденцией мировой экономики в целом является глобальная интеграция всех сегментов экономик различных стран мира. Движение капитала в мировых масштабах характеризуется как увеличением объемов, так и ростом темпов оборота. Кроме всего прочего, следует отметить тот факт, что значительное число финансовых и промышленных институтов стран Запада превратились в настоящие транснациональные корпорации, что находит подтверждение в том числе и в их названиях- все чаще вместо слов "компания", "банк" можно услышать понятие "группа". Финансовые потребности экономических субъектов ряда стран уже не могут быть удовлетворены внутренними возможностями экономик государств в достаточном объеме. Привлечение иностранного капитала - стало едва ли не единственной возможностью дальнейшего развития ряда экономических субъектов государств.

В данной ситуации Россия также не может оставаться в стороне от указанного процесса. Проведение реформы экономической системы страны, направленной на становление рыночной экономики, не может обойти стороной и финансовый сектор. Наоборот, данный сегмент экономики нашего государства должен занимать передовые позиции, вовлекая в процесс укрепления рыночных отношений и другие сферы хозяйства. Важнейшими направлениями развития является становление банковского сектора страны, фондового рынка как механизмов привлечения капитала, заемных средств для других субъектов экономической системы и государства в частности.

Однако на сегодняшний день ни внутренние финансовые институты, ни прочие инвесторы не способны удовлетворить в полной степени потребностей промышленного сектора. И, именно, инвестиционные структуры призваны стать одним из связующих звеньев в процессе привлечения капитала российскими компаниями.

Немаловажным является также и фактор создания позитивного имиджа России в целом и, как следствие, российских банков, эмитентов, инструментов рынка. В том случае если указанная задача будет решена, появится возможность выхода на качественно новые уровни взаимоотношений с иностранными инвесторами, возможность цивилизованно и в несравнимо большем масштабе использовать мировой капитал для дальнейшего развития.

Позитивные перемены, произошедшие в последние годы, безусловно свидетельствуют о перспективности развития данного направления в деятельности российских инвестиционных институтов.

Актуальность темы. В настоящее время финансовый рынок России находится на стадии подъема, однако внутренних ресурсов для существенного и главное быстрого развития данного рынка не достаточно. Ввиду вышесказанного все большее количество российских компаний привлекает средства на международном рынке путем выпуска ценных бумаг и организации обращения уже выпущенных на указанном рынке. Кроме того, в процессе размещения свободных ресурсов российские инвесторы все в большей степени проявляют интерес по отношению к инструментам, обращающимся на международном рынке, а также взаимодействию с иностранными контрагентами. В данной ситуации важную роль играют российские инвестиционные институты, обеспечивающие связь между потенциальными покупателями и продавцами, эмитентами и инвесторами, взаимодействие с международными расчетными центрами. Степень интеграции российской и мировой экономик в целом, а также финансовой и фондовой составляющей в частности во многом определяется и обусловлено активным присутствием российских инвестиционных структур на международном рынке.

За последнее время в нашей стране было опубликовано достаточное количество работ, посвященных данной проблеме, что позволяет всесторонне

изучить как западный, так и российский опыт.

Цель работы. Целью данной работы является изучение механизма функционирования международного рынка ценных бумаг, форм взаимодействия элементов инфраструктуры рынка, выявление степени участия российских инвестиционных институтов в процессе обращения ценных бумаг на данном рынке, а также их роль в инвестиционном процессе.

Задачи работы. Для достижения поставленной цели необходимо решение ряда задач:

1. Изучить теоретические аспекты функционирования международного рынка ценных бумаг.
2. Проследить историю в разрезе присутствия российских эмитентов на данном рынке, а также участия российских инвестиционных институтов .
3. Проанализировать ситуацию, складывавшуюся в последнее время на международном рынке ценных бумаг, положение российских ценных бумаг на нем, а также результаты деятельности российских инвестиционных институтов.
4. Выявить структуру взаимодействия российских инвестиционных институтов с инфраструктурными институтами рынка.
5. Осветить практические аспекты осуществления российскими инвестиционными институтами деятельности на международном рынке ценных бумаг.
6. Определить перспективы развития как рынка в целом, так и российских инвестиционных институтов как его участников.

Глава 1. Характеристика международного рынка ценных бумаг и перспективы его развития.

1. Сущность, понятие и значение международного рынка ценных бумаг.

На данный момент дать четкое и однозначное определение понятию «международный рынок ценных бумаг» не представляется возможным. Конечно, ряд авторов пытались определить данный термин, однако единого мнения так и не удалось достичь. Встречаются публикации, как в периодической печати, так и в книжных изданиях, в которых одно и то же понятие определено совершенно по-разному (смешиваются и «Международный рынок ценных бумаг», и «Международный рынок капиталов», и «Мировой финансовый рынок», и т.д.) и наоборот.

Поэтому для внесения некоторой ясности необходимо сначала осветить сущность явления. Итак, как мы знаем, существует понятие рынка (на данном этапе не имеет значения, это рынок ценных бумаг или товаров или денежный рынок) связанного с некой территорией (географически), например «российский рынок», «рынок США», даже «европейский рынок» (следует заметить, что привязка к конкретному государству совсем не обязательна- это может быть даже некий регион). Однако это понятие имеет некие «границы» в прямом смысле, т.е. это границы государства, региона. Международный рынок, в свою очередь, это достаточно «виртуальное» понятие, не имеющее каких либо границ и привязки к конкретной территории. Сам факт того, что на данном рынке могут обращаться инструменты теоретически с номиналом в любой валюте мира, говорит о том, что это не строго локализованный рынок с правилами определенными внутри. Правила доступа на данный рынок одинаковы для всех участников. И, скорее, сами участники формируют правила на данном динамичном рынке - он изменяется под воздействием требований, предъявляемых инвесторами, и их ожиданий.

Отдельно стоит отметить тот факт, что зачастую международный рынок ценных бумаг отождествляют с рынком еврооблигаций. Это далеко не идентичные понятия. Рынок еврооблигаций - это рынок конкретного инструмента, в то время как на международном рынке могут обращаться абсолютно любые инструменты (начиная от казначейских векселей США и заканчивая акциями российских эмитентов). Международный рынок ценных бумаг на сегодняшний день является уже некой организованной структурой, позволяющей упростить доступ инвестора к бумагам эмитентов различных государств. Так, среди бумаг российских эмитентов, обращающихся на международном рынке можно выделить еврооблигации РФ, корпоративные еврооблигации, акции, АДР и ГДР на акции, облигации внутреннего государственного валютного займа (несмотря на некоторое противоречие самому названию данного инструмента) больше известные за рубежом как MinFin Bonds.

Международный рынок ценных бумаг имеет большое значение для мировой экономики и экономик отдельных государств. Посредством этого рынка осуществляется финансовая интеграция данных структур и упрощается система движения капитала - это макроэкономические аспекты. Кроме того, данный рынок позволяет инвесторам диверсифицировать инвестиционные риски, формировать и осуществлять контроль за доходностью портфелей.

Итак, международный рынок ценных бумаг является неким “виртуальным” рынком, не имеющим конкретных гео-политических границ. С другой стороны, в процессе развития он приобрел определенную структуру и достаточно четкую конъюнктуру, о чем будет сказано ниже в последующих главах.

2.История выхода и позиционирования РФ на международном рынке ценных бумаг.

Россия (отчасти будучи приемником СССР по внешней задолженности) вышла на международный рынок фактически сразу после периода распада СССР и в связи с необходимостью реструктурировать долг СССР. В соответствие с этим, были выпущены достаточно специфические ценные бумаги PRIN и IAN. Эти инструменты не характерны для международного рынка, да и для любого локального (под этим термином мы будем понимать рынок конкретного государства) и отражают специфику сложившейся ситуации. Реальный выход этих бумаг на международный рынок связан с началом их обращения на вторичном рынке. Некоторое время спустя, в 1993 году, были выпущены Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ). Однако указанный инструмент изначально также не был «ценной бумагой для обращения на международном рынке» ввиду нескольких причин. Во-первых, сам статус бумаги, выпущенной опять же в целях реструктуризации уже внутреннего валютного долга, не подразумевал обращение на международном рынке, во-вторых, для того, чтобы началась активная торговля данным инструментом за пределами РФ, была необходима достаточно развитая банковская и финансовая система, способная организовать рынок по этим бумагам, в-третьих, форма выпуска в документарной форме на предъявителя значительно осложняла обращение. Но существовал и несомненный положительный момент - это долларовый номинал ОВГВЗ. Именно это и стало предпосылкой для развития торговли данным инструментом. Говоря о развитии инфраструктуры рынка вышеупомянутой ценной бумаги следует отметить тот факт, что некоторое время после эмиссии, из структуры Внешэкономбанка СССР, являвшегося генеральным платежным агентом по этой ценной бумаге (при этом также обслуживавшем фактически все имевшиеся внешние и внутренние валютные долги бывшего СССР), был выделен Внешторгбанк России, который являлся в полном смысле банком и

не был перегружен другими функциями в отличие от Внешэкономбанка СССР. Именно Внешторгбанк, получив право выступать уполномоченным представителем генерального платежного агента, аккумулировал на хранении большую часть ОВГВЗ (порядка 80% до новации ОВГВЗ третьего транша), тем самым несколько упорядочив обращение данных бумаг, и приступил к формированию рынка по ним.

Первым распространенным инструментом международного рынка ценных бумаг стал выпуск суверенных государственных еврооблигаций. В 1996 году в российском Министерстве финансов была проведена большая работа по сбору и обработке информации, необходимой для получения международного кредитного рейтинга сразу в трех ведущих рейтинговых агентствах (Standard & Poor's, Moody's и IBCA), которые в начале октября объявили о результатах своего анализа. Хотя Россия получила рейтинг ниже "инвестиционного качества" (наивысшая оценка агентства IBCA отстояла от этого важного порога всего на одну рейтинговую категорию), с точки зрения международных сопоставлений данные оценки кредитоспособности оказались благоприятными.

Крупнейшим международным инвестиционным банкам были разосланы приглашения к участию в тендере предложений в отношении дебютной эмиссии международных облигаций России. Из всех предложенных вариантов наибольшей простотой процедуры и предсказуемостью результата отличался выпуск облигаций, номинированных в долларах США, на евторынке. Такой выбор был призван обеспечить одновременно максимально широкий для дебютной эмиссии охват инвесторов, а также высокую ликвидность облигаций на вторичном рынке (разумеется, в случае достижения достаточно солидного объема эмиссии). Кроме того, подобная эмиссия позволяла создать базовый ориентир для будущих выпусков международных облигаций не только государством, но и другими российскими заемщиками.

Разумеется, серьезная методологическая проблема была сопряжена с рыночной оценкой выпуска еврооблигаций России. Дебютная эмиссия обычно требует предоставления определенной премии в доходности для компенсации риска инвесторов, так как на рынке в таких случаях отсутствуют надежные ориентиры для ценообразования. Оценка дебютных облигаций все-таки была в большой степени привязана к существующим на рынке аналогам - спредам по облигациям активных суверенных заемщиков из числа рынков развивающихся стран или, как их называют западные инвесторы, Emerging Markets (на тот момент это в первую очередь были Мексика, Бразилия, Аргентина).

Итак, в ноябре 1996 г. после интенсивной «предпродажной подготовки» (Road-show прошли буквально во всех крупнейших финансовых центрах США, Европы и Азии) инвесторам были предложены 5-летние еврооблигации Российской Федерации. Успех дебютной эмиссии заключался прежде всего даже не в том, что ее цена оказалась умеренной по сравнению с внутренними заимствованиями, а скорее в появлении большой и довольно устойчивой группы инвесторов, приобретавших новые российские ценные бумаги. Это главным образом были крупные американские, швейцарские, британские фонды, которые специализировались на рискованных инструментах с фиксированным доходом, выпускаемых развивающимися странами, а также корейские банки и отдельные категории европейских розничных инвесторов. В целом ценные бумаги России купили более 100 инвесторов¹, причем почти половина из них до этого не имела дела с другими российскими долговыми обязательствами. Немаловажно, что положительный опыт первоначального знакомства инвесторов с облигациями государства впоследствии облегчил выход на рынок других российских эмитентов.

Высшей точкой достижений России на еврооблигационном рынке по праву считается десятилетний заем на сумму 2 млрд. долл., размещенный в июне 1997 г. Как и в предыдущих случаях, окончательный размер эмиссии

¹ Официальный сайт Министерства Финансов Российской Федерации.

оказался намного больше ожидавшегося: судя по объемам портфелей заявок генеральных управляющих, спрос достигал 6 млрд. долл. по номиналу. При этом, несмотря на наличие на рынке ранее выпущенных Россией еврооблигаций, около 40% составили «новые деньги»- средства инвесторов, впервые купивших российские ценные бумаги. Благодаря стандартному сроку обращения (10 лет), успеху размещения и большому объему (и следовательно, ликвидности) данного выпуска, признанного рядом независимых профессиональных изданий лучшей эмиссией 1997 г. для Восточной Европы, он стал индикатором состояния не только валютных долговых обязательств России, но и ценных бумаг всего сектора emerging markets. Кроме того, в октябре того же года России удалось увеличить объем данного выпуска на 400 млн. долл. на более выгодных ценовых условиях.²

Мы рассмотрели аспекты, касающиеся выпуска российских ценных бумаг, впоследствии вышедших на международный рынок. Что же касается деятельности российских профессиональных участников на данном рынке, то их активность в значительной степени не соответствовала количеству российских инструментов на международном рынке. В первые 2-4 года, можно сказать, единственными активными участниками являлись Внешторгбанк, Внешэкономбанк СССР (в большой степени в силу того, что являлся агентом Министерства финансов) и отчасти Онексимбанк (другие небанковские профессиональные участники были представлены на международном рынке лишь единичными сделками, совершавшимися через офшорные компании).

Из российских организаций частного сектора первыми на практике познакомились с еврооблигационными займами банки. В частности, по настоянию эмитента- Министерства Финансов в состав банковских синдикатов, которые образовывались для размещения первых трех облигационных займов России, были включены Альфа-Банк, СБС-Агро. Это делалось для того, чтобы способствовать приобретению российскими

² Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций.- М.: Дело, 1999.-стр.186

банками опыта в международных операциях, а также формированию новых деловых контактов в перспективных сферах инвестиционного бизнеса.

Отдельные представители российского банковского сообщества (СБС-Агро, ОНЭКСИМ-банк и Альфа-банк) уже летом 1997 г. разместили свои дебютные еврооблигационные эмиссии. Выпуски ценных бумаг заемщиков из производственной сферы (сырьевого, энергетического и телекоммуникационного секторов экономики) появились на рынке позже – осенью 1997 и весной 1998 г.³

Другим видом выхода на международный рынок российских компаний был и остается выпуск депозитарных расписок на акции российских эмитентов и некоторые другие ценные бумаги (АДР и ГДР).

Несколько лет назад благодаря АДР российский рынок ценных бумаг начал реальную интеграцию в мировую систему торговли ценными бумагами, причем происходило это в формах, приемлемых не только для внутренних его участников, но и для внешних инвесторов. Вполне естественно, что для крупных транснациональных компаний предпочтительнее работать с привычными для них производными ценными бумагами, такими, как АДР, допущенными к обращению на американском фондовом рынке и исключающими риски, которые свойственны развивающимся рынкам. К тому же строгий контроль SEC – гарантия «доброкачественности» выпускаемых производных ценных бумаг.

Выпуск программ АДР для многих российских компаний представляет повышенный интерес. АДР уже выпущены на наиболее ликвидные акции компаний таких отраслей, как-то: нефтяная, телекоммуникационная, машиностроение и энергетическая. АДР различных видов обращаются на многих развитых фондовых рынках мира. Они входят в листинги бирж и электронных торговых систем таких финансовых центров, как Нью-Йорк (OTC, NASDAQ, NYSE), Лондон, Берлин, Франкфурт и других.

³ Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. - М.: Дело, 1999.-стр.191

1994 и 1995 года отмечены началом активных исследований рынка АДР, которые и предоставили возможность российским компаниям сделать первый шаг на западный финансовый рынок. Российская компания с иностранным участием Sun Interbrew первой осуществила выход на западный фондовый рынок при помощи выпуска АДР первого уровня. Однако первым выпуском АДР чисто российской компании был выпуск АДР на акции АО «Мосэнерго», произведенный 22 октября 1995 года в соответствии с правилом 144A/RegS на сумму 22,5 млн.долл. О высокой популярности эмитента свидетельствовало то обстоятельство, что спрос на размещаемые АДР в три раза превысил предложение.⁴ В настоящее время АДР АО «Мосэнерго» котируются на фондовых биржах Германии и внебиржевом рынке США. Результатом выпуска стал ажиотажный спрос на данные бумаги – темпы роста котировок в конце 1995 года превышали средний показатель в секторе «голубых фишек». К концу 1996 года курсовая стоимость АДР выросла на 263%.⁵ Вслед за АО «Мосэнерго» последовал нефтяной холдинг "ЛУКойл", выпустивший АДР первого уровня 27 декабря 1995 года. Все существующие в настоящее время программы АДР приведены в следующей таблице.(см.Приложение 1.1).

Приведенный список компаний, осуществивших программы выпуска АДР, можно дополнить еще двумя компаниями - НТВ и ТНТ-телесеть. В январе 2000 года The Bank of New York зарегистрировал программы АДР по Правилу 144A.⁶

Как видно из таблицы, к настоящему времени программы АДР выпустили около 55 российских компаний. Однако лишь пять из них: «Вымпелком», «Ростелеком», "МТС", "Вимм-Билль-Данн" и «Татнефть» - добились того, что АДР на их акции котируются на самой престижной бирже мира – NYSE.

⁴ Шилина Г., Мальцев М. Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок. // Рынок ценных бумаг. -1996. -№3. -С.5.

⁵ Бюллетень, подготовленный информационным агентством АК&М совместно с Московским региональным отделением ФКЦБ. Рынок корпоративных акций московских эмитентов. // 1 сентября 1998 года. -С.34.

При этом «Вымпелком», "МТС" и "Вимм-Билль-Данн" – компании, в результате размещения АДР третьего уровня привлечшие средства неограниченного круга инвесторов. По сути, только АДР третьего уровня можно считать инвестиционным инструментом в полном смысле этого понятия. АДР первого и второго уровней можно, скорее всего, отнести к инструментам создания положительного имиджа, ведь реальных денежных средств компании-эмитенту они не приносят.

С момента выхода российских компаний на международный фондовый рынок лишь только три российских компании выпустили АДР третьего уровня.

Еще одна российская компания - «Аэрофлот – Российские международные авиалинии» - также заявила о своих намерениях выпустить АДР третьего уровня в середине 1999 года. Однако до настоящего времени программа выпуска АДР не была осуществлена в связи с проблемой, связанной с дополнительной эмиссией акций, которая требуется для выпуска АДР третьего уровня. Государственная доля составляет 51,17 % уставного капитала компании, и вопрос о распределении акций дополнительной эмиссии до сих пор не урегулирован.

Две программы – компании «Татнефть» и «Ростелеком» - второго уровня, причем «Татнефть» сначала прошла через АДР первого уровня, конвертировав их во второй, а «Ростелеком» сразу выпустил АДР второго уровня.

Многие российские компании осуществили программы размещения АДР, используя их как реальную возможность выхода на международный фондовый рынок и привлечения иностранных инвестиций. Среди них присутствуют российские эмитенты, которые помимо участия в программах размещения АДР, принимают участие в проектах, отдельные условия которых аналогичны условиям программ размещения АДР. Примером таких программ является выпуск российских депозитарных трастовых

⁶ Соловьев Д.В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках. // Рынок ценных бумаг 2000. - №6. - С.16.

сертификатов, который осуществляет Bank of Bermuda на акции ряда российских эмитентов («Черногорнефть», «Дальневосточное морское пароходство», «Иркутскэнерго», НК «ЛУКойл», «Мосэнерго», МКФ «Красный Октябрь», «Ростелеком»). Банк учредил трастовый пул, состоящий из акций этих эмитентов, и через своего агента ING Bank размещает среди иностранных инвесторов сертификаты, свидетельствующие определенные доли в трастовом пуле. Каждый сертификат представляет определенное количество акций любого из этих эмитентов по выбору инвестора. Bank of Bermuda приобретает российские акции в пул у российского резидента ING Eurasia. Сертификаты имеют установленный срок погашения, который заключается в том, что владельцы сертификатов получают соответствующее сертификату количество акций определенного эмитента со всеми причитающимися за этот срок доходами по акциям. До срока погашения держатель сертификата имеет право обменять его на акции. Как видно из вышесказанного, данная схема сочетает в себе черты программы размещения АДР с трастовым соглашением.

До середины 1998 года рынок АДР на акции российских компаний развивался достаточно быстрыми темпами. После финансового кризиса в августе рынок АДР российских компаний продемонстрировал возможность поддержания ликвидности, и российские компании, оценив преимущества этого финансового инструмента, приступили к подготовке новых программ.

В перспективе, по всей вероятности, общее количество российских компаний, принимающих участие в программах АДР, увеличится. В настоящее время наблюдаются тенденции роста интереса к программам АДР второго и третьего уровней. Успешная реализация этих программ будет способствовать включению в процесс выпуска АДР все большего количества российских компаний. Ввиду популярности у российских эмитентов программ АДР первого уровня и программ, выпущенных по Правилу 144А,

количество этих программ увеличится, однако темпы их прироста будут постепенно замедляться, так как на данный момент большинство крупных компаний либо уже осуществили такие программы АДР, либо заявили о подготовке к выпуску АДР.

Среди российских (профессиональных участников) банков, активно работавших над выпуском депозитарных расписок на акции российских эмитентов, можно выделить опять же СБС-агро, ОНЕКСИМ-банк, Альфа-банк, выступавших в качестве кастодиальных банков и осуществлявших аккумуляцию и учет акций, на которые выпускались депозитарные расписки, на внутреннем рынке.

3. Анализ функционирования рынка и деятельности на нем российских профессиональных участников в 1998-2000гг.

Здесь хотелось бы более подробно проанализировать результаты деятельности российских профучастников и функционирование рынка в 1999-2000 годах так называемом посткризисном периоде. После кризиса 1998 года, как ни странно, присутствие России на международном рынке ценных бумаг вышло на качественно новый уровень. Хотя в первые шесть-девять месяцев положение российских эмитентов и игроков на рынке заметно ухудшилось: мировыми рейтинговыми агентствами (Standart and Poor's, Moody's) были снижены как суверенный рейтинг РФ (и как следствие рейтинг государственных еврооблигаций), так и рейтинги корпоративных эмитентов; рынок акций и соответственно депозитарных расписок на них находился в стагнации; кризис банковской системы передался всему инвестиционному сектору, плюс ко всему подавляющее большинство инвестиционных компаний и банков являлись крупными держателями

рублевых гособлигаций, по которым был объявлен дефолт, что ударило по ресурсной базе профучастников и оттоку клиентов,- во второй половине 1999 года наметился перелом в данной ситуации. Во-первых был реструктурирован рублевый долг государства- дефолтные ГКО/ОФЗ было предложено в добровольном порядке обменять на валютные «длинные» еврооблигации со сроком обращения 10-30 лет. Одним из крупнейших держателей ГКО/ОФЗ, воспользовавшихся предложенной схемой, был Сбербанк России. Кризис в России сопровождался общим ухудшением конъюнктуры международного рынка ценных бумаг, что в некоторой степени «сгладило» психологическое отношение инвесторов к российским евробумагам- азиатский кризис понизил рейтинги почти всех развивающихся стран.

В 2001 году одним из определяющих факторов стали события на мировом нефтяном рынке. На фоне этого и складывалась ситуация с российскими еврооблигациями и другими международными ценными бумагами. В течение почти всего года ценовая конъюнктура на нефтяном рынке складывалась благоприятно для России и наблюдался постепенный рост цен на российские ценные бумаги, обращавшиеся на международном рынке. Однако данная тенденция сдерживалась низкими рейтингами, доставшимися РФ и российским корпоративным заемщикам «в наследство» от 1998 года. События же сентября 2001 года спровоцировали значительные изменения на многих рынках (нефтяном, рынке капиталов).

В первой половине ноября цены российских еврооблигаций практически не изменялись на фоне неопределенности по вопросу сокращения добычи нефти странами ОПЕК и странами, не входящими в ОПЕК (основные страны – Россия, Мексика и Норвегия). Страны, которые не являлись членами ОПЕК, заняли выжидательную позицию, ожидая какое

решение примет ОПЕК. Но ОПЕК отказывалось брать на себя риск принятия решения без согласования вопроса с основными игроками на рынке нефти – членами ОПЕК. Требование ОПЕК заключалось в том, что страны, не входящие в данную организацию, должны были сократить добычу нефти в совокупности на 500 тыс. баррелей в сутки. После того, как ОПЕК пригрозило России «ценовой войной» в случае, если Россия откажется подчиниться требованию картеля и сократить квоты нефтедобычи или по крайней мере экспорта, цены на российские суверенные еврооблигации пошли вниз. По данным ИК «Тройка Диалог» после предъявления картелем «ультиматума», спреда российских долгов по отношению к наиболее надежным (по признанию рынка) инструментам развитых стран выросли на 12 базисных пункта (б.п.) до 812 б.п., в то время как спред развивающихся рынков в целом снизился на 1 б.п. до 1027 б.п. Однако, с появлением информации о возможной договоренности ОПЕК и России о сокращении объемов добычи нефти, российские еврооблигации показали рост – спред по российским еврооблигациям сократился на 17 б.п. до 794 б.п. Более того, после заявления Мексики, Норвегии и Омана о готовности сократить добычу нефти и появлением на рынке информации, свидетельствующей, что Россия склоняется к принятию такого же решения, цена на нефть начала расти. Вместе с ценой на нефть продолжали свой рост и российские бумаги (налицо положительная корреляция между двумя этими факторами, едва ли не стремящаяся к единице). Так, в течение нескольких дней, доходность российских бумаг сначала снизилась до 769 б.п., а когда стало известно, что Россия намерена сократить объемы добычи нефти на 50 тыс. баррелей в сутки (ОПЕК ожидала от России сокращения на 160-180 тыс. баррелей в сутки), российские бумаги упали в цене⁷. На фоне неясной ситуации по

⁷ По данным Интерфакс АФИ

нефти, до конца месяца российские бумаги торговались неравномерно. Погашение Россией 27 ноября своего первого выпуска еврооблигаций и повышения ее кредитного рейтинга сразу на 2 пункта поддержали российские бумаги в период неопределенности. Сразу в течение нескольких минут после объявления о повышении рейтинга российские бумаги резко выросли в цене, и на момент закрытия торгов 29 ноября индекс доходности JP Morgan EMBI+ Russia понизился на 5 б.п. (765 б.п.) по сравнению с показателем 28 ноября (770 б.п.)⁸.

Самой значимой новостью ноября на международном рынке ценных бумаг в отношении российских инструментов стало повышение агентством Moody's кредитного рейтинга России. Нельзя сказать, чтобы это было полной неожиданностью. Этому событию ждали, в частности, аналитики инвестиционных компаний. Кроме того, в ноябре Moody's присвоило двум российским компаниям – Сибнефти и ММК рейтинг выше суверенного: это тоже можно было считать свидетельством того, что суверенный рейтинг будет повышен. Но элемент неожиданности безусловно присутствовал: рейтинг оказался повышен сразу на 2 ступени – с B2 до Ba3. Прогноз «Позитивный». Россия вернулась на уровень кредитного рейтинга, который был присвоен ей весной 1998 года.

Вместе с повышением рейтинга России повысились рейтинги ее долгов: Рейтинг банковских депозитов в иностранной валюте и ОВГВЗ 6-7 траншей повышен с B3 до B1, ОВГВЗ 4-5 траншей - с Caa3 до B3. Прогноз всех рейтингов - "Стабильный".

Сразу после объявления о решении Moody's котировки 30-летних еврооблигаций выросли на 1 процентный пункт - с 52,5% номинала до 53,5% , котировки АДР на акции РАО "ЕЭС России" подскочили с 14 до 14,6 цента,

⁸ По данным агентства Рейтер

"Сургутнефтегаза" - с 26,2 до 26,8 цента, "ЛУКОЙЛа" - с \$10,95 до \$11,2⁹. Повышения российского рейтинга, конечно, ждали - но не такого резкого. Эксперты обращают особое внимание на комментарий Moody's насчет нефтяных цен. "Бюджет и экономика России переживут нынешний период разногласий с ОПЕК, наиболее вероятным исходом которых станет разрешение России действовать по своему усмотрению в вопросе снижения квот на добычу нефти", - говорится в заявлении агентства¹⁰. Последствия повышения рейтинга России очевидны. Доходности российских еврооблигаций получили стимул к дальнейшему снижению, а у эмитентов появился дополнительный стимул для выхода на этот рынок. В течение 3-6 месяцев 2002 года, в случае отсутствия каких-либо непредвиденных катаклизмов в финансовой сфере, прогнозировался бум первичных размещений еврооблигаций, прежде всего, со стороны корпоративных эмитентов (отчасти эти ожидания оправдались, о чем будет сказано ниже). Из других эмитентов (имеется в виду муниципальных заемщиков и субъектов РФ) активность на этом рынке пока проявляет только Москва, ставшая едва ли не единственным региональным заемщиком после кризиса: в октябре и начале ноября разместившая один за другим два выпуска евробондов на общую сумму 700 млн. евро с доходностью 10,25% и 10,95%¹¹. Еврооблигации были выпущены в виде сертификатов участия в кредите, предоставленном банком JP Morgan. Заявки от инвесторов собирали BNP-Paribas и J.P. Morgan, соорганизаторы займа - Merrill Lynch и Dresdner Kleinwort Wasserstein, входящий в группу Dresdner Bank.

Одним из самых заметных событий на рынке российских корпоративных еврооблигаций в ноябре было размещение собственных

⁹ По данным агентства Блумберг

¹⁰ Официальный сайт агентства Moody's

еврооблигаций компанией «Роснефть». Несмотря на нестабильное положение на нефтяном рынке, Роснефть все же разместила свои еврооблигации на сумму \$150 млн. со сроком погашения 5 лет и доходностью 13%. Андеррайтерами выступили ABN Amro Bank и Dresdner Kleinwort Wasserstien. На дату размещения Роснефть имела рейтинг B2 агентства Moody's и B агентства Standard and Poog's. Роснефть показала, что занимать на рынке еврооблигаций стало экономически целесообразным. Этот факт послужил положительным прецедентом, подтолкнув и других заемщиков к разработке процедуры выпуска евробумаг и выхода на международный рынок. Однако не всем размещение Роснефти помогло: процентная ставка в 13% задавала, по мнению ряда институтов и экспертов, завышенный ориентир. В результате вторая нефтяная компания, Сибнефть, размещение еврооблигаций которой также планировалось в ноябре, отложила свои планы, несмотря на то, что были проведены все необходимые подготовительные мероприятия. Рейтинговое агентство Moody's присвоило компании Сибнефть рейтинг B1. Сибнефть стала первой российской компанией, рейтинг которой превысил суверенный рейтинг (рейтинг России на ноябрь 2001 года B2).

Напомним, что Сибнефть уже имеет успешный опыт размещения своих бумаг на международном рынке капитала: в августе 1997 года Сибнефть выпустила трехлетние еврооблигации на сумму \$150 млн. (погашены в августе 2000 года), в марте 1998 года Сибнефть выпустила шестимесячные бескупонные евровекселя на сумму \$200 млн. (погашены в сентябре 1998 года).

И, тем не менее, в России в ноябре 2001 года было достаточно заемщиков, которым было интересно занимать и под 13% годовых.

¹¹ По данным агентства Интерфакс АФИ

Следующим на рынок евробондов планировал выйти Газпромбанк. Он должен был заменить Газпром, который под давлением правительства отложил выпуск еврооблигаций. Газпромбанк первоначально планировал начать размещение своих еврооблигаций 15 декабря. Параметры выпуска должны были определиться по итогам road show, которое началось в конце ноября и завершилось в первых числах декабря. Изначально в планах Газпромбанка было разместить евробонды на €200 млн. под ставку не более 10% годовых на два года. Лид-менеджером и организатором займа является Deutsche Bank AG. Но собрать заявок на желаемые €200 млн. под желаемую ставку не более 10% с первого раза не удалось: уже через день лид-менеджер выпуска – Deutsche Bank – объявил о начале размещения еврооблигаций Газпромбанка, через его голландскую «дочку» Gazinvest Finance B.V., на сумму всего €150 млн. В процессе road-show рейтинговое агентство Moody's 6 декабря повысило с B1 до Baa3 рейтинг долговых обязательств Газпромбанка¹², номинированных в иностранной валюте. Агентство подчеркнуло, что оно уверено в том, что материнская компания Газпромбанка - "Газпром" - поддержит банк, если потребует. Это событие благоприятно сказалось на размещении первого еврооблигационного займа Газпромбанка: 10 декабря двухлетние еврооблигации были полностью размещены под ставку 9,677% годовых¹³. Премия к еврооблигациям России составила всего около 2% годовых. Под ожидания рынка о том, что и второе международное рейтинговое агентство – Standard&Poor's – планирует вот-вот повысить суверенный рейтинг России, Газпромбанк все же доразместил 19 декабря свой выпуск до желаемых €200 млн. (в тот же день Standard&Poor's повысило суверенный рейтинг России на один пункт). Таким образом,

¹² По данным с официального сайта Moody's

¹³ По данным агентства Рейтер

воспользовавшись благоприятными внешними условиями (повышение рейтингов России агентствами Moody's и Standard&Poor's), банк провел размещение своих еврооблигаций на желаемых для себя условиях. Можно констатировать, что размещение прошло успешно. Всего банк планирует занять на международном рынке облигаций €300 млн. руб. Второй транш еврооблигаций Газпромбанк намеревался разместить примерно в июне-июле 2002 года.

Возвращаясь к ситуации, касающейся международного рейтинга российских бумаг, напомним, что после повышения рейтинга России агентством Moody's, ожидался такой же шаг и от второго международного рейтингового агентства – Standard & Poor's. 14 декабря президент Standard & Poor's Лео О'Нилл обнадежил инвесторов, заявив, что агентство рассмотрит этот вопрос в начале 2002 года. Поэтому и стало неожиданным сообщение в пресс-релизе Standard & Poor's от 19 декабря о повышении долгосрочных кредитных рейтингов России в местной и иностранной валюте до В+ и изменении прогноза на «Стабильный». Безусловно, для рынка, построенного в немалой степени на ожиданиях инвесторов, такого рода «неожиданные» сообщения играют огромную роль, позволяя совершать спекулятивные операции на резком изменении цен.

В пресс-релизе отмечается, что повышение рейтингов отражает продолжающееся уже почти год улучшение условий для проведения политики преобразований в России, способствовавшее усилению структуры национальной экономики, улучшению экономических перспектив и повышению гибкости политики. В результате этого, экономика становится все менее зависимой от колебаний на рынке нефти в нынешней неопределенной международной ситуации и менее подверженной их влиянию. Экономический рост (рост реального ВВП оценивается на уровне

около 5%) в 2001 году оказался сильнее и имел более широкую базу, чем ожидалось, благодаря активному процессу реформ, начавшемуся в мае 2001 года. Наблюдавшееся в последние три года заметное финансово-экономическое оживление в России позволило ей лучше приспособиться к неблагоприятным внешним воздействиям. Вместе с тем, российская экономика находится в большой зависимости от экспорта нефти и газа (на них приходится 22 процента ВВП и свыше 50 процентов экспорта). В 2002 году наиболее очевидные последствия глобального замедления экономического развития для российской экономики будут прослеживаться через их влияние на мировые цены на нефть. В предстоящем году дальнейшее повышение финансово-экономической устойчивости российской экономики к колебаниям цен на нефть будет во многом зависеть от продолжения взвешенной макроэкономической политики (как это проявилось в состоявшемся 14 декабря 2001 года утверждении консервативного бюджета на 2002 год) и эффективного осуществления различных структурных реформ¹⁴.

Другой российской компанией, воспользовавшейся повышением рейтингов России в декабре 2001 года для размещения своих еврооблигаций на приемлемых для себя условиях стали «Мобильные ТелеСистемы» (МТС). МТС, также как и Газпромбанк через свою «дочку» в Люксембурге, разместила евробонды на сумму \$250 млн. на срок три года.

Перед началом размещения своих еврооблигаций компания МТС получила рейтинг от агентства Moody's на уровне Вa3, прогноз «Стабильный»; а агентство Standard&Poor's пересмотрело свой прогноз «Стабильный» на «Позитивный», подтвердив кредитный рейтинг В.

¹⁴ Пресс-релиз на официальном сайте Standard & Poor's

Размещение началось в середине месяца. Основные параметры еврооблигаций МТС: объем выпуска – \$250 млн.; номинал – \$1000; полугодовой купонный период; ставка купона – 10,95% годовых; дата погашения – 21 декабря 2004 года.¹⁵ Организаторами еврооблигационного займа выступили Salomon Smith Barney и Commerzbank, со-организаторами по размещению выпуска стали также ING Barings и Dresdner Bank. Кроме того, в размещении еврооблигаций МТС приняли участие также два российских банка – «Зенит» и Альфа-Банк. Российские банки занимались размещением облигаций среди российских инвесторов (хотя конечно средства в еврооблигации все российские инвесторы вкладывают через оффшоры, так что скорее можно говорить о «русскоязычных» инвесторах). По имеющейся информации, среди российских инвесторов Альфа-банк и Банк Зенит разместили облигаций на \$10 млн.

Уже по ходу размещения Standard&Poor's, вслед за повышением суверенного рейтинга России (В+/Стабильный/В), повысило с В до В+ долгосрочные кредитные рейтинги в местной и иностранной валюте проводившим размещение МТС. Одновременно с этим, Standard&Poor's присвоило рейтинг на уровне В+ необеспеченному выпуску облигаций МТС на сумму \$250 млн. со сроком погашения в 2004 году. И на следующий день пресс-служба компании сообщила, что МТС осуществила выпуск еврооблигаций на сумму \$250 млн. сроком на три года через свою 100% «дочку» - компанию Mobile TeleSystems Finance S.A. Облигации включены в листинг Люксембургской Фондовой биржи и будут предлагаться андеррайттерами выпуска по цене 99,254% от номинала¹⁶.

¹⁵ По данным агентства Интерфакс

¹⁶ По данным агентства ПРАЙМ-ТАСС

Для каких целей МТС так спешно устремилась на международный рынок капитала? Главной причиной, скорее всего, является стремление застолбить место одного из национальных операторов мобильной связи в России: борьба за статус национального оператора в России уже идет давно. Для этого компания проводит политику агрессивной экспансии в регионы России, включая недавнее начало деятельности в Санкт-Петербурге, путем приобретения лицензий. Однако для покупки крупных независимых региональных компаний требуется дополнительное финансирование. Вот туда и пойдут, скорее всего, средства европейских инвесторов.

В конце 2001 года о своих намерениях присоединиться к когорте выпустивших еврооблигации объявили: Альфа-Банк, АФК «Система», Промышленно-строительный банк (Санкт-Петербург). Интересно заметить, что Альфа-Банк и Промышленно-строительный банк являются одними из «пионеров» среди российских банков, изъявив желание эмитировать еврооблигации.

11 декабря Альфа-Банк объявил о намерении в середине 2002 года выпустить евробонды на сумму не менее \$175 млн. на срок три года¹⁷. В банке надеялись разместить свои бумаги под доходность не более 10% годовых. Среди потенциальных менеджеров выпуска – Goldman Sachs Group Inc., Salomon Smith Barney Inc. и Morgan Stanley Dean Witter & Co. Но, видимо, банку все-таки придется какое-то время подождать снижения ставок, если он действительно планирует разместиться дешевле 10,5% годовых. Также в конце 2001 года было объявлено, что Минфин намерен начать размещение еврооблигаций для обмена коммерческой задолженности бывшего СССР (FTO) в начале 2002 года. Планировалось, что в марте-апреле 2002 года Россия выпустит еврооблигации на сумму до \$2 млрд. После

выверки FTO будет переоформлена в еврооблигации с погашением в 2010 и 2030 гг. по схеме аналогичной той, по которой переоформлялся долг Лондонскому клубу. Коммерческой задолженностью называется долг советских внешнеторговых организаций, закупавших продукцию у зарубежных фирм, долг России Международному инвестиционному банку и Международному банку экономического сотрудничества, а также задолженности РФ перед десятком стран, не входящих в Парижский клуб. Общий размер коммерческой задолженности оценивается в \$6.3 млрд. Радует, что правительство не забывает свои обязательства по обслуживанию уже обращающихся своих еврооблигаций. Первый транш (RUS01) еврооблигаций был погашен 27 ноября.¹⁸ Держателям ценных бумаг выплачен \$1 млрд. в погашение основного долга и \$119.68 млн. в качестве процентного дохода. Это первое погашение российских еврооблигаций после 1991 года. Напомним, что по данным на конец 2001 года в обращении находилось 11 выпусков еврооблигаций на общую сумму \$36.398 млрд. Более того 7 декабря в соответствии с условиями выпуска еврооблигаций, Внешэкономбанк перевел \$73,44 млн. в Citibank в счет оплаты купонов по российским еврооблигациям 1998 года¹⁹. 24 декабря Внешэкономбанк – платежный агент по российским еврооблигациям – перечислил в лондонский Citibank для выплаты купона по десяти- и тридцатилетним еврооблигациям \$279,375 млн. В соответствии с оригинальным графиком 24 декабря Россия выплатила \$159.375 млн. по купону тридцатилетних еврооблигаций, а 26 декабря – \$120 млн. по купону десятилетних еврооблигаций.

¹⁷ По данным агентства Интерфакс АФИ

¹⁸ По данным агентства Интерфакс АФИ

¹⁹ Официальный сайт Министерства Финансов России

Основной транш десятилетних еврооблигаций на сумму \$2 млрд. был размещен в июне 1997 года, доразмещение в объеме \$400 млн. произведено в октябре 1997 года.

Тридцатилетние еврооблигации были размещены в июне 1998 года на сумму \$2.5 млрд. Параллельно с подготовкой еврооблигационного выпуска, Россия уменьшала свои международные долги, скупая их. О том, что Россия скупает свои долги, для рынка не было секретом, но в каких масштабах и какие именно бумаги скупает, было не известно. В середине февраля правительство России впервые проинформировало рынок, в каком масштабе оно в последнее время вело скупку российских долговых обязательств. Масштаб солидный - \$2.5 млрд. Это уже дало возможность заявить, что проблемы 2003 года больше нет. По моему мнению этот шаг не столько рассчитан на "придание оптимизма" российским гражданам или даже российским инвесторам, более того, и политические цели играют в данном случае не главенствующую роль - имеет место желание произвести эффект на рынок и рейтинговые агентства.

Главной новостью февраля на рынке корпоративных еврооблигаций стало сообщение о том, что Газпром согласовал принципиальные вопросы с правительством России по выпуску еврооблигаций компании²⁰. Выпуск еврооблигаций может составить \$500-750 млн - таким образом один из крупнейших российских эмитентов все-таки будет представлен на рынке международных заимствований.

По информации Интерфакс-АФИ, Минфин, которому было дано поручение рассмотреть целесообразность размещения еврооблигаций Газпрома, дал по этому поводу положительное заключение, при условии, если Газпром возьмет на себя обязательство разместить свои бумаги по

доходности около 10% или чуть выше. Судя по всему, сам Газпром был уверен, что ему удастся разместить свой еврооблигационный заем под эту доходность. Если судить по еврооблигациям Газпромбанка – «дочки» Газпрома – которые на конец февраля 2002 года торговались с доходностью к погашению 9,47% (в EURO), то это для газовиков была вполне решаемая задача, хотя, конечно, доходность зависит от срока обращения облигаций.

Выход Газпрома на еврорынок планировался в апреле 2002 года (что и было осуществлено, при этом доходность по еврооблигациям, как и было заявлено, оказалась ниже 10%). Единственным сдерживающим фактором был запланированный самим правительством выход на рынки внешних заимствований. Видимо правительство боялось, что такой конкурент, как Газпром, может спутать все планы. В целях прозондировать почву, Минфин России провел в середине января предварительные консультации с иностранными инвесторами по вопросу перспектив выхода России в текущем году на рынок еврооблигаций, результаты которых были успешными и выявил значительный интерес участников рынка. Ставшие после этого появляться в начале февраля сообщения и заявления представителей Газпрома о возможности благоприятного решения со стороны государства в вопросе выпуска еврооблигаций компании подтверждали – Минфин решил, что места на международном рынке хватит всем.

Напомним, что Газпром отложил свой выпуск еврооблигаций в октябре 2001 года. Организаторами выпуска должны были стать Credit Suisse First Boston и Schroeder Salomon Smith Barney.

Обнадеживающая информация продолжала поступать в феврале 2002 года от Международных рейтинговых агентств. Кредитные рейтинги

²⁰ По данным информационного агентства ПРАЙМ-ТАСС

подтверждены. Будет ли в ближайшее время повышен сам рейтинг? Отечественные аналитики считают, что «да», иностранные – сомневаются.

На прошедшей в январе сессии ОЭСР обсуждалась возможность дальнейшего повышения кредитного рейтинга России. Повышения рейтинга могло бы способствовать улучшению условий по выпуску еврооблигаций.

22 февраля произошло, то чего ждали в России Standard&Poog`s сделало первый шаг к повышению кредитного рейтинга России – изменило со «Стабильного» на «Позитивный» рейтинговый прогноз по России. Одновременно с этим, подтверждены все суверенные кредитные рейтинги Российской Федерации в местной и иностранной валюте – долгосрочные «B+» и краткосрочные «B». Планы по повышению самого рейтинга в агентстве держатся в секрете, но отечественные аналитики считают этот вопрос решенным и ожидают присвоения России нового рейтинга уже в марте-апреле.

Standard&Poog`s отметило, что Россия вправе ожидать дальнейшего повышения её кредитных рейтингов, несколько иначе, чем другое крупнейшее международное рейтинговое агентство – Moody's. Moody's связало дальнейшее повышение рейтингов России с политической ситуацией в стране. Standard&Poog`s же ответило делом, а не общими рассуждениями, но при этом также подчеркнув, что одним из сдерживающих факторов для повышения рейтингов являются политические риски. Вот что было написано в официальном пресс-релизе агентства по этому поводу:

«Слабость политических институтов. Связь сегодняшнего высокого уровня политической и государственной стабильности с одним конкретным человеком – президентом Путиным. Трудно предположить, как развивалась бы политическая ситуация, если бы по той или иной причине произошли изменения в руководстве. Стабильные политические институты все еще

отсутствуют, и многие уже оформленные в законодательном порядке реформы все еще могут быть обращены вспять.»

Но все же здесь надо отметить, что у Standard&Poor`s, в отличие от Moody`s, в этом вопросе было пространство для маневра – рейтинг России по шкале Standard&Poor`s на одну ступень ниже, чем по шкале Moody's (напомним, что Moody's повысило рейтинг России в последний раз сразу на два пункта, а Standard&Poor`s на один).

Кроме этого Standard&Poor`s в пресс-релизе отметило тот факт, что «изменение прогноза отражает нынешнюю устойчивую динамику реформ, благодаря которой возникли реальные возможности для совершенствования структуры экономики и снижения ее зависимости от колебаний цен на нефть». В 2003 году России предстоит выплатить по внешним долгам \$17 млрд. По оригинальному графику выплаты должны были составить \$19.5 млрд. Таким образом, правительство досрочно погасило евродолгов на \$2.5 млрд., несмотря на неблагоприятную конъюнктуру цен на нефть. По всей видимости, эти цифры вдохновили агентство на изменение прогноза.

Однако стоит отметить, что изменение прогноза, а не рейтинга, само по себе мало влияет на условия заимствования для России и российских компаний. В ситуации, когда почти все отечественные аналитики ожидают в ближайшее время этого второго шага, интересно как смотрят на это за границей – ведь в основном именно на иностранных инвесторов рассчитывают наши компании, когда размещают свои еврооблигации. Там реакция была более сдержанная – аналитики Morgan Stanley 4 марта, вслед за Deutsche Bank, ABN Amro и UBS Warburg, понизили рейтинг для российских валютных облигаций с уровня "outperform" ("выше среднерыночного") до уровня "market perform" ("среднерыночный"). Вот что было сказано в аналитической записке Morgan Stanley:

"всего лишь в третий раз за всю восьмилетнюю историю нашей аналитической работы в отношении России мы понижаем нашу рекомендацию по российским облигациям, что связано с их недавним внушительным ралли и уже ставшими дорогими котировками".

Поясняя понижение рейтинга, аналитики указали на ожидаемое ими ослабление технической поддержки для российских облигаций и будущее замедление процесса улучшения кредитного положения России. Кроме того, как отметили в Morgan Stanley, текущие уровни котировок российских облигаций свидетельствуют, что рынок уже оценивает Россию как заемщика с кредитным рейтингом на солидном среднем ВВ-уровне.

После бурного начала года, февраль в области первичных размещений стал тайм-аутом перед ожидаемыми событиями – примерно полтора десятка российских компаний и город Санкт-Петербург планируют выйти на международный рынок капитала. Первой, планировала начать доразмещение своих облигаций Сибнефть, которая намеревалась провести в марте доразмещение своих еврооблигаций с погашением в 2007 году на \$150 млн. Таким образом, объем облигаций в обращении увеличится с \$250 до \$400 млн. В это время другие российские компании и регионы пока лишь строят планы, корректируют параметры и договариваются с Минфином.

В феврале после некоторого затишья появилась информация по Северстали. Стали известны параметры выпуска – объем выпуска \$150 млн., лид-менеджером будет Schroder Salomon Smith Barney. Выпуск запланирован на середину года.

Среди новых компаний планирующих выпуск еврооблигаций отметим ЦентрТелеком. В процессе реорганизации и выработке стратегии развития будущей объединенной компании, в конце 2002 года по ряду компаний, входящих в Связьинвест, в том числе и по ЦентрТелекому, будут готовиться

предложения по выпуску еврооблигаций. ЦентрТелеком предполагает приступить к выпуску еврооблигаций в 2003-2004 годах.²¹

Также не исключает для себя возможности выпустить еврооблигации в 2003 году и НОМОС-Банк.

Из российских регионов планы строит пока только Санкт-Петербург. Город рассматривает возможность привлечения внешнего займа (вид заимствований еще не определен, это могут быть евробонды или синдицированный кредит) в объеме около \$150 млн. сразу после полного погашения еврооблигаций, эмитированных в 1997 году. Город намерен определиться с планами по привлечению еврооблигаций в мае-июне 2002 года. Сейчас прорабатываются варианты привлечения внешних займов, определяется, на какие цели они могут быть использованы. Сложности заключаются в том, что по бюджетному кодексу регионы России могут осуществлять внешние заимствования только для рефинансирования, но занять в 2003 году будет нельзя, так как на этот момент у города не будет существенных выплат по внешнему долгу, поэтому привлечение средств в виде внешних облигационных заимствований на развитие города и празднование 300-летия является большой проблемой. Санкт-Петербург попытается использовать единственную возможность занять на внешнем рынке – ему осталось погасить в этом году еврооблигаций на сумму \$108 млн.

Напомним, что в июне 1997 Санкт-Петербург выпустил еврооблигации на сумму \$300 млн. сроком на 5 лет, купонные выплаты осуществляются 2 раза в год из расчета 9,5% годовых. Дата погашения еврооблигаций – 18 июня 2002 года. В 2000 году Санкт-Петербург досрочно выкупил

²¹ По данным агентства Интерфакс АФИ. Пресс-конференция зам. генерального директора ОАО Связьинвест В. Белова.

еврооблигации на сумму \$80 млн. (в среднем по цене 85,9% от номинала), в 2001 году - на \$110 млн. (98,9% от номинала). Девятый купон по еврооблигациям выплатил 18 декабря 2001 года. Платежный агент по выплате купонного дохода - J.P. Morgan Chase Bank.

Большинство аналитиков предсказывают хорошее будущее для новых еврооблигаций Петербурга. Подтверждением этого является, то что, 22 февраля 2002 года международное рейтинговое агентство Standard & Poor's пересмотрело прогноз по кредитным рейтингам Петербурга и Москвы со «Стабильного» на «Позитивный», вслед за пересмотром прогноза по рейтингам РФ. Рейтинги долгосрочных долговых обязательств обоих городов подтверждены на уровне «В+».²²

Общая ситуация на рынке российских еврооблигаций в феврале складывалась следующим образом. Доходности в первой половине месяца с небольшими колебаниями в целом снижались. Во второй половине, под воздействием позитивных новостей, рост цен российских еврооблигаций ускорился. Начало февраля ознаменовалось колебанием цен на рынке российских еврооблигаций, ставшим продолжением январских тенденций. Так в течение первой недели, индекс EMBI+ Russia колебался в пределах 623 - 600 б.п. Самый большой рост показала Россия-10. Значительный интерес сохранялся к корпоративным еврооблигациям Роснефти и Сибнефти, которые торговались с премией к доходности сопоставимых суверенных еврооблигаций (Россия-07 с погашением в июне 2007 года) на уровне 210-290 б.п.

11 февраля нефть марки Brent выросла почти на 9%, российская марка Urals поднялась в цене почти на 10%. Как результат, цены суверенных еврооблигаций выросли – например Россия-30 преодолела

рубеж 62%, достигнув к закрытию дня в Лондоне уровня 62,5%; Роснефть и Сибнефть торговались со спрэдом к Россия-07 на уровне 260 и 220 б.п., соответственно. В итоге спрэд EMBI+ Russia к облигациям США сузился на 11 б.п. до 598 б.п.

В течение всей второй недели также наблюдались колебания в рамках повышательного тренда цен на российские еврооблигации. В целом индекс EMBI+ Russia в течение этого времени достиг минимума в 571 б.п., однако в результате фиксации доходов к концу второй недели остановился на уровне 585 б.п. 18 февраля по причине праздника в США (Presidents Day) торги на рынке долгов развивающихся стран практически не проводились – основные операторы рынка также взяли выходной.

Начиная с 20 февраля вместе с сообщениями о том, что вместо \$19.5 млрд., России предстоит выплатить в 2003 году \$16-17 млрд.,²³ спрос на российские бумаги вновь резко возрос, вызвав повышение цен. В результате цены российских еврооблигаций вышли на новые исторические максимумы. Так Россия-30 торговалась по 65,375%, Россия-28 достигла рекордных 118%.²⁴ Поток позитивных новостей на этом не остановился – начавшаяся на рынке 22 февраля коррекция была прервана новостью о пересмотре прогноза кредитного рейтинга России агентством Standard&Poor's со «Стабильного» на «Позитивный». Это привело к тому, что цены российских еврооблигаций достигли новых исторических максимумов. Индекс EMBI+ Russia упал до 553 б.п.²⁵ Надо отметить, что 23-25 февраля в России были праздничные дни, и российские участники рынка отреагировали на эту новость лишь 26 февраля – они начали покупать

²² Официальный сайт Standard & Poor's

²³ По данным агентства Интерфакс АФИ

²⁴ По данным агентства Интерфакс АФИ

²⁵ По данным агентства ПРАЙМ-ТАСС

российские еврооблигации, что позволило ценам российских бумаг вновь ускорить рост.

Выступление главы ФРС США Алана Гринспена, которое было расценено многими участниками рынка как благоприятное по отношению к долговым рынкам, а также повышение прогноза кредитного рейтинга Бразилии создали позитивный фон для рынка долговых обязательств развивающихся стран. Российские внешние долги, несмотря на очередное снижение золотовалютных резервов Банка России, продолжили свой рост, подкрепленный как внутренним спросом, так и спросом со стороны международных инвесторов. По итогам 28 февраля индекс EMBI+ Russia снизился на 7 б.п. до очередного исторического минимума – 538 б.п.²⁶

4. Перспективы дальнейшего развития международного рынка ценных бумаг и российских профессиональных участников в рамках данного рынка.

В настоящее время российские инвесторы проявляют все больший интерес к проведению операций с российскими долговыми инструментами на рынке евробумаг. На этом рынке среди российских клиентов преобладают банки и крупные инвестиционные компании. Относительно новым видом бизнеса является обслуживание институтов коллективных инвестиций: негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и паевых инвестиционных фондов (ПИФов), желающих включить российские еврооблигации в состав своих инвестиционных портфелей.

Одна из проблем, стоящих перед НПФ, связана со сложностью размещения активов на российском фондовом рынке вследствие ограниченного числа ликвидных инструментов, малой емкости

²⁶ По данным агентства Блумберг

отечественного рынка при существующих жестких требованиях к диверсификации портфеля. На сегодняшний день средства НПФ (порядка 15 миллиардов рублей) с большими или меньшими трудностями размещены на внутреннем рынке. С учетом перспектив развития НПФ в связи с переходом к накопительной системе пенсионного обеспечения уже со второго-третьего года работы накопительной системы возникнут серьезные сложности с размещением этих средств. Как следствие, фондовый рынок может быть быстро «перегрет», что увеличит вероятность очередного кризиса. Аналогичные проблемы возникнут и у паевых фондов: по законодательству 20% своих активов паевые инвестиционные фонды могут вкладывать в иностранные ценные бумаги. Однако реализовать эту возможность сложно из-за запрета Центрального банка и на покупку валюты, и на инвестиции в иностранные ценные бумаги.

Особо следует отметить скудность нормативных документов, регулирующих рынок еврооблигаций и противоречивость существующих. Информационное обеспечение инвесторов, доступность статистических данных также оставляют желать лучшего. Все это отнюдь не способствует привлечению как иностранных, так и внутренних инвесторов.

ПИФ и НПФ, осуществляя вложения в российские евробонды, получили бы инструмент, относящийся к наиболее надежным государственным ценным бумагам Российской Федерации с достаточно высокой доходностью и защитили бы себя от рублевых рисков. Государство, со своей стороны, получило бы предсказуемых инвесторов с долгосрочными пассивами, ориентированных не на спекулятивные операции, способных стабилизировать рынок и способствовать росту цен на российские еврооблигации.

Другим направлением развития рынка еврооблигаций и деятельности российских профессиональных участников на нем может стать допуск данного вида ценных бумаг к биржевому обращению на российском рынке. С подобными инициативами выступила Московская межбанковская

валютная биржа (ММВБ). При этом предусматривается обращение федеральных еврооблигаций. ММВБ планирует выступать в качестве организатора торгов и клиринговой организации. Основным вопросом – это как будет осуществляться учет прав на эти ценные бумаги, так как они размещены за рубежом. Одним из вариантов, являющимся наиболее предпочтительным, является возложение функций по перерегистрации прав на ценные бумаги на одного из российских маркет-мейкеров по этим инструментам. Это представляется вполне вероятным ввиду того, что сделки будут проходить внутри рынка РФ и международные расчетно-клиринговые организации не будут непосредственно задействованы.

Интересен и проект, предложенный совместно РТС и СПВБ, связанный с организацией торгов производными инструментами по еврооблигациям и ОВГВЗ. Организатором торгов будет выступать РТС, также сегмент срочного рынка будет представлен и на СПВБ. В качестве депозитария при исполнении контрактов, аналогично с проектом ММВБ, будет выступать из крупнейших российских маркет-мейкеров по данным ценным бумагам.

Что же касается других инструментов международного рынка ценных бумаг, то следует отметить следующее событие. В 2000 году была образована новая «квази»-биржа NEWEX.²⁷ В информационных материалах говорится, что NEWEX является вспомогательным сегментом Франкфуртской биржи. Основным направлением деятельности данной биржи является организация электронных торгов корпоративными инструментами стран Центральной и Восточной Европы, включая Польшу, Чехию, Венгрию, Россию, Румынию, Югославию, Хорватию, Македонию и еще порядка 10 стран. Россию представляют следующие акции (см. Приложение 1.2).

Оператором данного сегмента выступает NEWEX Borse AG, являющаяся дочерней структурой Deutsche Borse AG (обслуживающей Франкфуртскую биржу) и Wiener Borse AG (работающей на Венской фондовой бирже). Торги осуществляются через 430 участников электронной

²⁷ Здесь и далее информация с сайта www.Newex.com

торговой системы Xetra, которые исполняют заявки на покупку-продажу, получаемые от инвесторов. Причем поручения могут быть поданы мелкими и средними инвесторами фактически через любой европейский банк (или дочернюю структуру), работающий с ценными бумагами и имеющий корреспондентские отношения с крупными европейскими банками, а также через систему банк-клиент или Интернет. Среди участников NEWEX крупные немецкие, австрийские и английские инвестиционные банки. Электронная система Xetra, эксплуатируемая Deutsche Borse AG, позволяет подать поручения и получать информацию о сделках, осуществленных на NEWEX. С использованием этой системы происходят и расчеты в ценных бумагах, проводимые в Clearstream Banking в период T+2. Время проведения торгов- с 9.00 до 20.00 по среднеевропейскому времени.

В рамках проведения торгов предлагается 3 вида совершения сделок. Первый- «Continuous Trading», заключающийся в том, что маркет-мейкеры по каждому выпуску ценной бумаги выставляют на постоянной основе котировки, при условии, что у них открыта позиция на сумму минимум 20 000 евро, а спред между ценой и предложением не превышает 4%. Второй вид- «Continuous Auction» предполагает наличие «поставщиков бумаг» (liquidity providers), выставляющих минимальные и максимальные уровни цены на поручения покупки или продажи. Таким образом они могут исполнить сделку в кратчайшие сроки по выбранной рыночной цене. Третий вариант- “Single Auction”, позволяющий проводить ежедневно сделки с ценными бумагами, по которым оборот незначителен.

NEWEX представлена 2 сегментами: так называемые NX.one и NX.plus. NX.one предполагает обращение ценных бумаг, уже выпущенных и имеющих хождение на внутренних рынках стран Центральной и Восточной Европы. Сегмент NX.plus включает в себя акции IPO, а также дополнительно выпущенные акции для обращения на NEWEX. Допуск ценных бумаг требует от эмитента обязательной публикации годовых и квартальных отчетов (если возможно), предоставление отчетности в соответствии со

стандартами IAS и US GAAP, обязательное раскрытие информации о всех фактах, влияющих на управление компании, цену ее активов и бумаг, минимальная рыночная капитализация для сегмента NX.one 20 миллионов евро и для NX.plus- 10 миллионов евро, минимальный уровень свободно обращающихся акций- 25%.

Обращение ценных бумаг эмитентов на NEWEX потенциально один из лучших способов увеличения капитализации и привлечения иностранных инвесторов. К тому же это несколько более простой способ, чем выпуск АДР, предусматривающий длительную подготовительную процедуру.

Для российских инвесторов (профучастников) привлекательным является тот факт, что торги проводятся в евро и есть возможность избежать рублевых рисков, при этом работая с российскими акциями. А принимая во внимание тот факт, что котировки на внутреннем рынке и NEWEX могут сильно различаться, появляется возможность проведения спекулятивных арбитражных сделок.

Глава 2. Порядок обращения российских ценных бумаг на международном рынке и механизм взаимодействия российских инвестиционных институтов с инфраструктурными институтами рынка.

1. Американские депозитарные расписки. Взаимодействие с расчетными центрами.

Существует несколько видов американских депозитарных расписок (АДР), которые ввиду специфики выпуска могут обращаться на различных условиях.

Неспонсируемые АДР выпускаются депозитарным банком по соглашению с инвестором, но без заключения договора с эмитентом, выпуск может быть осуществлен только по имеющимся в обращении акциям этого эмитента. Хотя сам эмитент в данном процессе никакого участия не принимает, его в любом случае должны информировать о предстоящем выпуске АДР. В случае отказа эмитента выдать письмо «об отсутствии возражений», депозитарий, как правило, не выпускает АДР. На сегодняшний день неспонсируемые АДР составляют приблизительно 1 % рынка депозитарных расписок. В связи с тем, что неспонсируемые АДР не подлежат регулярным отчетам, они могут обращаться только на внебиржевом рынке (OTC market) через Bulletin Board Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка и ежедневный справочник «Розовые страницы» (“Pink Sheets”). Единственное требование SEC сводится к тому, чтобы ей предоставлялась вся информация, публикуемая эмитентами, и чтобы эта информация была бы доступна американским инвесторам, причем перевод материалов на английский язык необязателен.

Спонсируемые АДР выпускаются депозитарным банком, выбранным иностранной компанией – эмитентом ценных бумаг, которая заключает с банком депозитарный договор, где в том числе указываются права потенциальных владельцев. Программы спонсируемых АДР требуют

регистрации в SEC, но строгость процедуры их регистрации различается в зависимости от уровня программы. Существует пять типов проектов спонсируемых депозитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения количества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг - программы первого и второго уровня. Три других используются для увеличения капитала компании. В каждом из последних иностранный эмитент выпускает новые ценные бумаги - программа третьего уровня, программа выпуска АДР по Правилу 144А, программа выпуска АДР по Правилу "S". Программы первого, второго и третьего уровня называются программами публичного размещения АДР, так как круг их собственников не ограничен группой инвесторов. Программа АДР, размещаемых по Правилу 144А, называется программой частного размещения и предназначена для определенной категории инвесторов – квалифицированных институциональных инвесторов. Программа АДР по Правилу "S" может носить как частный, так и публичный характер.

Существует три уровня программ АДР публичного размещения (unrestricted securities):

Программа выпуска АДР первого уровня

Программа выпуска АДР первого уровня – это самый простой и дешевый способ выхода эмитента на международный финансовый рынок. АДР первого уровня не могут пройти листинг на американских биржах, поэтому обращаются на внебиржевом рынке США. Информация публикуется в «Розовых страницах» ("Pink Sheets") и в Дисплейной службе Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка ("OTC Bulletin Board"), а также на некоторых фондовых биржах за пределами США. Для регистрации этой программы в SEC от эмитента не требуется предоставления финансовой отчетности в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (Generally Accepted Accounting Principles) (далее – GAAP US), отчетность предоставляется в соответствии с национальными стандартами.

Преимущества программы размещения АДР первого уровня:

- не требуется полное соблюдение всех требований SEC в отношении отчетности;
- работая с одним банком-депозитарием, эмитент сохраняет контроль над своей программой размещения АДР в большей степени, чем при осуществлении неспонсируемой программы;
- депозитарий является каналом передачи информации между эмитентом и его акционерами в США; выплачиваемые дивиденды, финансовая отчетность и сведения о собраниях акционеров и принимаемых решениях будут поступать к инвесторам в США через депозитарий;
- банк-депозитарий осуществляет ведение реестра акционеров в интересах эмитента и может, по соответствующему запросу, отслеживать крупные сделки с акциями и представлять эмитенту соответствующие отчеты;
- издержки выпуска минимальны, а все затраты, связанные с перерегистрацией, берут на себя держатели АДР;
- легко и достаточно недорого можно конвертировать АДР первого уровня в АДР второго уровня, так как депозитарному банку не потребуется вести переговоры об аннулировании неспонсируемых АДР с несколькими депозитариями, как это имело бы место при изменении статуса неспонсируемой программы.

Недостатки программы размещения АДР первого уровня:

- они не могут котироваться на американских биржах, что снижает интерес инвесторов;
- эта программа не допускает проведение дополнительной эмиссии и привлечение капитала.

Программа выпуска АДР второго уровня

Программа размещения АДР второго уровня подразумевает полное соблюдение всех требований SEC в отношении регистрации и отчетности.

Эмитент также должен отвечать требованиям листинга американских фондовых бирж: Нью-Йоркской фондовой биржи (далее - NYSE), Американской фондовой биржи (далее - AMEX) - или системы автоматических котировок Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка (далее - NASDAQ), где АДР второго и третьего уровня могут обращаться, каждая из которых предъявляет собственные требования.

Преимущества программы размещения АДР второго уровня:

- она более привлекательна для американских инвесторов, чем программа размещения АДР первого уровня, поскольку АДР второго уровня могут получить котировку на одной из крупнейших бирж США, а этот факт, в свою очередь, повышает интерес инвесторов к АДР второго уровня, способствуя росту ликвидности и конкурентоспособности ценных бумаг;
- получение котировки и регистрация в SEC также способствуют укреплению репутации эмитента в США;
- регулятивные требования SEC позволяют эмитенту контролировать свою акционерную базу в США.

Недостатки программы размещения АДР второго уровня:

- требуется предоставление в SEC более подробной информации, чем при реализации программы АДР первого уровня; в частности, финансовая отчетность должна соответствовать стандартам GAAP US;
- правила SEC не позволяют открытое размещение АДР второго уровня;
- запуск программы АДР второго уровня требует гораздо больше времени и затрат, чем АДР первого уровня (жесткие требования в отношении отчетности, услуги юристов, получение котировок).

Программа выпуска АДР третьего уровня

Программа АДР третьего уровня сходна с программой АДР второго уровня в том, что эмитент должен организовать программу, взаимодействовать с банком-депозитарием, получить котировку на одной из крупнейших бирж США и соблюдать регистрационные требования SEC.

Основное различие состоит в том, что программа третьего уровня позволяет эмитенту привлекать капитал посредством открытого предложения АДР в США.

Преимущества программы размещения АДР третьего уровня:

- все преимущества программы АДР второго уровня;
- позволяет осуществить открытое предложение АДР в США, а следовательно, происходит привлечение капитала.

Недостатки программы размещения АДР третьего уровня:

- требования SEC в отношении отчетности более обременительны, чем для программ АДР других уровней;
- организация и проведение программы АДР третьего уровня связаны со значительными затратами (организационные издержки, включая относящиеся к получению котировки, оплате услуг юристов, организации учета, связям с инвесторами, организации презентаций выпуска).

Существует три вида операций с АДР, а именно: выпуск, перепродажа, конвертация (погашение).

Инвестор, решивший вложить свои средства в АДР иностранной компании, дает приказ своему брокеру приобрести для него АДР. Брокер же может купить АДР на американском рынке у другого собственника АДР, либо на местном рынке в виде акций, которые могут быть конвертированы в АДР. Вариант с покупкой акций на местном рынке через местного брокера имеет больше стадий, нежели перепродажа АДР на американском фондовом рынке. Процедуру выпуска АДР я рассмотрю подробно немного позже.

Когда АДР уже выпущены, они торгуются на фондовом рынке как любые другие ценные бумаги, то есть могут свободно продаваться другим инвесторам. АДР при продаже другому инвестору просто переводятся со счета продавца в клиринговой компании на счет покупателя. Расчеты по такой сделке проводятся так же, как и по другим бумагам, торгующимся в США: в американских долларах на третий рабочий день после заключения сделки. Около 95% всех выпущенных АДР торгуются на рынке без

конвертации. Таким образом, особенно важной функцией депозитарного банка становится функция трансфер-агента и регистратора.

В случае, когда инвестор хочет продать принадлежащие ему АДР, он извещает об этом своего брокера. Последний может продать их на фондовом рынке США, либо продать в виде обыкновенных акций на местном рынке через свое представительство или местного брокера. При желании инвестора продать АДР данная операция так же, как и приобретение АДР, предоставляет два варианта действий брокеру инвестора: перепродажа, либо погашение АДР. Порядок погашения АДР будет описан ниже.

Вне зависимости от вида и типа депозитарной расписки, принципиальная схема их размещения и погашения идентична.

При *выпуске АДР*, брокер, получив заказ от инвестора на приобретение АДР, покупает акции компании-эмитента в стране происхождения и депонирует их в местном кастодиальном банке, имеющим договорные отношения с депозитарным банком, выпускающим АДР. Кастодиальный банк представляет депозитарному банку подтверждение о том, что задепонированные акции компании перерегистрированы на имя номинального держателя, который определяется по соглашению сторон (обычно в качестве номинального держателя выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация). Кастодиальный банк направляет сообщение о наличии акций на счете, их перерегистрации на номинального держателя и поручение на выпуск АДР депозитарному банку. В сообщении указывается:

- количество задепонированных акций;
- наименование эмитента;
- наименование брокера и получателя АДР.

Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в Депозитарную трастовую компанию, получая за эти операции комиссионные от брокера (от 3 до 5 центов за каждые 100 АДР).

Депозитарный банк может под свою ответственность и за дополнительную плату осуществить поставку расписок до фактической перерегистрации акций на номинального держателя, только на основании уведомления о совершении соответствующей покупки. Такая операция носит название *пререлиз*.

АДР могут выпускаться в виде предъявительских сертификатов, если этого требует инвестор. Однако, для инвестора это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев АDR остаются в электронной форме.

Для *погашения АDR* инвестор поручает брокеру продать АDR. Брокер посылает поручение другому брокеру на рынке эмитента на продажу акций, задепонированных под АDR. Когда покупатель найден, брокер уведомляет об этом депозитарный банк, который погашает АDR, и посылает кастодиальному банку сообщение о погашении АDR. Кастодиальный банк перерегистрирует акции на нового владельца. Депозитарный банк взимает комиссионные с брокера за погашение АDR.

Необходимо отметить, что в обычном порядке АDR выпускаются после перерегистрации акций на депозитарный банк, как номинального держателя, и погашаются до перерегистрации акций на нового владельца, т.е. АDR выпускаются под обеспечение акций.

В каждой программе АDR должны обязательно участвовать депозитарный банк и кастодиальный банк. В программах *спонсируемых АDR* обязательно также участие эмитента акций. Однако кроме этих исполнителей программ АDR, участия которых требуют нормативные документы SEC, при реализации программы АDR объективно возникает потребность в участии и других лиц, а именно: финансового советника, осуществляющего финансовые консультации компании в процессе организации программы; юридического консультанта, осуществляющего подготовку необходимых документов, предоставляемых в SEC, для регистрации программы выпуска АDR; аудитора, потенциальных инвесторов и андеррайтеров. Чаще всего

российские эмитенты в качестве юридического консультанта, оказывающего юридическую поддержку во время осуществления программы выпуска АДР и их последующего обращения, выбирают наиболее известные компании в мире, которые имеют представительства в России, такие, как-то: Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy. Выбор юридического консультанта – это первый шаг на пути осуществления программы АДР. Вторым шагом, соответственно, является выбор депозитарного банка, который при сотрудничестве с юридическим консультантом будет оказывать помощь в подготовке регистрационных форм для SEC, а впоследствии – выпускать АДР. Затем компания совместно с депозитарным банком должна подобрать кастодиальный банк, который будет вести учет акций, на которые депозитарным банком будут выпущены АДР. При регистрации АДР второго и третьего уровней обязательно наличие аудиторского заключения о состоянии дел компании, желательно, одного из членов «большой шестерки».

Несмотря на то, что SEC разрешает депозитарию в программах АДР быть трастовой компанией, на сегодняшний день практически все программы осуществляются банками. Практически монопольно такие программы проводят следующие банки: The Bank of New York, Citibank, Morgan Guaranty Trust Company, Bankers Trust, Chase Manhattan, Deutsche Bank. Крупнейшими депозитариями являются The Bank of New York, Citibank, Deutsche Bank. По всем программам АДР на акции российских эмитентов депозитарным банком до 2000г. выступал The Bank of New York, однако в настоящее время в этой роли также выступают Morgan Guaranty Trust Company, Deutsche Bank.²⁸

При выборе депозитарного банка для проведения программ АДР должны быть оценены его:

- операционные возможности (наличие и уровень средств по обеспечению трансфертов акций (ведению реестров собственников АДР), своевременность проведения эмиссии/ погашения депозитарных расписок;

²⁸ Информация с сайта Bank of New York

- административные возможности (общий опыт работы, опыт реализации/обслуживания программы, учет интересов клиентов);
- качество оказываемых услуг.

Помимо перечисленного, также важен учет возможностей конфликта интересов, например, в случае, когда брокеры, дилеры или андеррайтеры, участвующие в проекте, являются аффилированными лицами депозитарного банка. Право США запрещает депозитарию в программах АДР быть одновременно андеррайтером и самому, без обращения к брокерам или дилерам, торговать АДР.

В программах АДР депозитарный банк одновременно выполняет депозитарные функции, является держателем реестра и трансфертным агентом, а также администратором-распорядителем проекта.

Депозитарные функции включают:

- выпуск АДР против поставки ценных бумаг эмитента в кастодиальный банк;
- «раздепонирование» АДР и, как следствие, возврат ценных бумаг эмитента на российский рынок;
- содействие упорядоченной работе фондового рынка при помощи механизма «предраздепонирования».

Российское право не трактует функции депозитария так же широко, как американское. Оно ограничивает их «депозитарной деятельностью», под которой понимается «оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги».²⁹ Взаимоотношения депозитария и клиента (депонента) по российскому праву строятся в соответствии с депозитарным договором (договор счета депо). В программах АДР по праву США заключаются как договор об открытии счета депо (аналог российского договора о счете депо), так и депозитное соглашение.

Депозитное соглашение заключается между депозитарием и эмитентом спонсируемой программы и регулирует ее проведение.

²⁹ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст.7.

Собственники АДР становятся также его стороной. При покупке АДР по Правилу 144А «квалифицированные институциональные инвесторы» или их брокеры дополнительно подписывают «свидетельство-соглашение приобретателей АДР согласно депозитному соглашению, заключенному в соответствии с Правилем 144А».³⁰ В этом документе закреплена обязанность «квалифицированных институциональных инвесторов» соблюдать ограничения, налагаемые законодательством США, на сделки с такими АДР. Образец свидетельства и других документов прилагается к депозитному соглашению так же, как и текст АДР, содержащий его основные условия.

В депозитном соглашении содержатся следующие нормы:

- о правах и обязанностях компании, депозитария и держателей АДР в связи с проведением программы и об оплате депозитарных услуг;
- о правилах выпуска АДР под депонирование ценных бумаг иностранного эмитента;
- о получении дивидендов и других платежей по ценным бумагам иностранного эмитента инвесторами и процедуре голосования ценными бумагами;
- об уплате налогов и сборов;
- о регистрации перехода права собственности на АДР;
- о решении споров, вытекающих из такого договора;
- о поправках к договору и его расторжении.

Как трансфертный агент и держатель реестра, депозитарий обрабатывает трансферты АДР и ведет реестр их зарегистрированных держателей. Также депозитарий в программах АДР обрабатывает выплаты дивидендов, выступает в качестве доверенного лица и отвечает на запросы акционеров.

Будучи администратором-распорядителем проекта, депозитарий:

³⁰ Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. -М.: Статут, 1996. -С.56.

- оказывает помощь иностранной компании в подготовке для SEC требуемых документов, необходимых для регистрации программы АДР, а также при предоставлении в SEC регулярной финансовой отчетности;
- после регистрации в SEC информирует брокерские, инвестиционные компании и других участников рынка ценных бумаг о начале выпуска АДР;
- способствует реализации прав акционеров;
- контролирует ход реализации программы.

Как было сказано ранее, по всем российским программам АДР в качестве депозитарного банка до 2000г. выступал The Bank of New York. Этот выбор не случаен. The Bank of New York является лидером на мировом финансовом рынке по количеству обслуживаемых программ выпуска АДР с момента появления такого финансового инструмента, как АДР. В настоящее время этим депозитарным банком обслуживается более 1300 программ АДР из 69 стран. В 1999 году The Bank of New York зарегистрировал 71% всех новых спонсируемых программ АДР – 130 программ АДР из 39 стран мира. По итогам 1999 года в официальный листинг The Bank of New York включено 79 программ АДР на акции российских эмитентов. Однако с ростом числа российских эмитентов, на акции которых выпускаются американские депозитарные расписки, в качестве банков-депозитариев стали выступать также Morgan Guaranty Trust Company и Deutsche Bank.

Далее будет рассмотрен вопрос, связанный с требованием Председателя банковского комитета Государственной Думы о рассмотрении и внесении изменений в действующие соглашения российских компаний, осуществляющих программы АДР, с The Bank of New York. Эта мера необходима для того, чтобы предотвратить злоупотребления на российском рынке ценных бумаг. В настоящее время сформировалась технология, которая в отсутствии соответствующего законодательства позволяет менеджменту компаний, выпускающих программы АДР, распоряжаться голосами владельцев АДР. Такое положение создает опасность нарушения

прав акционеров. При этом ни российский, ни американский законы не нарушаются. Когда АДР выпускаются под голосующие акции, то формально от лица акционеров, владеющих АДР, выступает депозитарный банк, то есть, The Bank of New York. По соглашению с компаниями-эмитентами банк обязан предупреждать акционеров обо всех вопросах повестки дня собрания акционеров, а также запросить у них инструкции, как голосовать. Однако соглашения между The Bank of New York и компаниями составлены таким образом, что «... The Bank of New York должен информировать акционеров только в том случае, если сама компания-эмитент его об этом попросит. В случае если не попросит, то можно этого и не делать...Если же банк не получает инструкцию по голосованию, то он выдает доверенность на право голосовать самой компании, то есть менеджменту».³¹ В ряде случаев это может привести к злоупотреблениям – нарушению прав миноритарных акционеров, а где-то к ущемлению прав старших акционеров. Как известно, в некоторых случаях им является государство. Наглядный пример: в 99% случаев держателям АДР РАО «ЕЭС России» инструкции по голосованию не выдавались, а The Bank of New York выдавал доверенность менеджменту РАО «ЕЭС России» на голосование 26%-ным пакетом акций компании, принадлежащим иностранным инвесторам.

Предоставленная The Bank of New York российским компаниям возможность получения права голосовать от имени иностранных владельцев АДР, которая закреплена в депозитном соглашении, заключаемом между российским эмитентом АДР и The Bank of New York, является большой выгодой как для менеджмента российских компаний, которые могут манипулировать голосами при проведении в Совет директоров удобных для руководства компании людей и блокировать неудобные для менеджмента решения собраний акционеров, так и для самого депозитарного банка, который старается с помощью предоставляемой возможности «перетянуть этот бизнес на себя».

³¹ интервью Председателя банковского комитета Государственной Думы Шохина А. Интерфаксу -АФИ

Для решения проблемы, связанной с ущемлением прав акционеров компании, выпускающей АДР, необходимо внести изменения и дополнения в Закон «Об акционерных обществах», в соответствии с которым вводился бы запрет на голосование менеджерами акционерных обществ от имени акционеров-собственников АДР. . В мае 2000 года планировалось провести слушания на эту тему в Государственной Думе РФ с участием представителей The Bank of New York. В настоящее время право голоса менеджер может получить только на основании доверенности от собственника АДР.

В мае 2000 года планировалось провести слушания на эту тему в Государственной Думе РФ с участием представителей The Bank of New York. В настоящее время право голоса менеджер может получить только на основании доверенности от собственника АДР.

Важное значение для бесперебойного функционирования механизма АДР имеет деятельность кастодиального банка. В качестве кастодиального банка выступает либо филиал депозитарного банка, либо местный банк, удовлетворяющий следующим требованиям:

- кастодиан должен отвечать требованиям Правила 17f-5 Закона США «Об инвестиционных компаниях» 1940г. или иметь возможность получить освобождение;
- кастодиан должен иметь рекомендацию клиентов и регулирующих органов.

В соответствии с Правилем 17f-5 под *кастодианом* подразумевается:

- 1) национальный по капиталу банк или трастовая компания, имеющая акционерный капитал не менее 200 млн. долл.;
- 2) филиал банка США, зарегистрированный по местному законодательству с акционерным капиталом не менее 100 млн. долл.;
- 3) центральный в данной стране депозитарий или клиринговая компания;
- 4) депозитарий или клиринговая компания, работающая в транснациональной системе хранения ценных бумаг.

В том случае, если финансовый институт не отвечает требованиям Правила 17f - 5, у него есть возможность получить «приказ об освобождении», который делает исключение для организации в отношении конкретного правила. Например, акционерный капитал Chase Manhattan Bank International (Москва), филиала крупного американского банка Chase Manhattan Bank, составлял менее 100 млн. долл., что противоречит Правилу 17f-5. Банк получил «приказ об освобождении» от требования к акционерному капиталу в связи с высокой репутацией головного банка и стал выполнять функции кастодиана. Действие «приказа об освобождении» распространяется только на финансовый институт, который его получил.

Кастодиан выполняет ряд важных функций по программам АДР, в частности:

- осуществляет учет, хранение и перерегистрацию акций, под которые выпускаются АДР, в реестре на имя депозитарного банка, как номинального держателя, по его указанию;
- уведомляет депозитарный банк о предстоящих и осуществленных корпоративных действиях эмитента акций;
- осуществляет конвертацию в доллары США и перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты и пр.);
- осуществляет удержание налогов по выплатам по ценным бумагам;
- осуществляет голосование на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка;
- обеспечивает депозитарный банк информацией об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены АДР.

В качестве *российских кастодианов по программам АДР* выступают следующие банки:

1. российские представительства (дочерние компании) транснациональных банков Chase Manhattan, Citibank, ING Eurasia. Эти банки получили освобождение от Правила 17f-5 благодаря репутации головных банков, хотя сами представительства - российские резиденты требованиям 17f-5 по размеру акционерного капитала не отвечают. Банк ING Eurasia выступает кастодианом по всем программам АДР на российские корпоративные бумаги, осуществляемые The Bank of New York;
2. "Внешторгбанк", который получил разрешение SEC, как полностью отвечающий условиям Правила 17f-5 является кастодианом по программам ГДР (Правило 144А и Правило "S") на 5 выпусков ОВГВЗ.

До финансового кризиса 18 августа 1998 года акции российских эмитентов, которые депонировались для выпуска АДР, находились на хранении в Депозитарно-клиринговой компании. Однако после финансового кризиса в России The Bank of New York, руководствуясь пожеланиями своих клиентов, счел целесообразным хранить акции российских эмитентов в едином государственном депозитарии или у всемирно признанного кастодиана. В связи с тем, что концепция по созданию Центрального депозитария до сих пор еще находится на стадии разработки, то речь о переводе акций в единый государственный депозитарий не шла. В итоге акции, принадлежащие клиентам The Bank of New York и находящиеся на хранении в Депозитарно-клиринговой компании, были переведены в банк ING Barings в номинальное держание ING Bank Eurasia Moscow.

В конце 1999 года руководство Депозитарно-клиринговой компании обратилось в The Bank of New York с просьбой о возобновлении депонирования в Депозитарно-клиринговой компании акций под выпуск АДР. Руководство The Bank of New York в целом положительно отнеслось к просьбе компании, однако из-за скандала вокруг российских счетов в

ближайшее время, по-видимому, вопрос о возобновлении расчетов по АДР через Депозитарно-клиринговую компанию так и останется нерешенным.

Как свидетельствует практика проведения операций с АДР, кастодиальный банк получает 20 % от доходов по программе АДР, проведенной депозитарным банком – The Bank of New York.

Расчеты по АДР, вне зависимости от того, была ли сделка заключена на фондовой бирже или на вторичном рынке, в большинстве случаев производятся в одной из следующих расчетно-клиринговых систем: Депозитарной трастовой компании для большинства АДР, имеющих обращение на рынке ценных бумаг в США, Euroclear и Clearstream для АДР, обращаемых в Европе. Принципы функционирования этих систем схожи между собой, поэтому далее будет рассмотрена только схема проведения расчетов через Депозитарную трастовую компанию.

Депозитарная трастовая компания выступает как крупнейший кастодиан в мире. В настоящее время она держит в кастоди:

- 80% корпоративных ценных бумаг, входящих в сводный индекс Dow Jones Industrial Average;
- 74% всех входящих в листинг на NYSE акций;
- 63% всех котируемых акций в системе NASDAQ и 50% всех котируемых бумаг на AMEX;
- 90% оборота сделок совершаемых на NYSE;
- 95% оборота торгов по муниципальным облигациям в мире.³²

Расчеты, проводимые через Депозитарную трастовую компанию, можно представить в виде схемы (см. приложение 2.1).

На данной схеме имеются следующие обозначения:

1. Накануне сделки инвестор размещает заказ на покупку или продажу ценных бумаг на американском рынке у брокера-дилера США, имеющего доступ на биржу США.

³² Deutsche Bank. Corporate Trust & Agency Services.. 1999. -С.27.

2. Брокер-дилер США выполняет заказ на NYSE, на другой крупной фондовой бирже или на внебиржевом рынке США.

Накануне сделки инвестор размещает заказ на покупку или продажу ценных бумаг на американском рынке у брокера-дилера США, имеющего доступ на биржу США.

3. Брокер-дилер США выполняет заказ на NYSE, на другой крупной фондовой бирже или на внебиржевом рынке США.
4. Отчет о выполнении заказа с деталями сделки высылается обратно в виде подтверждения инвестиционной компании либо по системе SWIFT, либо по электронному терминалу, обычно предоставляемому своим клиентам брокером-дилером США.
5. Отчет о совершенной сделке направляется с биржи кастодиальному банку, указанному при совершении сделки брокером-дилером США.
6. Кастодиальный банк получает инструкцию от брокера-дилера США с деталями сделки на проведение расчетов по сделке.
7. Инвестиционная компания инструктирует о сделке свой кастодиальный банк на следующий день после получения отчета брокера-дилера США о совершенной сделке.

Схема расчетов по АДР имеет одну особенность. В случае, если инвестиционная компания сделала короткую продажу АДР на фондовом рынке США, она может прибегнуть к одному из двух вариантов:

- 1) купить эквивалентное количество АДР для того, чтобы закрыть короткую позицию;
- 2) конвертировать обыкновенные акции в АДР; конвертация акций в АДР и АДР в акции производится депозитарием, осуществившим выпуск АДР.

Приведем краткие выводы по рассмотренному материалу. Для выпуска программ АДР, в первую очередь, необходимо участие депозитарного банка и кастодиального банка. Для российских эмитентов по

всем программам АДР депозитарным банком выступают The Bank of New York, Morgan Guaranty Trust Company, Deutsche Bank, которые являются лидерами на мировом финансовом рынке по количеству обслуживаемых программ выпуска АДР. В программах АДР указанные банки одновременно выполняет депозитарные функции, является держателем реестра, трансфертным агентом и администратором-распорядителем.

Каждая программа АДР требует участия кастодиального банка, осуществляющего хранение ценных бумаг эмитента, под которые депозитарный банк выпускает АДР. По согласованию с The Bank of New York в качестве кастодиана для российских компаний выступает банк ING Eurasia. Кастодиальный банк действует на основании договора с депозитарием и ответственен перед ним. Банк ING Eurasia выполняет такие функции, как: получает ценные бумаги российских эмитентов на хранение, хранит их (регулярно проводит проверку реестра владельцев ценных бумаг, который ведется регистратором и предоставляет информацию о результатах проверки The Bank of New York), доставляет ценные бумаги лицам, указанным депозитарием.

При продаже АДР возможны следующие операции: перепродажа и погашение, то есть обратная конвертация АДР в акции. Перепродажа АДР – наиболее простая операция, тогда как выпуск и погашение АДР включают значительно больше стадий, необходимых для выполнения этих операций.

Выпуск программ АДР представляет повышенный интерес для российских компаний. К настоящему времени программы АДР осуществили около 63 компаний. Число российских эмитентов на мировом фондовом рынке постоянно увеличивается. Выход на международный фондовый рынок – отнюдь не дешевое удовольствие. По оценкам финансовых специалистов с Уолл-Стрит, для того, чтобы зарегистрировать программу АДР в США и, самое главное, обеспечить активные котировки АДР, компания-эмитент должна потратить около 1,5 млн.долл.

Большинство программ АДР российских компаний служат целям не привлечения дополнительного капитала, а расширения круга потенциальных инвесторов и повышения ликвидности ценных бумаг эмитентов.

На американском фондовом рынке представлены лишь пять компаний: «Вымпелком», «Ростелеком», «Татнефть», "МТС", "Вимм-Билль-Данн", которые котируются на биржевом рынке США – на NYSE. Сделки с АДР этих компаний проходят регулярно, как правило, ежедневный объем сделок составляет от одного до нескольких миллионов долларов. Большое значение для российских компаний представляет фондовый рынок Германии, где представлены АДР примерно 30 российских компаний.

Внебиржевой рынок АДР на акции российских эмитентов представлен в разрезе различных типов рынка: неорганизованный, организованный и брокерский внебиржевые рынки. Наибольшие объемы сделок с АДР российских компаний проходят через брокерский рынок. Суммарный оборот по АДР российских компаний, включая в расчет как биржевой, так и внебиржевой рынок, в 1999 году составил около 20 млрд.долл.³³

Большое распространение на рынке АДР получили арбитражные операции. Возможность для арбитража возникает из того факта, что рынок АДР в США и Европе и рынок акций в России - это два совершенно различных сегмента фондового рынка, в то время как активы, лежащие в основе этих финансовых инструментов, одни и те же, что позволяет получать достаточно высокую прибыль.

³³ Bank of New York Depositary Receipts Research Year 2001.

2. Еврооблигации и другие инструменты. Взаимодействие с европейскими расчетно-клиринговыми центрами.

При размещении ценных бумаг через расчетно-клиринговые организации Euroclear Bank и Clearstream Banking данные организации взаимодействуют с Лид менеджерами (Lead Manager) или Агентами по размещению (Issuing Agents). Задачами Лид менеджеров являются общая координация действий всех участников в процессе размещения, установление общих принципов размещения, оформление необходимых документов выпуска, распространяемого синдикатом андеррайтеров. Агент по размещению выступает в качестве посредника (связующего звена) между эмитентом и дилерами в отношении среднесрочных и краткосрочных ценных бумаг, размещаемых без участия андеррайтеров. Задачами обоих вышеупомянутых участников является осуществление мероприятий по приведению выпуска в соответствие с требованиями расчетно-клиринговых систем и, как следствие, принятию ими ценных бумаг на обслуживание.

К обслуживанию в этих системах могут быть приняты бумаги, распространяемые на международном рынке непосредственно (еврооблигации и др.), подлежащие обращению на международном рынке и одном или нескольких локальных рынках (в международной практике данная форма обозначается как Global Market distribution), а также размещаемые или уже размещенные на локальном рынке (если есть возможность установления корреспондентских отношений между международными расчетно-клиринговыми центрами и местным центром).

Существует два способа размещения ценных бумаг через расчетно-клиринговые центры Euroclear и Clearstream: против платежа и свободно от платежа.³⁴ Необходимым условием при распространении ценных бумаг

³⁴ Clearing the air. // Global custodian. – winter 2001.-p.78.

против платежа является наличие у Лид Менеджера или Агента по размещению статуса Участника системы (Participant).

При размещении ценных бумаг против платежа бумаги могут находиться на хранении или учете как в депозитарии вне расчетно-клиринговой системы, так и поставляться на специально открываемый в этих центрах специальный счет, предназначенный для размещения новых выпусков. Средства, поступающие от покупателей поступают одновременно с зачислением на их счета ценных бумаг. Кроме того Euroclear Bank предоставляет возможность в случае необходимости получить кредит для осуществления расчетов.

При осуществлении размещения на условиях свободно от платежа, ценные бумаги также могут находиться на учете или хранении в депозитарии вне систем, на эмиссионном счете, а также сразу зачисляться сразу зачисляться после совершения сделки на счет покупателя в Euroclear или Clearstream.

Кроме того возможна схема, когда размещение происходит не в реальном времени (Issuance Date value). В данном случае Лид менеджер или Агент по размещению может осуществить распространение ценных бумаг за несколько дней до даты осуществления расчетов. При этом они должны подать в расчетно-клиринговый центр сводное поручение, содержащее информацию как по количеству бумаг и покупателям, так и по сумме денежных платежей, с указанием даты проведения расчетов.

Депонирование ценных бумаг обязательно должно осуществляться в специально назначенном для конкретного выпуска депозитария (либо в соответствии с нормативно-правовыми актами, либо с условиями выпуска, либо с устоявшейся практикой на рынке). В качестве такого депозитария может выступать, так называемый, единый депозитарий (Common Depositary), который обслуживает и Euroclear и Clearstream, также специализированный депозитарий (Specialized Depositary) - не путать с российским институтом специализированного депозитария, который

обслуживает международные бумаги для Euroclear, а также местный или локальный депозитарий и центральный депозитарий, который обслуживает ценные бумаги, обращающиеся также и на местном рынке конкретного государства.

Возвращаясь к вопросу о счетах для размещения выпусков ценных бумаг, открываемых в расчетных центрах, отметим, что Лид менеджер, на имя которого открывается этот счет, представляет синдикат андеррайтеров. Данный счет используется при распространении ценных бумаг на условиях против платежа и открывается только для Участников системы. Счет, открываемый на имя Агента по размещению также используется при организации размещения ценных бумаг на условиях против платежа, но возможен и вариант, предусматривающий схему реализации свободную от платежа. Данные по таким счетам не сообщаются всем участникам системы автоматически и не находятся в свободном доступе. Задачей Лид менеджеров и Агентов по размещению является проинформировать заинтересованные стороны о реквизитах счета.

Кроме того, при организации выпуска ценных бумаг через расчетные центры, Лид менеджерам и Агентам по размещению расчетными центрами могут предоставляться кредиты, которые возможно использовать в случаях, если сумма, подлежащая уплате эмитенту соответствует поступившей от покупателей на конкретную дату, или если существует договоренность о перечислении средств эмитенту до завершения расчетов с покупателями.

Как правило, размещение ценных бумаг осуществляется в ночном режиме (overnight process), сущность которого будет раскрыт в третьей главе, разделе о депозитарных услугах.

Сейчас хотелось бы подробнее остановиться на видах депозитариев, обслуживающих выпуски и организации взаимодействия с ними.

Единый депозитарий (Common Depository) - депозитарий, выбранный для обслуживания выпусков ценных бумаг одновременно и Euroclear и Clearstream. Его задачами являются проведение мероприятий по

депонированию ценных бумаг от имени расчетных центров, осуществлять платежи Лид менеджера эмитенту в том случае, если размещение ценных бумаг происходит на условиях против платежа через указанные расчетные центры.

При распространении ценных бумаг на условиях против платежа, единый депозитарий, как правило, получает ценные бумаги по окончании размещения во время так называемой Закрывающей церемонии (Closing ceremony), проводимой при организации выпусков Еврооблигаций, Глобальных облигаций, Глобальных депозитарных расписок. Единый депозитарий должен получить подтверждение от эмитента о подлинности сертификата выпуска, передать эмитенту подтверждение принятия сертификата на хранение, а также подтверждение того, что выпуск был оплачен. Информацию о сумме оплаты выпуска получают от Лид менеджера, а подтверждения от расчетных центров. Сумма в оплату размещенного выпуска может быть зачислена на счет в едином депозитарии или в указанном эмитентом банке.

В некоторых случаях, когда валюта номинала выпуска требует дополнительного времени для осуществления расчетов с покупателями, церемония закрытия может пройти досрочно (Pre-closing ceremony). В этом случае эмитент получает подтверждение о фактах принятия покупателями обязательств по осуществлению платежей за полученные ценные бумаги.

При осуществлении расчетов по схеме свободно от платежа, церемонии закрытия, как правило не существует. Лид менеджер доставляет сертификат выпуска в единый депозитарий, тот в свою очередь подтверждает факт его получения для расчетных центров.

При размещении выпуска ценных бумаг через Агента по размещению, Агент должен задепонировать ценные бумаги (сертификат) в едином депозитарии, который извещает об этом расчетные центры. Деponирование может осуществляться за день до даты начала размещения. В этом случае процесс размещения пройдет в ночном режиме в указанный в документах

день размещения. В случае, если ценные бумаги были задепонированы в день размещения, сам процесс пройдет в ночном режиме на следующий день.

Сейчас рассмотрим схему, при которой расчетно-клиринговыми центрами используются местные (локальные) депозитарии стран.

В этом случае расчетные центры могут открыть счета напрямую в центральных депозитариях стран, либо открыть корреспондентский счет в одном из депозитариев, уже имеющих счет в центральных депозитариях (см. приложение 2.2).

При выпуске ценных бумаг с участием местного депозитария возможно два варианта. Первый заключается в том, что размещение происходит на внутреннем рынке, а потом какое-то количество задепонированных в локально депозитарии ценных бумаг может обращаться через международные расчетно-клиринговые центры (см. Приложение 2.3). Вторым вариантом предполагается не просто осуществление операций через расчетные центры, как в первом случае, а почти полноценный выпуск ценных бумаг, обращающихся на внутреннем рынке, на международный рынок с использованием Лид менеджера или Агента по размещению (см. Приложение 2.4)

Говоря о российской практике единственным институтом, выступающим в качестве локального депозитария является Внешторгбанк. В 1997 году Euroclear в лице оператора счета Morgan Guaranty Trust Company (в 2001 году эта функция перешла к Euroclear Bank) был открыт счет в этом банке, что позволило проводить операции с ОВГВЗ через указанный расчетно-клиринговый центр.³⁵ К данному конкретному случаю применима схема, где не происходило размещение ценных бумаг через Euroclear.

³⁵ Информация с официального сайта Внешторгбанка

Глава 3. Основные виды деятельности, осуществляемые российскими профессиональными участниками рынка ценных бумаг на международном рынке.

1. Услуги брокера

Наиболее распространенным и востребованным видом услуг, предлагаемых российскими профессиональными участниками на международном рынке ценных бумаг являются услуги брокера.

Стоит отметить тот факт, что рынок еврооблигаций, как крупнейший сегмент международного рынка ценных бумаг для российских банков, является внебиржевым, т.е. сделки по большей части заключаются «по телефону». Впрочем, и значительная часть операций с АДР и ГДР российскими профучастниками осуществляется также на неорганизованном рынке.

Обычно брокеры связаны прямой контактной линией со своими клиентами из банков и других инвестиционных институтов, выставляя котировки на определенных страницах экранов торговых систем. Именно эти экраны считаются основным источником рыночной информации в реальном времени, где не только высвечиваются текущие курсы спроса и предложения, но и приводятся основные условия новых выпусков, а также происходит обмен мнениями между участниками рынка.

При этом существует два способа проведения операций с международными ценными бумагами. Первый заключается в том, что организация, предоставляющая брокерские услуги на рынке международных ценных бумаг, открывает счет непосредственно в международном расчетно-клиринговом центре. Во втором случае брокер может не иметь счета в Euroclear или DTC и т.д., но имеет счет в организации-резиденте или иностранном банке, например, Bank of New York, Deutsche Bank и т.д. (в том случае, если брокер-кредитная организация), у которого открыт счет в

указанных организациях. Следует заметить, что в обоих случаях речь идет о счете номинального держателя (или «клиентском»), т.к. по российскому законодательству и фактически во всех развитых странах существует требование раздельного хранения и учета собственных и клиентских ценных бумаг. Кроме этого, для оказания такого рода услуг необходимо иметь в структуре и депозитарий или выполнять функции оператора счета клиента. Итак, если подробнее рассмотреть причины выбора того или иного способа участия на рынке, важнейшим фактором в пользу первого варианта является большое количество совершаемых брокером операций и наличие значительной клиентской базы, пользующейся услугами брокера на данном сегменте рынка. Безусловно, наличие счета открытого напрямую в расчетно-клиринговом центре позволяет сократить сроки совершения операции (включая переход прав на бумаги). С другой стороны, в том случае, если поступают разовые заявки на совершение операции, реальной необходимости нести издержки, связанные с обслуживанием счета в расчетно-клиринговом центре, не присутствует.

Наиболее активно предлагают брокерские услуги на рынке международных ценных бумаг банки. Среди них следует выделить в первую очередь Внешторгбанк, Альфа-банк, Внешэкономбанк, Московский международный банк, Еврофинанс, а также дочерние банки крупных иностранных банков: Ситибанк, Кредит свисс ферст бостон (CSFB), ING Банк Евразия, Международный инвестиционный банк и другие.³⁶ Наиболее активен в этой области (за исключением дочерних банков иностранных банков, о которых будет сказано позже) Внешторгбанк. Среди российских инвестиционных структур он признан маркет-мэйкером на рынке международных ценных бумаг, в частности еврооблигаций российских эмитентов. Данный статус был приобретен за счет широчайшей клиентской базы, значительного опыта в данной сфере, признания со стороны иностранных партнеров, а также развитой корреспондентской сети. Статус

³⁶ Информация официальных сайтов указанных банков, годовых отчетов за 2001 год.

маркет-мейкера подразумевает выставление обладателем данного статуса твердых котировок торговли лотами определенного размера по некоторому минимальному числу ценных бумаг (в данном случае еврооблигаций) и иногда со спредом между котировками купли-продажи, не превышающим заданной максимальной величины.

Кроме того, ввиду устоявшейся ситуации на рынке, Внешторгбанк также является маркет-мейкером по ОВГВЗ, торговли которыми осуществляется на данный момент и через Euroclear. Подробнее о причинах сложившейся ситуации и взаимодействии с расчетно-клиринговыми центрами будет сказано в разделе, посвященном депозитарной деятельности.

Теперь же вернемся к положению иностранных дочерних банков, зарегистрированных на территории РФ как юридические лица. В данном случае указанные банки также предлагают свои услуги на международном рынке ценных бумаг, и их несомненным конкурентным преимуществом является «родство» со своими знаменитыми материнскими организациями. Это позволяет пользоваться налаженными материнскими банками связями и устоявшейся клиентской базой, что в рамках внебиржевого рынка играет значительную роль. Так клиент, обратившийся к брокеру из указанной организации может рассчитывать на то, что брокер сможет найти выгодное предложение практически в любой точке земного шара и в достаточно короткий срок. Пожалуй единственным, однако достаточно существенным недостатком, для российских инвесторов, является высокий уровень комиссии, взимаемой брокером, т.к. размер тарифов регулируется (согласовывается) головной организацией, ориентирующейся на мировой уровень и считающей, возможно вполне обоснованно, что «за Имя надо платить».

Возвращаясь к вопросу о необходимости открытия напрямую счета в международных расчетно-клиринговых центрах, заметим, что совсем не обязательно, что сделка пройдет через указанные центры. В России на

данный момент у инвесторов имеется достаточный объем ценных бумаг (еврооблигаций, АДР и прочих), поэтому брокер может найти покупателя (продавца) и на внутреннем рынке.

2. Депозитарная деятельность.

В данном разделе мы рассмотрим механизм проведения операций на международном рынке ценных бумаг в разрезе видов ценных бумаг и институтов, обеспечивающих их обращение.

Основные международные расчетно-клиринговые центры - это Clearstream Banking и Euroclear Bank. Эти институты находятся в Европе, однако участниками (Participants) могут быть институты, оказывающие услуги на рынке ценных бумаг, всего мира. Принципиально важно, что организации (банки, инвестиционные компании, трастовые компании), имеющие счета в вышеуказанных расчетно-клиринговых центрах признаются ими не клиентами, а участниками, тем самым подчеркивая характер своей деятельности по организации расчетов (по схожему принципу участия, используемому на биржах). Итак для того, чтобы стать участником Euroclear или Clearstream необходимо открыть счет для хранения ценных бумаг (счет депо в российской практике), счет для денежных расчетов в этих институтах. На сегодняшний день счета в международных расчетно-клиринговых центрах среди российских банков имеют Внешторгбанк, Внешэкономбанк, Еврофинанс, Альфа-банк, Росбанк, Международный Московский Банк (ММБ).³⁷ В Euroclear открываются отдельно счета для совершения операций с собственными ценными бумагами и счет для совершения операций клиентов. При этом обязательно разделение хранимых клиентских и собственных ценных бумаг.

³⁷ Информация с официальных сайтов указанных банков

Говоря о взаимодействии российских банков с Euroclear, следует заметить, что единственным институтом в России, в котором был открыт счет для Euroclear, является Внешторгбанк.³⁸ Данный счет был открыт для совершения на международном рынке операций с ОВГВЗ. Причиной этому стало то, что ввиду сложившейся рыночной конъюнктуры, во Внешторгбанке на хранение (учете) находится порядка 70% данного вида ценных бумаг. Вследствие этого расчеты по сделкам с указанным инструментом проводятся в данном кредитном учреждении. Другими словами, Внешторгбанк фактически является «расчетным» депозитарием по ОВГВЗ. Несмотря на то, что официально этот статус за ним не закреплен, ряд крупных мировых кастодиальных институтов, в числе которых Bank of New York, ABN-Amro, UBS Warburg, Deutsche Bank и ряд других, признали Банк внешней торговли «надежным иностранным кастодианом» (eligible foreign custodian).³⁹ Данный факт подтверждает и образованная ведущими мировыми кастодианами Ассоциация Глобальных Кастодианов (The Association of Global Custodians). Функции этой Ассоциации включают в себя сбор, анализ информации о мировых кастодиальных институтах, оценку уровней риска, существующих в процессе деятельности вышеупомянутых организаций, и предоставление аналитической информации ведущим кастодианам мира. Дело в том, что существуют определенные ограничения в отношении размещения активов на хранение в кастодиальных институтах развивающихся стран (emerging markets). Вследствие этого «глобальные кастодианы» не могут размещать на хранение свои, либо клиентские активы в институтах, не соответствующих определенному максимальному уровню риска. Для оценки размера рисков в своих исследованиях Ассоциация Глобальных Кастодианов и ее члены пользуются требованиями или правилами (rules), разработанными Комиссией по ценным бумагам и биржам США. В частности основными требованиями, которым должны соответствовать иностранные депозитарно-кастодиальные институты для того, чтобы получить возможность принимать на хранение

³⁸ Информация с сайта Внешторгбанка

(учет) средства американских фондов, являются правило 17-f-5 и 17-f-7.⁴⁰ Несмотря на то, что формально эти правила были разработаны в отношении размещаемых средств американских фондов, в настоящее время они являются мировыми «эталоном» для инвесторов развитых стран всего мира. Итак, согласно выводам Ассоциации Глобальных Кастодианов правилу 17-f-5 соответствует ряд институтов в России, среди которых Росбанк, Внешторгбанк, Национальный депозитарный центр (НДЦ), Депозитарно-клиринговая компания (ДКК), а правилу 17-f-7 – НДЦ, ДКК и Внешторгбанк. Причем, если НДЦ и ДКК получили этот статус и подтверждение того, что они являются, хоть и неформально, центральными или расчетными депозитариями по ряду ценных бумаг ввиду обслуживания биржевых расчетов по этим бумагам, то Внешторгбанк получил этот статус в силу того, что таким образом сложилась рыночная ситуация. И, конечно, справедливо заметить, что ни НДЦ, ни ДКК не обслуживают ценных бумаг, напрямую торгуемых на международном рынке, в то время как Внешторгбанк признан расчетным или центральным депозитарием (Central Securities Depository) по ОВГВЗ.

Ассоциация глобальных кастодианов ежегодно проводит мероприятия по сбору информации о кастодиальных институтах региона emerging markets путем проведения анкетирования. В каждый институт направляется вопросник (Questionnaire), содержащий несколько сотен пунктов, охватывающих все разделы деятельности кастодиана, включающие временные рамки проведения операций (dead lines), виды инструментов, обслуживаемых в организации, автоматизацию системы, наличие внутреннего и внешнего аудита, соответствие требованиям регулирующих органов и многое другое. Результаты анализируются и обобщаются в резюме по каждому институту (profile), которое предоставляется вместе с заполненным вопросником членам Ассоциации. Кроме этого крупнейшие мировые кастодианы самостоятельно собирают такого рода информацию из

³⁹ Информация с сайта Внешторгбанка

всевозможных источников. Целью всего процесса является предоставление полной информации о деятельности кастодиальных институтов развивающихся стран конечным инвесторам – фондам и институтам, являющимся клиентами глобальных кастодианов.

Сейчас подробнее хотелось бы остановиться на технологиях совершения операций через международные расчетно-клиринговые центры.

Сделки через Euroclear и Clearstream осуществляются в так называемом «ночном режиме» и в режиме «реального времени»- «Day Light».⁴¹ «Ночной режим» подразумевает осуществление сделки через определенный период времени после подачи поручения, а не день в день. В режиме же реального времени сделка проводится в день подачи поручения при условии соблюдения требований к форме поручения, наличия квитанки с поручением контрагента, а также при условии, что поручения были поданы до «времени отсечения»- «deadline».

Рассмотрим подробнее процедуру осуществления сделок в «ночном режиме». При совершении операции возможно два варианта: проведение расчетов в форме «поставка против платежа» (delivery versus payment или DVP) и поставка свободная от платежа (delivery free of payment или DFP). Поставка против платежа подразумевает одновременный перевод бумаг и денежных средств, а также предварительный контроль их наличия на счетах контрагентов (иначе сделка не будет проведена), что является фактором гарантии выполнения обязательств сторонами. При расчетах по форме DVP клиент должен подать поручения на зачисление бумаг (в случае если он выступает покупателем) не позднее дня, предшествующего дате осуществления расчетов (value date) до 13 часов по московскому времени, а также обеспечить к указанному моменту наличие денежных средств в достаточном количестве на своем счете. После этого уже Депозитарий должен в свою очередь подать поручение в расчетно-клиринговый центр и обеспечить наличие денежных средств на своем счете в указанных центрах.

⁴⁰ Акт об инвестиционных компаниях от 1940 года Комиссии по ценным бумагам и биржам США

В то же время, если клиент выступает в качестве продавца, он должен подать в Депозитарий поручение на списание ценных бумаг до 15 часов по московскому времени в день, предшествующий совершению сделки, а также обеспечить наличие ценных бумаг на своем счете депо. Далее опять же Депозитарий подает поручение в Euroclear/Clearstream и обеспечивает наличие бумаг на своем счете в этих организациях. По итогам совершения расчетов международные расчетно-клиринговые центры извещают Депозитарий о совершении операции по счетам в форме выписки по денежному счету или счету, на котором учитываются ценные бумаги. Вслед за этим уже Депозитарий извещает схожим образом своих клиентов о проведении расчетов.

Режим «Day Light» на условиях позволяет подавать поручения в день совершения расчетов. Для этого в поручении обязательно должно указываться требование совершения операции в режиме «Day Light». Кроме того, при совершении расчетов на условиях «поставка против платежа», оно должно быть предоставлено клиентом-покупателем в Депозитарий до 13 часов по московскому времени, вместе с подкреплением денежного счета в случае отсутствия достаточного количества средств для проведения расчетов с контрагентом. Если клиент является продавцом ценных бумаг, то он должен подать поручение на списание определенного количества бумаг со своего счета до 15 часов по московскому времени и обеспечить наличие данного количества ценных бумаг на своем счете депо в Депозитарии. При этом также указывается в поручение требование осуществления расчетов в режиме «Day Light». При совершении сделки на условиях (DFP) поручение должно быть передано в депозитарий до 15 часов по московскому времени, а также клиент (в случае продажи) подкрепляет при необходимости свой счет депо к указанному выше времени. Далее взаимодействие Депозитария с международными расчетно-клиринговыми центрами и клиентами осуществляется аналогично «ночному режиму».

⁴¹ Здесь и далее согласно Условиям осуществления депозитарной деятельности Внешторгбанка от 06.12.01

Отдельно следует остановиться на рассмотрении существенных позиций, указываемых в поручении в обязательном порядке. Итак, необходимо указать ISIN код бумаги, сумму по номиналу, а также валюту номинала, наименование клиента и его номер счета депо в Депозитарии, вид операции (получение или поставка против или свободная от платежа), указание счета, через который будет производиться оплата, и наименование международного расчетно-клирингового центра, дата расчетов (value date), а также номер счета контрагента и наименование международного расчетно-клирингового центра.

В настоящее время наиболее используемым каналом связи с международными расчетно-клиринговыми центрами является обмен сообщениями SWIFT. Этот способ используют фактически все российские участники международного рынка ценных бумаг. Однако Euroclear предлагает своим участникам и другой способ связи и получения информации - систему Euclid. Среди российских банков и других инвестиционных институтов ею пользуется лишь Внешторгбанк.

Данная система представляет собой широкий канал двусторонней связи, позволяющей получить эффективный доступ к услугам Euroclear. Для этого функции EUCLID классифицированы по видам услуг Euroclear.⁴²

EUCLID предоставляет доступ в режиме реального времени с использованием дружественного к пользователю интерфейса с возможностью подтверждения и отмены действий, а также модификации приоритетов, к следующим функциям: непрерывный отчет о согласовании проведенных торговых операциях, подтверждении сделок, расчеты по операциям на внутреннем рынке, отчеты о расчетах после дневного и ночного процессинга, отчеты о сальдо ценных бумаг после каждого ночного процессинга. Кроме этого, предоставляется доступ с возможностью подтверждения и отмены действий к предоставлению и погашению займа в ценных бумагах, ежедневным отчетам о состоянии кредитов и

⁴² Здесь и далее информация с сайта www.euroclear.ru

заимствований, а также сальдо кредитов и заимствований в ценных бумагах и связанных с эти комиссиях.

EUCLID позволяет проводить в режиме реального времени с возможностью подтверждения и отмены действий депозитарные операции (включая выдачу инструкций по сертификатам ценных бумаг), а также формировать ежедневные отчеты по

- исполненным и неисполненным депозитарным инструкциям,
- оценке стоимости портфеля,
- возможным потребностям в компенсации по доходам,
- предстоящим выплатам процентов и дивидендов,
- погашению основной суммы, выплатам процентов и дивидендов,
- погашению основной суммы по датам валютирования,
- выполненным и невыполненным требованиям по возмещению уплаченных налогов,
- предельным срокам и корпоративным событиям, затрагивающим любую позицию, которую имеют в Euroclear или в отношении которой имеются неисполненные инструкции по расчетам.

EUCLID исполняет в режиме реального времени с возможностью подтверждения и отмены действий поручения на переводы денежных средств, а также формирует в режиме реального времени отчеты о состоянии, подтверждения поручений. Также формируются ежедневные отчеты об исполнении денежных переводов, остатках и движении денежных средств.

EUCLID - утвержденная система отправки отчетов о всех соответствующих транзакциях, включая инструкции конечного инвестора, в Securities and Futures Authority Limited, London (SFA), вошедшую в 2001 году в состав Financial Securities Authority.

EUCLID предлагает легкий доступ к базам данных, содержащих информацию о ценных бумагах (включая сведения о ценах и новых выпусках), кодах контрагентов и корреспондентов, предельных сроках и корпоративных событиях, затрагивающих любой продукт, принятый на учет

в Euroclear, идентификационных кодах (BIC) ISO bank. Также существует возможность получать список валют, принятых к расчетам через Euroclear, их курсы по отношению к доллару США, а также котировки USD “bid” и “ask” Morgan Guaranty Trust Company of New York.

3. Прочие виды деятельности.

В данном разделе хотелось бы рассмотреть услуги, оказываемые российскими профессиональными участниками на международном рынке ценных бумаг, но представленные не столь широко, как депозитарные и услуги брокера.

В первую очередь необходимо сказать о деятельности в качестве платежных агентов. Среди российских профучастников на международном рынке данные операции осуществляет лишь достаточно небольшое количество банков. В большинстве своем это услуги, оказываемые в отношении государственных обязательств (ОВГВЗ, ОГВЗ, еврооблигации РФ).

Внешэкономбанк на основании Агентского соглашения, заключенного с Правительством Российской Федерации 30.07.1992⁴³, был назначен агентом по операциям, связанным с участием Правительства в обслуживании внешнего долга и наделен полномочиями вести счета, совершать за счет средств Российской Федерации платежи и выполнять другие действия, вытекающие из этих операций.

⁴³ Информация с сайта Внешэкономбанка

Однако, в отношении ОВГВЗ, несмотря на то, что Внешэкономбанк является основным платежным агентом по этим ценным бумагам⁴⁴, и в связи с тем, что большая часть (порядка 70%) бумаг находится на хранении во Внешторгбанке, 23 марта 1994 года между Внешэкономбанком и Внешторгбанком было подписано соглашение о назначении последнего дополнительным платежным агентом. В 1998 году по причине кризиса данное соглашение было расторгнуто, а возобновлено только 7 мая 1999 года.

Если говорить непосредственно о технологии проведения операций при перечислении платежей по купонам и погашении, следует в отдельности рассмотреть схемы для ОВГВЗ и еврооблигаций РФ.

Относительно ОВГВЗ в случае, если они хранятся во Внешторгбанке, указанная организация формирует список (реестр) ценных бумаг, находящихся на хранении и передает его во Внешэкономбанк. Следует заметить, что за семь дней до даты очередной выплаты и погашения бумаги блокируются на счетах владельцев и номинальных держателей и операции с ними не осуществляются. В дату выплаты купонного дохода и/или погашения Министерство Финансов РФ перечисляет на счет Внешэкономбанка средства для выплат по абсолютно всем бумагам. Внешэкономбанк же, в свою очередь, перечисляет часть средств, подлежащих выплате через Внешторгбанк, на его счет в Bank of New York.

Кроме того, если бумаги не задепонированы ни во Внешторгбанке, ни во Внешэкономбанке (ввиду наличной на предъявителя формы данных ценных бумаг), происходит физическая доставка ценных бумаг во Внешторгбанк (в подавляющем большинстве случаев) или во Внешэкономбанк, где они подлежат обязательной проверке на подлинность.

⁴⁴ Постановление Совета Министров РФ от 15 марта 1993 года №222

В отношении еврооблигаций можно сказать, что в соответствии с условиями выпуска (*offering circular*) облигаций внешних облигационных займов (еврооблигаций) Российской Федерации:

- при выплате купонных доходов (за исключением последнего, выплачиваемого при погашении) за 15 дней до даты платежа составляется реестр владельцев, которые являются получателями дохода;
- при погашении основной суммы долга и последнего купона, выплачиваемого при погашении получателями дохода являются владельцы, зарегистрированные на дату платежа.

В день платежа Внешэкономбанк, являясь агентом Минфина России, осуществляет перевод денежных средств основному платежному агенту выпуска. Основной платежный агент переводит полученные средства в международные депозитарно-клиринговые системы, которые осуществляют перевод средств на счета своих клиентов. В день зачисления денежных сумм Внешэкономбанк, являясь клиентом *Euroclear* и *Clearstream Banking* и выступая номинальным держателем в отношении ценных бумаг своих клиентов, осуществляет перевод полученных доходов клиентам (*SWIFT MT 100, MT 202*).

Собственно говоря, остальной спектр услуг, оказываемых российскими профессиональными участниками на данном рынке сводится к консультационным функциям. Они выступают в качестве финансовых, налоговых и прочих консультантов.

К сожалению, наиболее прибыльные виды деятельности, такие как выполнению функций лид менеджера выпуска, со-менеджера, андеррайтера в настоящее время недоступны для российских банков, ввиду невозможности конкурировать с ведущими западными инвестиционными банками. Причиной тому, по-видимому, является не только громкое имя иностранных

компаний, но и отсутствие разветвленной мировой сети филиалов и дочерних банков, а также отсутствие столь широкого, как у зарубежных институтов, круга клиентов.

Заключение

Международный рынок ценных бумаг имеет большое значение для мировой экономики и экономик отдельных государств. Посредством этого рынка осуществляется финансовая интеграция данных структур и упрощается система движения капитала. Данный рынок является привлекательным для инвесторов, так как позволяет им диверсифицировать инвестиционные риски, формировать и осуществлять контроль за доходностью портфелей.

Международный рынок ценных бумаг позволяет значительно диверсифицировать вложения инвесторов, снизить ряд рисков, например, страновой, эффективнее управлять соотношением риска и доходности.

Россия в процессе проведения рыночных реформ, и сталкиваясь с определенными трудностями, не проигнорировала этот сегмент мировой экономики, обладающий большим потенциалом. Как государство, так и корпоративные институты активно используют данный рынок для дальнейшего развития.

История показывает, что выход российских эмитентов на данный рынок прошел удачно с учетом того, что многие страны до сих пор официально не признали РФ государством с рыночной экономикой. Вполне естественно, что первым вышло на международный рынок ценных бумаг государство. Данный шаг был позитивно оценен инвесторами всего мира, что послужило отправной точкой для дальнейшего развития присутствия российских участников на данном рынке. Далее очередь была за российскими инвестиционными институтами, которые были призваны обеспечить связь между эмитентами и инвесторами, а также интегрировать российских инвесторов в международный рынок.

Последствия кризиса 1998 года серьезно ухудшили положение России на международном рынке ценных бумаг. Доверие иностранных инвесторов было в значительной степени подорвано. Однако тот факт, что Российская Федерация, как в лице государства, так и корпоративных заемщиков, не отказалась от своих обязательств по внешним долгам, положительно повлиял на настоящую ситуацию.

На сегодняшний день возрастает активность российских инвесторов, коммерческие банки РФ стараются предложить новые и более качественные услуги, расширяют объем своего присутствия на международном рынке ценных бумаг, выступая и в качестве инвесторов и в качестве эмитентов. Кроме того, можно говорить о том, что доверие мирового инвестиционного сообщества к российским ценным бумагам возвращается.

В течение 2001 на международном рынке ценных бумаг наблюдался уверенный рост как котировок российских ценных, так и количества операций с ними, хотя в короткие периоды (1-2 недели) присутствовали и коррекции цен в сторону снижения. Однако стоит заметить, что волатильность стоимости бумаг и доходности по ним оставалась на достаточно низком уровне. Закономерно сопровождавшееся ростом цен на российские ценные бумаги снижение доходности по ним спровоцировало у отечественных эмитентов усиление интереса к привлечению средств с данного рынка. В то же время укрепление позиций российских ценных бумаг, увеличение спроса на них со стороны инвесторов обусловило повышение уровня активности российских профессиональных участников на данном рынке, притоку клиентов, заинтересованных в проведении операций с такого рода инструментами.

Для изучения деятельности российских профессиональных участников на международном рынке ценных бумаг не достаточно останавливаться исключительно анализе функционирования рынка в целом, а также

исследовании его конъюнктуры. Помимо этого необходимо осветить вопросы, касающиеся практических аспектов взаимодействия участников рынка, определить алгоритм и формы осуществления операций.

Наличие различных видов ценных бумаг, обращающихся на международном рынке, а также достаточно длительная история существования фондовых рынков отдельных государств, во многом предопределившая формирование международной финансовой структуры, послужило причиной развития различных форм и видов функционирования инфраструктурных институтов рынка.

Рынок АДР предусматривает наличие депозитария, в качестве которого, как правило, выступает крупный зарубежный банк, и кастодиана на внутреннем рынке акций, лежащих в основе депозитарных расписок. Функции кастодиана на российском рынке должен выполнять зарегистрированный в соответствии с законодательством РФ депозитарный институт - именно эта сфера деятельности отводится российским профессиональным участникам.

Еврорынок как составляющая часть международного представлена системообразующими расчетно-клиринговыми центрами Euroclear и Clearstream. Безусловно эти центры привязаны к Европе почти исключительно географически, т.к. сделки через них проводят компании всего мира. С российской же стороны участниками данных систем является ряд банк, среди которых Внешторгбанк, Альфа-Банк, Еврофинанс и другие. Их задачей является в первую очередь выполнение функций посредников между инвесторами из России, их иностранными контрагентами. Однако, к сожалению, как уже отмечалось ранее, российские банки играют не слишком значительную роль во взаимоотношениях российских эмитентов с иностранными инвесторами.

Отдельно следует оценить перспективы развития рынка в целом, а также деятельности в его рамках отечественных участников. Большие надежды возлагаются на развитие схемы по биржевой торговле еврооблигациями российских эмитентов на внутреннем рынке страны. Это позволит упростить процедуру инвестирования для российских участников, увеличить объемы сделок.

Другим перспективным направлением развития международного рынка ценных бумаг является организация торговли акциями российских эмитентов за пределами РФ. Такую услугу предлагает "квази" биржа NEWEX, связанная с Франкфуртской фондовой биржей. Данное направление послужит увеличению интереса иностранных инвесторов к российским акциям, продвижению отечественных инструментов на международный рынок, обеспечит эмитентам расширение сферы привлечения капитала.

В настоящее время ситуация на международном рынке складывается благоприятно для России. Вместе с успешным проведением экономических реформ это должно стать существенным источником для быстрого и эффективного развития экономики страны.

Список использованной литературы:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг"
3. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах".
4. Федеральный закон от 3 февраля 1996 г. №17-ФЗ "О банках и банковской деятельности".
5. Постановление Совета Министров - Правительства РФ от 15.03.93 N 222.
6. Письмо Банка России от 13.04.94 N 87.
7. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 13 марта 2001 г. N 3 "Об утверждении Положения о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом, и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов".
8. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23 ноября 2001 г. N 29 "Об утверждении Положения о порядке допуска эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, и обращение которых предполагается через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, к первичному размещению за пределами Российской Федерации и к обращению через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг"
9. Акт об инвестиционных компаниях Комиссии по ценным бумагам и биржам США. 1940г.

10. Аналитический бюллетень Standard & Poor's, EA Ratings "КРЕДИТ RUSSIA" №23-24 декабрь 2001г.
11. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций.- М.: Дело, 1999. –232с.
12. Бюллетень, подготовленный информационным агентством АК&М совместно с Московским региональным отделением ФКЦБ. Рынок корпоративных акций московских эмитентов. // 1 сентября 1998 года.
13. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. -М.: Перспектива, 1995. -536с.
14. Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. -М.: Статут, 1996. -98с.
15. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. -М.: Инфра-М, 1996. -304с.
16. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.- М., ФА при Правительстве РФ.-2000.
17. Агентство РИА "Новости". 09.01.2002. В Россию могут прийти еврооблигации.
18. Гаши-Батлер М., Хромова Е. Новое поколение российских ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг. -1999. -№ 20.
19. Индикаторы. Финансовый рынок России. // Эксперт.-2002.- №6
20. Мазурин Н. "Ренессанс" вышел на биржу.// Ведомости.-2002.- №25
21. Мазурин Н. Новые планы Минфина. // Ведомости.-2002.- №20. С
22. Мазурин Н. Рыбак С. Wimm-Bill-Dann стоит \$960 млн. // Ведомости.- 2002.- №21.
23. Миркин Я.М. «Карточный домик». // Рынок ценных бумаг. -2000. -№ 4. - С.22-24.
24. Миркин Я.М. Депозитарные расписки – еще одна альтернатива доллару. // Банковские услуги. -1999. -№ 5-6. -С.27-28.

- 25.Миронов Е. Депозитарные расписки: после ADR и GDR настала очередь EDR? // Рынок ценных бумаг. -1999. -№14.
- 26.Нарский В., Краев А., Коньков И. Американские депозитарные расписки – средство привлечения зарубежных инвестиций. // Финансовый бизнес. - 1999. -№ 11.
- 27.Сафронов Б., Резник И., Мазурин Н. Вторая попытка "Газпрома.// Ведомости.-2002.- №17.
- 28.Селивановский А.С. Валютные операции резидентов с ценными бумагами. Система "ГАРАНТ".
- 29.Соловьев Д.В. АДР: разрешение конфликта правовых систем. // Вестник НАУФОР. -2000. -№ 3. -С.58-61.
- 30.Соловьев Д.В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках. // Рынок ценных бумаг. -Индикатор. -2000. -№ 6. -С.14-16.
- 31.Федюк И. Американские депозитарные расписки – как найти инвестора. // Рынок ценных бумаг. -2000. -№ 6. -С.94-96.
- 32.Шилина Г., Мальцев М. Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок. // Рынок ценных бумаг. -1996. -№ 3. С.2-6.
- 33.Щербакова А. Мазурин Н. Питер вернется на внешний рынок. // Ведомости. – 2002.- №23.
- 34.Эпштейн Е. Ралли продолжается. // Ведомости.-2002.-№25.
- 35.Bank of New York Depositary Receipts Research Year 2001.
- 36.Deutsche Bank. Corporate Trust & Agency Services. - 1999.
- 37.Clearing the air. // Global custodian. – winter 2001.-p.78-80.
- 38.Dominic Hobson. Three's Company . // Global custodian. – summer 2001.- p.42-47.
- 39.Bond rush. // Global market review. – spring 2001.-p.78-79.
- 40.Neil Hodge. Looking for a new deal. // Global market review. – spring 2001.- p.40-44.
- 41.Regulation rodeo. // Global market review. – spring 2001.-p.56-57.

42. Moscow calling. // International custody & fund administration. - march/april 2002. p.85-88.
43. Сайт www.bakernet.com
44. Сайт www.bhy.com
45. Сайт www.bloomberg.com
46. Сайт www.dtcc.com
47. Сайт www.EMIontheweb.com
48. Сайт www.euroclear.com
49. Сайт www.globalcustody.net
50. Сайт www.interfax.ru
51. Сайт www.minfin.ru
52. Сайт www.moody.com
53. Сайт www.Newex.com
54. Сайт www.prime-tass.ru
55. Сайт www.reuter.com
56. Сайт www.standardandpoors.com
57. Сайт www.thomasmurray.com
58. Сайт www.vtb.ru

Приложения