

Российский фондовый рынок:
первое полугодие 2007 года
События и факты

Введение

Предлагаем вашему вниманию обзор российского рынка ценных бумаг по состоянию на конец первого полугодия 2007 года. Нашей целью было дать обобщенное представление о российском фондовом рынке и о его ключевых элементах: инструментах (в том числе об инструментах, которые хотя и не являются российскими – депозитарные расписки, еврооблигации, но тесно связаны с российским рынком ценных бумаг), участниках – посредниках и инвесторах, о его инфраструктуре, о системе регулирования и надзора, а также об основных событиях, произошедших на рынке в течение первого полугодия 2007 года.

Настоящий обзор был подготовлен Национальной ассоциацией участников фондового рынка при деятельном участии Московской школы управления СКОЛКОВО. Работа над обзором была тесно связана с подготовкой исследования НАУФОР «Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу (до 2015 года)».

Несколько существенных замечаний:

во-первых, в обзоре мы стремились избежать комментариев, кроме тех, которые нужны для понимания приводимых данных, их динамики, а также особенностей российского рынка ценных бумаг;

во-вторых, как правило, мы приводим данные на конец первого полугодия 2007 г., однако в ряде случаев, когда такие данные отсутствуют, мы приводим имеющиеся сведения, наиболее близкие к этой дате;

в-третьих, мы не ставили своей целью показать длительный период развития российского рынка, предшествовавший 2007 г. В большинстве случаев, когда мы приводим исторические данные, то ограничиваемся данными с 2005 г.;

в-четвертых, числовые показатели в обзоре представлены как в национальной, так и в иностранной валюте. Это связано с особенностями проведения торгов и представления их итогов.

Выражаем благодарность Группе РТС, Группе ММВБ, Группе компаний «РЕГИОН», саморегулируемым организациям – НЛУ и ПАРТАД, а также агентствам Standard&Poor's и CBONDS за предоставленные материалы и содействие.

Предполагается, что подобного рода обзоры будут выпускаться на регулярной основе и найдут своих читателей среди специалистов, работающих на рынке ценных бумаг, инвесторов, сотрудников государственных органов, исследователей, деловых средств массовой информации и всех тех, кто интересуется российским рынком ценных бумаг.

1. Инструменты

1.1. Акции

В базе данных ЗАО «СКРИН» на конец первого полугодия 2007 г. имеются сведения о 124 935 выпусках акций по 85 489 эмитентам. Российское законодательство требует регистрировать все выпуски акций всех акционерных обществ (в том числе закрытых). По данным ФСФР¹, только в 2005 г. было зарегистрировано 15 319 выпусков акций, а в 2006 г. – 12 669. Подавляющая часть всех этих акций абсолютно неликвидна и не имеет какого-либо вторичного рынка.

Крайне малая часть выпусков акций представлена на фондовых биржах. В табл. 1 приведены сводные данные об акциях, которые предлагаются на российских фондовых биржах.

Таблица 1. Организованный рынок акций (данные на 01.07.07)

	ММВБ	РТС
Количество эмитентов	192	290
Количество выпусков акций	300	405
<i>в том числе в котировальных списках</i>		
<i>(акции обыкновенные /акции привилегированные)</i>	57/14	73/15

Источники: ММВБ, РТС

Следует отметить, что подавляющее большинство выпусков акций, представленных на организованных рынках (75–80% общего числа), относятся к внесписочным ценным бумагам. В целом число выпусков акций, предлагаемых на организованном рынке, имеет определенную тенденцию к росту: с начала 2007 г. их количество выросло примерно на 15%.

Характерной особенностью российского рынка ценных бумаг является возможность одновременного проведения организованных торгов ценными бумагами одного эмитента на нескольких фондовых биржах. Поэтому значительная часть эмитентов представлена на обеих основных российских фондовых биржах, акции ряда российских эмитентов в виде депозитарных расписок торгуются также на зарубежных биржах. По оценкам агентства Standard&Poor's², количество российских эмитентов, включенных в листинги РТС, ММВБ, NYSE, NASDAQ, а также входящих в LSE-listed S&P EMD Russia index, в конце 2006 г. составляло 309 компаний, а в мае 2007 г. – 313 компаний.

¹ Отчет о работе ФСФР за 2006 г.

² Emerging Stock Markets Review, S&P, серия выпусков 2007 г.

Данные о капитализации рынка акций российских эмитентов представлены в табл. 2.

Таблица 2. Капитализация рынка акций российских эмитентов
(\$US млрд, данные на конец периода)

	2005 г.	2006 г.	Q1 – 07	Q2 – 07
Секция фондового рынка ММВБ	259	885	908	964
Классический рынок РТС	329	966	1 028	1 060
Оценка S&P ³	549	1 057	1 125	1 169

Источники: ММВБ, РТС, S&P

За последние два с половиной года капитализация рынка акций российских эмитентов выросла более чем в 3,5 раза, причем основной рост пришелся на 2006 г. (в среднем около 200%), в первой половине 2007 г. прирост капитализации незначителен и не превышает 10%.

Российский рынок акций отличается высокой концентрацией капитализации как с точки зрения эмитентов, так и с точки зрения отраслей, к которым эмитенты относятся.

В табл. 3 представлен список десяти наиболее капитализированных компаний, а в табл. 4 динамика изменения доли десяти наиболее капитализированных компаний в течение первой половины 2007 г.

Таблица 3. Список наиболее капитализированных российских эмитентов
(по итогам второго квартала 2007 г.)

№ п.п.	Эмитент	Капитализация (\$US млрд)	Доля в общей капитализации (%)
1	ОАО «Газпром»	245,3	25,5
2	ОАО «Сбербанк России»	86,7	9,0
3	ОАО «НК «Роснефть»	75,9	7,9
4	ОАО «ЛУКОЙЛ»	65,1	6,8
5	ОАО РАО «ЕЭС России»	57,8	6,0
6	ОАО «Сургутнефтегаз»	43,9	4,6
7	ОАО «ГМК «Норильский никель»	39,6	4,1
8	ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	19,6	2,0
9	ОАО «Газпром нефть»	19,4	2,0
10	ОАО «НЛМК»	17,7	1,8
	Другие	292,7	30,4
	Общая капитализация	963,6	100

Источник: ММВБ

³ В оценку включены российские эмитенты, входящие в листинги РТС, ММВБ, NYSE, NASDAQ, а также в LSE-listed S&P EMDB Russia index.

Таблица 4. Доля десяти наиболее капитализированных эмитентов в общей капитализации рынка акций

	Q4–06	Q1–07	Q2–06
ВСЕГО (%)	78,5	74,3	69,6
в т.ч. ОАО «Газпром»	30,7	27,5	25,5

Рассчитано по данным ММВБ

В табл. 5 в динамике за 2006 г. и первую половину 2007 г. приведены данные по отраслевой концентрации капитализации российского рынка. В данной таблице предприятия нефтехимической промышленности и производства минеральных удобрений отнесены к отрасли химической промышленности, фармацевтической промышленности – к прочим отраслям.

Таблица 5. Отраслевая структура капитализации российского рынка акций (%)

№ п.п.	Отрасль	2006 г.				2007 г.	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
1	Топливная промышленность	69,1	69,0	68,1	62,4	55,9	50,2
2	Финансовая деятельность	5,3	5,0	6,9	9,2	9,1	15,7
3	Электроэнергетика	10,0	8,8	8,8	11,9	15,9	13,4
4	Металлургия	6,3	9,8	8,6	8,1	9,8	10,5
5	Связь	4,6	3,5	3,7	4,1	4,5	4,3
6	Пищевая промышленность	1,5	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6
7	Строительство	0	0	0	0	0	1,2
8	Машиностроение и металлообработка	1,0	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1
9	Транспорт	1,1	0,9	0,8	0,8	0,9	0,7
10	Торговля	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6
11	Горнодобывающая промышленность	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
12	Химическая промышленность	0	0	0	0,2	0,2	0,1
13	Прочие отрасли	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2

Источник: ММВБ

Как следует из табл. 5, несмотря на выраженную тенденцию к снижению, более половины капитализации российского рынка акций по-прежнему сосредоточено в компаниях, специализирующихся в области добычи и переработки нефти и газа. Новой, позитивной тенденцией в отраслевой структуре, которая проявилась в середине 2007 г., явилось увеличение доли компаний финансовой сферы – более чем в три раза по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. Это связано с проведенными в первой половине 2007 г. крупными предложениями акций двух кредитных организаций – ОАО «Сбербанк России» и ОАО «Внешторгбанк». Вместе с тем в отраслевой структуре капитализации за два с половиной года не выявлено возникновения новых секторов, за исключением, возможно, строительной отрасли.

В табл. 6 приведены данные, характеризующие объемы торгов акциями российских компаний.

Таблица 6. Объемы торгов акциями российских компаний (\$US млрд, данные за период)

	2005 г.	2006 г.	Q1 – 07	Q2 – 07
Секция фондового рынка ММВБ ⁴	177,50	550,20	219,30	263,30
Классический рынок РТС	7,65	16,15	3,20	3,07
Биржевой рынок РТС	2,82	0,91	0,16	0,11
<i>Коэффициент оборачиваемости⁵, оценка S&P (проценты, на конец периода)</i>				
	3,3	4,3	6,5	5,1

Источники: ММВБ, РТС, S&P

Объемы биржевых сделок с акциями российских компаний в последние годы значительно растут. Так, объем торгов в 2006 г. по сравнению с 2005 г. увеличился более чем в три раза, а за первое полугодие 2007 г. уже составил около 85% суммарного объема торгов за весь 2006 г.

Вместе с тем торговля акциями сфокусирована на весьма ограниченном круге инструментов. В табл. 7 и 8 приведены списки эмитентов, сделки с акциями которых в первом полугодии 2007 г. проводились наиболее активно.

Таблица 7. Список эмитентов, сделки с акциями которых на рынке акций ФБ ММВБ проводились наиболее активно (по итогам первого полугодия 2007 г.)

№	Эмитент	Доля в общем обороте
п.п.		(%)
1	РАО «ЕЭС России»	28,5
2	ОАО «Газпром»	25,0
3	ОАО «Сбербанк России»	11,3
4	ОАО «ГМК «Норильский никель»	8,7
5	ОАО «ЛУКОЙЛ»	8,5
6	ОАО «Сургутнефтегаз»	4,7
7	ОАО «Ростелеком»	4,6
8	ОАО «НК Роснефть»	2,9
9	ОАО «Уралсвязьинформ»	1,2
10	ОАО «Татнефть»	1,0
	ИТОГО	96,4

Источник: ММВБ

Таким образом, подавляющий (85–95%) объем биржевых сделок с акциями проводится всего приблизительно с 3% доступных инструментов. Столь высокий показатель концентрации объемов торгов акциями носит фактически беспрецедентный характер.

⁴ Без учета сделок РЕПО.

⁵ В данном случае рассчитывается как отношение объема торгов за последний месяц периода и капитализации на конец периода.

Таблица 8. Список инструментов, сделки с которыми на Классическом рынке РТС проводились наиболее активно (по итогам второго квартала 2007 г.)

№ п.п.	Эмитент	Доля в общем обороте (%)
1	РАО «ЕЭС России»	32,6
2	ОАО «Сбербанк России»	15,7
3	ОАО «ГМК «Норильский никель»	10,6
4	ОАО «Газпром»	8,3
5	ОАО «ЛУКОЙЛ»	8,2
6	ОАО «Сургутнефтегаз»	2,8
7	ОАО «НК Роснефть»	1,7
8	ОАО «МТС»	1,7
9	ОАО «Полюс Золото»	1,4
10	ОАО «АК Транснефть»	1,3
ИТОГО		84,3

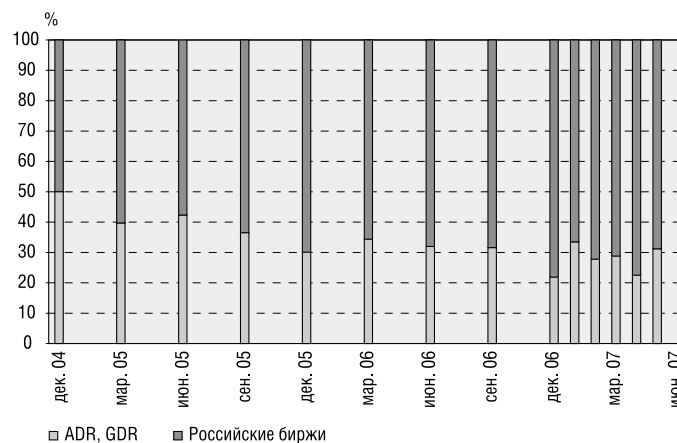
Источник: РТС

Также сравнительно низок и коэффициент оборачиваемости (см. табл. 6), хотя и имеет тенденцию к росту.

Существенным вопросом для российского рынка ценных бумаг является соотношение внутренних и зарубежных торговых площадок в общей структуре оборота российских акций.

В конце 1990-х годов зарубежная торговля в форме депозитарных расписок далеко превосходила торговлю внутри страны. Однако с конца 2004 г. (см. рис. 1) отечественные биржи восстановили паритет с зарубежными и в течение 2006 г. – первой половины 2007 г. уверенно установили соотношение в среднем 70 на 30%.

Рис. 1. Объемы торгов депозитарными расписками и акциями российских компаний, депозитарные расписки которых торгуются на зарубежных биржах



Источник: ММВБ

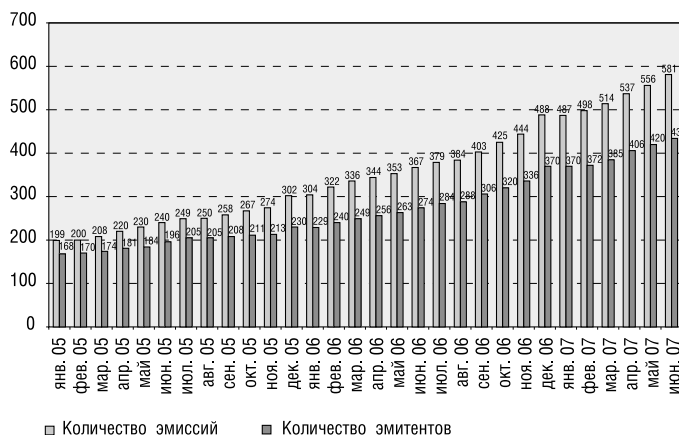
1.2. Корпоративные облигации

В отличие от многих других национальных облигационных рынков, внутренний российский рынок корпоративных облигаций с самого начала развивался как преимущественно биржевой.

Развитие рынка корпоративных облигаций за последние два с половиной года характеризуется устойчивым увеличением количества эмитентов, выпусков и объемов торгов.

По данным агентства CBONDS, на 01.07.2007 в обращении находился 581 выпуск корпоративных облигаций 434 эмитентов, что на 19,3 и 17,3% соответственно больше, чем в начале 2007 г. (см. рис. 2). Приблизительно такие же показатели роста наблюдались в аналогичные периоды 2005 г. и 2006 г.

Рис. 2. Количество корпоративных эмитентов и эмиссий на внутреннем долговом рынке



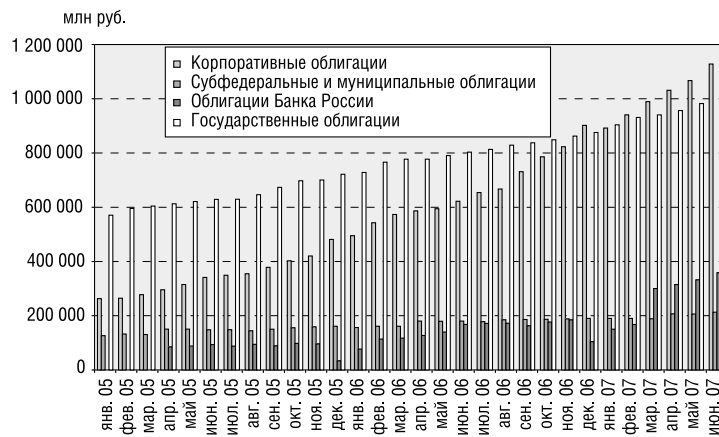
Источник: CBONDS

Биржевая торговля корпоративными облигациями в большей степени сосредоточена на ФБ ММВБ, где по итогам первого полугодия 2007 г. торговалось 516 выпусков корпоративных облигаций 390 эмитентов, около 35% всех выпусков облигаций включены в котировальные списки различных уровней. В РТС – 126 выпусков корпоративных облигаций 81 эмитента (все вне-списочно).

Общий объем корпоративных облигаций российских предприятий в обращении на 01.07.07 составил, по данным агентства CBONDS, 1 128,14 млрд руб. по номинальной стоимости, увеличившись по сравнению с началом 2007 г. на 25% (см. рис. 3).

При этом доля так называемых «нерыночных выпусков» (выпусков, которых нет в свободной продаже) сократилась до 0,28%. Показатели роста объемов корпоративных облигаций в обращении за аналогичный период 2006 г. составляли 29,2%. Следует отметить, что в первой половине 2007 г. объем корпоративных облигаций превысил объем государственных облигаций. Характерно, что в общем объеме корпоративных облигаций в обращении постоянно растет доля ком-

Рис. 3 Объем внутреннего долгового рынка (по номинальной стоимости)

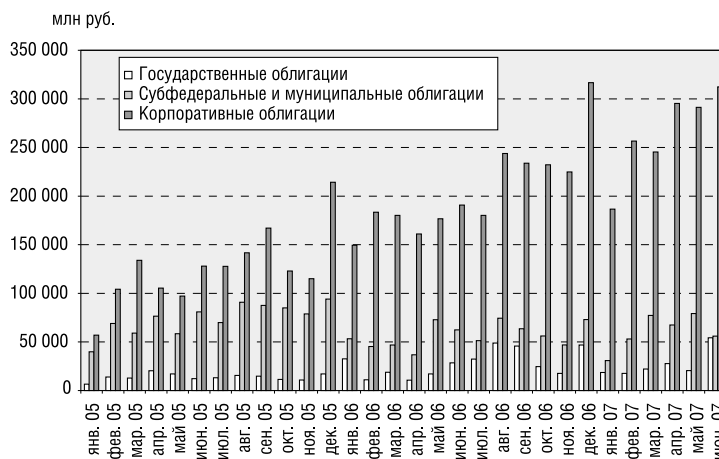


Источник: CBONDS

паний финансового сектора⁶: в середине 2005 г. она составляла 16,9%, в середине 2006 г. – 23,2%, а к середине 2007 г. достигла 30%. Таким образом, финансовые компании, в первую очередь кредитные организации, все в больших объемах используют долговой рынок для дополнительного долгового финансирования.

Вторичный рынок корпоративных облигаций постоянно увеличивается в объеме (см. рис. 4).

Рис. 4. Общий объем торгов на внутреннем долговом рынке (помесячно)



Источник: CBONDS

⁶ Оценка CBONDS.

Суммарный объем сделок с корпоративными облигациями за 2005–2006 гг. и первую половину 2007 г. представлен в табл. 9.

Таблица 9. Объем сделок с корпоративными облигациями

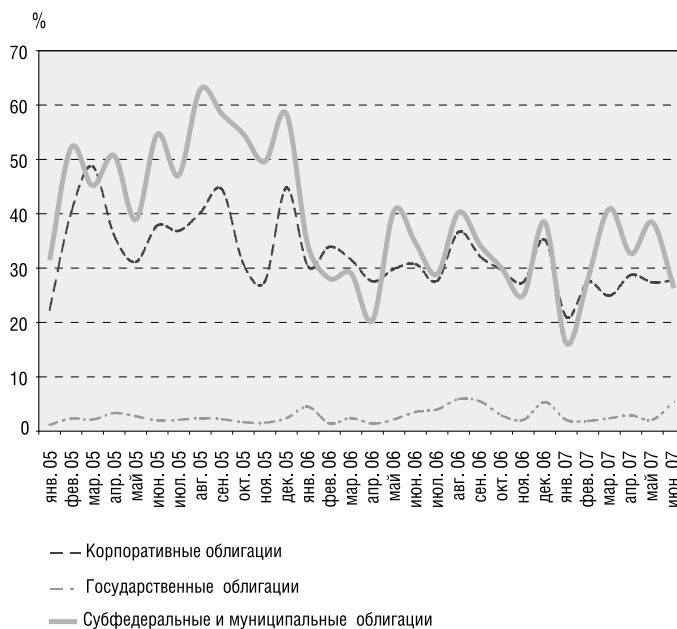
	2005 г.	2006 г.	Q1 – 07	Q2 – 07
<i>Суммарный оборот (млрд руб., данные за период)</i>				
	1 514,3	2 437,5	688,7	899,0
<i>Доля биржевых сделок в суммарном обороте (процент, среднее за период)</i>				
	60,31	72,19	74,23	75,83

Источник: CBONDS

Как следует из табл. 9, объем сделок с корпоративными облигациями постоянно растет: суммарный оборот по итогам 2006 г. на 61% превысил итог 2005 г., по результатам первой половины 2007 г. объем сделок на 52% превысил объем сделок за аналогичный период 2006 г. Характерно, что доля биржевых сделок в общем обороте постоянно растет и во втором полугодии 2007 г. превысила 75%.

Рынок корпоративных облигаций отличается достаточно высокой ликвидностью (см. рис. 5).

Рис. 5. Показатель оборачиваемости различных сегментов внутреннего долгового рынка



Источник: CBONDS

Несмотря на то что показатель оборачиваемости⁷ корпоративных облигаций подвержен большим изменениям, в течение 2006 г. – первой половины 2007 г. его медианное значение находилось на уровне 30%, что можно считать по сравнению с рынком акций достаточно высоким значением.

Характерной особенностью рынка корпоративных облигаций, принципиально отличающей его от рынка акций, является небольшая концентрация объемов торговли. В табл. 10 приведены данные по десяти выпускам облигаций, сделки с которыми проводились в наибольших объемах. В этой таблице корпоративные облигации, а также субфедеральные и муниципальные облигации представлены общим списком, так как фактически они обладают схожими инвестиционными качествами и спросом.

Таблица 10. Список выпусков облигаций, сделки с которыми проводились наиболее активно (по итогам первого квартала 2007 г.)

№ п.п.	Ценная бумага	Эмитент	Доля в общем обороте (%)
1	МГор44-об	Правительство Москвы	7,11
2	МГор39-об	Правительство Москвы	7,00
3	Мос.обл.5в	Администрация Московской обл.	5,81
4	МГор47-об	Правительство Москвы	4,59
5	ОГК-5 об-1	ОАО ОГК-5	4,08
6	ЦентрТел-4	ОАО «ЦентрТелеком»	3,58
7	Мосэнерго1	ОАО «Мосэнерго»	2,55
8	АИЖК 8об	ОАО «АИЖК»	2,41
9	МОЭСК-01	ОАО «МОЭСК»	2,18
10	АИЖК 7об	ОАО «АИЖК»	2,16
	ИТОГО		41,47

Рассчитано по данным ММВБ

Таким образом, вторичный рынок облигаций сконцентрирован на отдельных инструментах в гораздо меньшей степени.

В первой половине 2007 г. появилась возможность работы с новым финансовым инструментом – так называемыми биржевыми облигациями. Биржевые облигации могут стать удобным инструментом для управления ликвидностью, покрытия кассовых разрывов и замены вексельных программ. Тем не менее по итогам первого полугодия 2007 г. размещений биржевых облигаций не было. Следует ожидать дебютных размещений биржевых облигаций осенью 2007 г.

⁷ В данном случае рассчитывается как отношение объема торгов за месяц к объему корпоративных облигаций в обращении по номиналу по итогам месяца.

1.3. Государственные, субфедеральные и муниципальные облигации, облигации Банка России

Первые государственные облигации Российской Федерации были выпущены в 1991 г. Бурное развитие внутреннего биржевого рынка государственных облигаций (ГКО – ОФЗ) пришлось на 1993–1998 гг., однако оно было прервано дефолтом 17 августа 1998 г., и с тех пор этот рынок никогда не достигал ни тех объемов, ни той роли в финансовой системе, которые были ему свойственны в докризисный период.

Тем не менее рынок государственных облигаций (см. рис. 3) увеличивается: по данным агентства CBONDS, на 01.07.2007 г. объем государственных облигаций, обращающихся на внутреннем рынке, составлял по номинальной стоимости 995,6 млрд руб., увеличившись с начала года на 13,7%. Вместе с тем объем вторичного рынка и ликвидность государственных облигаций по сравнению с рынком корпоративных облигаций малы (см. рис. 4 и 5). Рынок государственных ценных бумаг организован на ФБ ММВБ. В табл. 11 приведены данные, характеризующие оборот рынка государственных облигаций.

Таблица 11. Объем сделок с государственными облигациями
(млрд руб., суммарный оборот, данные за период)

	2005 г.	2006 г.	Q1 – 07	Q2 – 07
Оборот	166,16	335,01	58,45	102,65

Источник: CBONDS

Сравнение табл. 9 и 11 показывает, что, несмотря на соизмеримость объемов размещения по номиналу, оборот государственных ценных бумаг по сравнению с корпоративными облигациями почти в десять раз меньше, соответственно, гораздо меньше и показатель оборачиваемости.

Облигации Банка России формально не являются государственными ценными бумагами, хотя находятся на том же уровне надежности. Они являются краткосрочными ценными бумагами и используются для управления ликвидностью коммерческих банков, другие инвесторы приобрести их не могут. Объемы выпуска этих облигаций в последнее время растут очень быстро. Так, по данным CBONDS, общий объем облигаций Банка России в обращении на 01.01.07 составлял 104,2 млрд руб., а на 01.07.07 – 358,8 млрд руб., т.е. за первую половину 2007 г. он увеличился в 3,4 раза (для сравнения: за весь 2006 г. общий объем выпусков облигаций Банка России вырос на 35,2%). В общей структуре государственных заимствований, т.е. государственных ценных бумаг и облигаций Банка России, последние занимают все возрастающую нишу – если в течение 2006 г. их доля составляла около 10%, то к середине 2007 г. она увеличилась до 26,5%. Столь интенсивный рост заимствований, осуществляемых Банком России в 2007 г., нуждается в дополнительном осмыслении.

Облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации уступают по объемам выпуска как государственным, так и корпоративным облигациям, а в последние полгода и облигациям Банка России, и выраженных тенденций к росту не демонстрируют (см. рис. 3).

По данным CBONDS, на 01.07.07 объем обращающихся на внутреннем рынке субфедеральных и муниципальных облигаций составлял по номинальной стоимости 212,9 млрд руб., увеличившись с начала года на 12,1%. Вместе с тем, несмотря на небольшие объемы в обращении, эти облигации отличаются в целом достаточно высокой ликвидностью. Биржевой оборот субфедеральных и муниципальных облигаций сосредоточен на ФБ ММВБ, на 01.07.07 на этой площадке торговалось 108 выпусков таких облигаций 49 эмитентов. В РТС – 31 выпуск 14 эмитентов.

Суммарный объем сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями за 2005–2006 гг. и первую половину 2007 г. представлен в табл. 12.

Таблица 12. Объем сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями

	2005 г.	2006 г.	Q1 – 07	Q2 – 07
<i>Суммарный оборот (млрд руб., данные за период)</i>				
	890,1	682,8	161,1	202,7
<i>Доля биржевых сделок в суммарном обороте (% , среднее за период)</i>				
	70,0	79,9	84,2	92,0

Источник: CBONDS

Как показывает сравнительный анализ табл. 9, 11 и 12, при существенно меньших объемах выпусков субфедеральные и муниципальные облигации в 2006 – первой половине 2007 г., значительно уступая корпоративным облигациям, показывают оборот в среднем в два раза превышающий оборот государственных ценных бумаг. Показатель оборачиваемости субфедеральных и муниципальных облигаций (см. рис. 5) по своим значениям и тенденциям весьма схож с показателем оборачиваемости корпоративных облигаций.

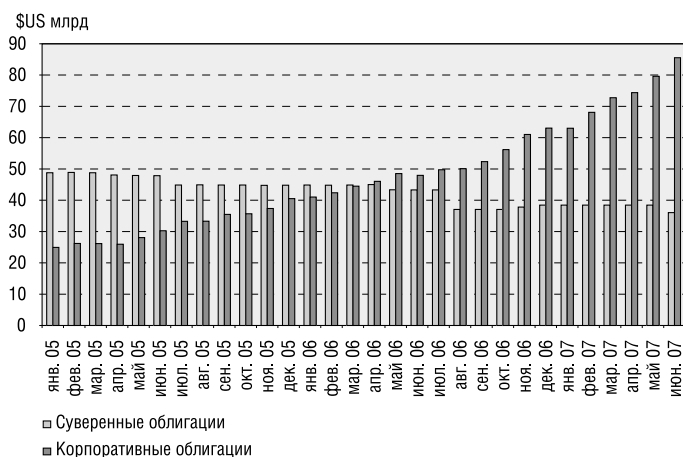
1.4. Еврооблигации

Наряду с рублевыми облигациями Российская Федерация, субъекты РФ, муниципальные органы и российские компании привлекают средства для своего развития на зарубежных рынках путем выпуска еврооблигаций. На рис. 6 приведены данные, показывающие объемы рынка еврооблигаций по различным сегментам.

По данным CBONDS, на 01.01.07 в обращении находилось 263 выпуска еврооблигаций (включая международные холдинговые компании, которые ведут операции в России) общим объемом \$US 122,65 млрд, в том числе \$US 36,06 млрд – суверенные еврооблигации, \$US 85,53 млрд – корпоративные еврооблигации. На этом фоне объем муниципальных еврооблигаций незначителен и достаточно продолжительное время находится на уровне \$US 1 млрд. Среди всех выпусков корпоративных еврооблигаций около 50% объема выпущено кредитными организациями.

Суверенные и корпоративные еврооблигации в последние два с половиной года демонстрируют разнонаправленные тенденции. Если объем суверенных еврооблигаций достаточно стабилен и имеет небольшую тенденцию к снижению, то объем корпоративных еврооблигаций демонстрирует постоянный рост: в 2005 г. на 62,49%, в 2006 г. – 53,70%, в первой половине 2007 г. – 35,73%. Характерно, что на фоне этих тенденций в марте–апреле 2006 г. объем корпоративных

Рис. 6. Объем рынка еврооблигаций



Источник: CBONDS

еврооблигаций впервые превысил объем суверенных еврооблигаций, далее разница в объемах только увеличивалась.

Если сравнивать объем корпоративных заимствований с помощью инструментов долгового рынка на внутреннем и внешних рынках, то во второй половине 2007 г. соотношение внутренних и внешних заимствований составило 33,9 на 66,1%.

1.5. Векселя

Данные ценные бумаги были исключительно популярны в России в середине 1990-х гг. Они выполняли двоякую роль: во-первых, денежных суррогатов, используемых для расчетов между предприятиями и организациями, а также для налоговых платежей в условиях крайне низкого уровня монетизации российской экономики, во-вторых, суррогатов облигаций, используемых для долгового финансирования, альтернативного банковскому кредитованию. С конца 1990-х гг. векселя как инструмент финансирования стали постепенно вытесняться облигациями, которые воспринимаются как более «цивилизованный», надежный и ликвидный инструмент, однако вексельный рынок по своим масштабам пока еще является одним из заметных элементов внутреннего долгового рынка. Так, по оценкам и расчетам ГК «Регион», если в начале 2005 г. доля вексельного рынка составляла 25% всего долгового рынка, то к середине 2007 г. она снизилась до 17%. В табл. 13 приведены оценочные данные по объемам выпущенных векселей в обращении и объемам сделок с векселями на вторичном рынке.

Как следует из табл. 13, после периода активного роста в 2006 г., когда за год объем вексельного рынка увеличился на 35%, в первой половине 2007 г. наблюдается замедление темпов роста. Вместе с тем активность вторичного вексельного рынка не уменьшается. Так, по оценкам и расчетам ГК «Регион», доля вексельного рынка в общем обороте внутреннего долгового рынка

Таблица 13. Объем и обороты вексельного рынка в обращении
(млрд руб., суммарный оборот, данные за период)

	2005 г.	2006 г.	Q1,2-07
<i>Объем векселей в обращении (млрд руб., данные за период)</i>	350–370	480–500	450–475
<i>Среднедневные обороты вторичного вексельного рынка (млрд руб.)</i>	7,0–8,0	10,0–12,0	12,5–13,0

Источник: ГК «Регион»

составляет около 40% и лишь немного уступает сектору корпоративных облигаций. Это обусловлено, в том числе, крупным номиналом векселей и большим объемам единичных сделок.

Тенденцией последних лет является сокращение доли нефинансовых организаций в структуре вексельного рынка, в настоящее время она сократилась с 60–70% до 10%.

1.6. Инвестиционные паи

В сфере коллективных инвестиций в России преобладающее место занимают паевые инвестиционные фонды (ПИФ), которые значительно превосходят по своим активам акционерные инвестиционные фонды. ПИФ – не юридическое лицо, а имущественный комплекс, находящийся в доверительном управлении управляющей компании. Вложения клиентов в ПИФ оформляются как приобретение особых ценных бумаг – инвестиционных паев, доход по которым заранее не определен и может быть получен только за счет роста стоимости пая; последний, в свою очередь, зависит от динамики цен активов, входящих в состав ПИФ. Инвестиционные фонды как институт сконструированы прежде всего для аккумуляции средств мелких частных инвесторов, однако в России они также оказались востребованы крупными инвесторами – как частными, так и нефинансовыми корпоративными.

Вторичный рынок инвестиционных паев развит слабо, однако имеет тенденцию к росту. На ФБ ММВБ к торгам по состоянию на 01.07.2007 допущены паи 157 различных ПИФ (в том числе 9 в котировальных списках) под управлением 58 управляющих компаний; совокупный объем биржевых торгов составил в первом полугодии 9,9 млрд руб., что в семь раз больше показателя за аналогичный период прошлого года. На ФБ РТС торгуются инвестиционные паи 33 фондов (в том числе 5 в котировальных списках) 14 управляющих компаний.

1.7. Фьючерсы и опционы на ценные бумаги и фондовые индексы

Такие финансовые инструменты, как фьючерсы и биржевые опционы, формально не являются ценными бумагами, однако они тесно связаны с фондовым рынком. В настоящее время рынок инструментов, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, сосредото-

чен на срочном рынке FORTS ФБ РТС. Помимо срочных инструментов, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, на этом рынке предлагаются также контракты на такие активы, как золото, валюта, нефть и пр., однако относительный объем торгов такими контрактами незначителен и в зависимости от типа объемного показателя составляет не более 1–5%.

В табл. 14 и 15 приведены сводные данные по рынку FORTS в части срочных инструментов, связанных с фондовыми активами, за последние два с половиной года.

Таблица 14. Итоги торгов на срочном рынке FORTS контрактами на ценные бумаги и фондовые индексы (данные за период)

Показатель	2005 г.	2006 г.	Q1–07	Q2–07
Фьючерсные контракты				
Объем торгов, млрд руб.	599,764	2 335,372	904,692	1 040,225
в том числе:				
на индекс	119,788	752,000	328,001	391,506
на акции	470,967	1 569,633	573,642	641,959
на облигации	9,009	13,739	3,049	6,760
Объем торгов, млн конт.	45,712	76,549	22,613	24,616
в том числе:				
на индекс	2,251	8,973	3,412	4,164
на акции	42,623	66,314	18,920	19,804
на облигации	0,838	1,262	0,281	0,648
Число сделок млн шт.	1,782	4,815	1,902	2,235
в том числе:				
на индекс	0,067	0,727	0,328	0,455
на акции	1,714	4,087	1,574	1,780
на облигации	0,001	0,001	0,000	0,000
Оptionные контракты				
Объем торгов, млрд руб.	79,192	311,233	106,233	178,619
в том числе:				
на индекс	2,561	84,286	23,313	61,058
на акции	76,631	226,947	82,920	117,561
на облигации	--	--	--	--
Объем торгов, млн конт.	7,279	10,720	3,135	4,645
в том числе:				
на индекс	0,046	0,991	0,239	0,649
на акции	7,233	9,729	2,896	3,996
на облигации	--	--	--	--
Число сделок млн шт.	0,113	0,150	0,048	0,064
в том числе:				
на индекс	0,001	0,020	0,009	0,018
на акции	0,112	0,130	0,039	0,046
на облигации	--	--	--	--
Итого				
Объем торгов, млрд руб.	678,956	2 646,605	1 010,925	1 218,844
Объем торгов, млн конт.	52,991	87,269	25,748	29,261
Число сделок млн шт.	1,895	4,965	1,950	2,299

Источник: РТС

Как следует из табл. 14, срочный рынок FORTS в 2006 г. продемонстрировал скачкообразный рост: общий объем торгов увеличился практически в четыре раза, а число сделок – на 164%. В первой половине 2007 г. рост продолжился: за первое полугодие объем торгов срочными инструментами (в денежном выражении) и число заключенных сделок составили уже более 80% от итогов всего 2006 г.

Таблица 15. Открытые позиции на срочном рынке FORTS по контрактам на ценные бумаги и фондовые индексы (данные за период)

	2005 г.	2006 г.	Q1–07	Q2–07
Фьючерсные контракты				
Средний объем открытых позиций, млрд руб.	10,799	30,421	41,468	48,113
в том числе:				
на индекс	0,587	7,949	9,449	12,161
на акции	9,487	20,911	30,767	33,983
на облигации	0,725	1,561	1,252	1,969
Средний объем открытых позиций, млн конт.	0,977	1,116	1,255	1,451
в том числе:				
на индекс	0,011	0,092	0,100	0,152
на акции	0,899	0,880	1,040	1,113
на облигации	0,067	0,144	0,115	0,186
Оptionные контракты				
Средний объем открытых позиций, млрд руб.	6,495	29,927	58,549	63,695
в том числе:				
на индекс	0,163	8,986	10,036	21,009
на акции	6,332	20,941	48,513	42,686
на облигации	--	--	--	--
Средний объем открытых позиций, млн конт.	0,633	1,024	1,790	1,735
в том числе:				
на индекс	0,630	0,912	1,688	1,510
на акции	0,003	0,112	0,102	0,225
на облигации	--	--	--	--
Итого				
Средний объем открытых позиций, млрд руб.	17,294	60,348	100,017	111,808
Средний объем открытых позиций за год, млн конт.	1,610	2,140	3,045	3,186

Источник: РТС

Следует особо подчеркнуть, что в 2007 г. срочный рынок, помимо демонстрации впечатляющих количественных показателей, перешел на иной качественный уровень. Это связано в первую очередь с существенным изменением объема открытых позиций (см. табл. 15). Если в 2005–2006 гг. этот показатель составлял 1,8–2,1% от общего объема торгов по фьючерсам и 8,2–9,6% по опционам, то в первом полугодии 2007 г. он достиг 4,6–5,6% по фьючерсам и 35,7–57,0% по опционам. Такой качественный сдвиг может означать, что на срочный рынок по-

мимо спекулянтов и арбитражеров пришли крупные институциональные инвесторы, заинтересованные в хеджировании рисков.

В общей структуре срочных инструментов FORTS традиционно преобладают фьючерсные контракты (85–88% общего объема торгов, 94–97% общего числа сделок), это связано, по-видимому, с тем, что, в отличие от опционных контрактов, фьючерсы являются более простыми и понятными для инвестора инструментами.

1.8. Фондовые индексы

В настоящее время рассчитываются десятки различных индексов российского фондового рынка как российскими, так и международными организациями: биржами, информационными агентствами, инвестиционными банками, брокерскими фирмами и т. д. Наиболее признанными из них являются: для рынка акций – Индекс РТС, Индекс ММВБ, MSCI Russia Index; для рынка облигаций – Индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds, Индекс муниципальных облигаций Cbonds-Muni, Индекс корпоративных облигаций ММВБ, индекс EMBI+ Russia; для рынка коллективных инвестиций – Индексы RUIF, рассчитываемые Национальным рейтинговым агентством.

Тем не менее традиционно наиболее популярными и цитируемыми являются Индексы РТС и ММВБ.

Индекс РТС рассчитывается с 01.09.95, в настоящее время в его базу входит 50 акций наиболее капитализированных и ликвидных эмитентов. Список акций для расчета индексов пересматривается раз в три месяца. Стартовое значение этого индекса составляло 100, исторический минимум – 38,53 пункта (05.10.98), исторический максимум – 2008,42 пункта (16.04.07).

Помимо основного Индекса РТС, ФБ РТС с 31.12.03 ведет расчет Индекса РТС-2 акций компаний второго эшелона, а также с 11.01.05 отраслевые индексы:

- ♦ РТС – Нефть и газ;
- ♦ РТС – Металлы и добыча;
- ♦ РТС – Телекоммуникации;
- ♦ РТС – Промышленность;
- ♦ РТС – Потребительские товары и розничная торговля.

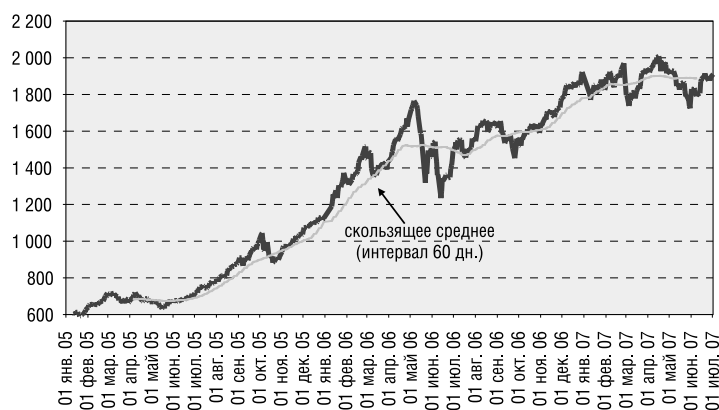
Индекс ММВБ рассчитывается с 22.09.97, первоначально в его базу входила 21 наиболее ликвидная акция, сделки с которыми совершаются в режиме основных торгов на ФБ ММВБ. В первом квартале 2007 г. база для расчета этого индекса была расширена до 30 акций эмитентов, представляющих основные секторы экономики. Внесение изменений в корзину индекса осуществляется на основе экспертной оценки Индексного комитета не чаще одного раза в квартал. Стартовое значение этого индекса составляло 100, исторический минимум – 18 пунктов (05.10.98), исторический максимум – 1777,84 пункта (16.04.07).

Помимо основного Индекса ММВБ, ФБ ММВБ с 31.12.04 также ведет отраслевые индексы:

- ♦ MICEX O&G – индекс акций компаний нефтегазовой отрасли;
- ♦ MICEX PWR – индекс акций компаний энергетической отрасли;
- ♦ MICEX TLC – индекс акций телекоммуникационных компаний;
- ♦ MICEX M&M – индекс акций компаний металлургической и горнодобывающей отраслей;
- ♦ MICEX MNF – индекс акций компаний машиностроительной отрасли.

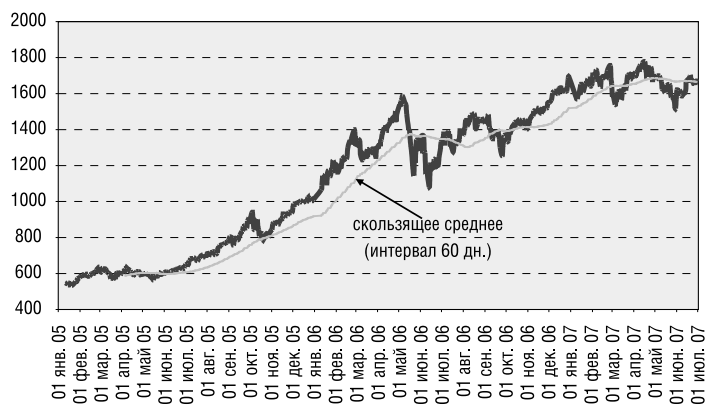
На рис. 7 и 8 представлены графики индексов РТС и ММВБ соответственно. В табл. 16 приведены данные, характеризующие доходность, рассчитанную по этим индексам, за 2005 г., 2006 г. и первую половину 2007 г.

Рис. 7. Индекс РТС



Источник: РТС

Рис. 8. Индекс ММВБ



Источник: ММВБ

Индексы РТС и ММВБ, как следует из рис. 7 и 8, демонстрируют практически идентичное поведение. Значительный рост этих индексов, начавшийся в 2005 г., продолжаясь по инерции, постепенно замедляется. Тем не менее в апреле 2007 г. они достигли своих исторических максимумов.

Таблица 16. Доходность по индексам РТС и ММВБ (проценты годовых)⁸

	2005 г.	2006 г.	Q1,2-07
Индекс РТС	88,21	63,55	23,52
Индекс ММВБ	87,41	61,03	25,54

Рассчитано по данным ММВБ и РТС

В первой половине 2007 г. индексы РТС и ММВБ уже испытали три периода спада – в феврале, марте и мае. В целом же динамика поведения индексов РТС и ММВБ отличается повышенной волатильностью. В табл. 17 приведены данные о волатильности индексов на полугодовом интервале.

Таблица 17. Волатильность индексов РТС и ММВБ (%)

	РТС	ММВБ
Q3,4-06	1,32	1,64
Q1,2-07	1,49	1,70

Рассчитано ММВБ

Как следует из приведенных в табл. 17 данных, волатильность российского рынка ценных бумаг в первом полугодии 2007 г. несколько возросла.

⁸ Расчеты проводились на периоде от первого до последнего торгового дня периода включительно на базе 365 дней.

2. Институциональная структура

2.1. Эмитенты

В России отсутствует четкая статистика в отношении эмитентов ценных бумаг. Любое акционерное общество является эмитентом, так как уже при своем учреждении оно размещает акции (и обязано их зарегистрировать).

Здесь приводятся данные об эмитентах, чьи ценные бумаги (как акции и облигации, так и инвестиционные паи) торгуются на организованных рынках, будь то бумаги, включенные в котировальные листы, или торгуемые внесписочно. По состоянию на 01.07.2007 к торговле в РТС были допущены акции 375 эмитентов, а на ФБ ММВБ – 662 эмитентов, причем между ними есть значительные пересечения.

Исторически наиболее востребованными на фондовом рынке были акции крупных предприятий, унаследованных российской экономикой от советского периода и ставших акционерными обществами в ходе приватизации. Большинство активно торгуемых российских акций были созданы на базе таких компаний либо путем реорганизации последних. С другой стороны, среди торгуемых на бирже эмитентов есть и «новые» компании, созданные уже в годы рыночных реформ и занявшие новые ниши в экономике, например, компании мобильной связи (МТС, Вымпелком), медиакомпания (РосБизнесКонсалтинг) и т.д.

Характерной особенностью российского рынка акций является высокая доля государства в общей структуре капитализации, причем в последние два года заметна явная тенденция к росту этой доли. Пять из десяти наиболее капитализированных компаний (см. табл. 3), составляющие около 50% общей капитализации российского фондового рынка, находятся прямо или косвенно под контролем государства. По имеющимся оценкам, доля государства в общей капитализации российского фондового рынка составляла на начало 2006 г. 29,6%, а к началу 2007 г. она поднялась до 35,1%⁹. Оценки на более поздний период пока отсутствуют, однако, имея в виду, в частности, проведение в первой половине года публичных размещений таких эмитентов, как «Сбербанк» и ВТБ, можно с уверенностью утверждать, что доля государства в капитализации российского рынка ценных бумаг за последнее время увеличилась.

Еще одна существенная особенность российского фондового рынка – это высокая концентрация контрольных пакетов и, как следствие, низкий уровень доли акций в свободном обращении (free float). Даже у эмитентов, торгуемых на биржах, встречаются уровни free float 10% и ниже; тем более это верно для компаний, не стремящихся к публичному обращению своих акций.

Одной из важных особенностей становления российского рынка акций является его тесная связь с массовой приватизацией 1990-х гг. Размещение большей части акций, торгуемых сегодня

⁹ Мониторинг активности инвесторов в России. – Альфа Банк, февраль 2007.

ня на российских фондовых биржах, происходило в процессе приватизации и не принесло никаких финансовых средств компаниям-эмитентам. Первое публичное размещение российских акций за рубежом произошло в 1996 г. (компания «Вымпелком» разместила ADR на NYSE). Первое IPO на российских биржах прошло в 2002 г. (компания «Росбизнесконсалтинг» на ММББ и РТС).

В последние годы объемы публичных предложений акций российских компаний резко возросли. В табл. 18 и 19 приведены детальные и сводные данные об объемах публичных предложений за последние два с половиной года¹⁰.

Таблица 18. Публичные предложения акций российских компаний (первое полугодие 2007 г.)

№ п.п	Эмитент	Объем размещения (\$US млн)
1	Полиметалл	690
2	Ситроникс	402
3	Интегра	667
4	Сбербанк (SPO)	8 830
5	ММК	1 000
6	Нутриинвестхолдинг	200
7	Фармстандарт	880
8	ВТБ	7 969
9	Группа ПИК	1 850
10	AFI Development	1 400
11	Группа ДИКСИ	360
12	Volga Gas	125
13	Росинтер	100
14	РТМ	80
15	Банк «Возрождение» (SPO)	177
16	Открытые инвестиции (SPO)	325
ИТОГО		25 055

Источники: www.Merges.ru, www.offering.ru, rusipo.com, данные компаний, СМИ

Таблица 19. Публичные предложения акций российских компаний (данные за период)

Показатель	2005 г.	2006 г.	1Н–07
Объем предложений (\$US млрд.)	4,55	17,98	25,06
в том числе на внутреннем рынке (%)	6,47	32,43	56,61
Количество компаний	13	24	16

Источники: www.Merges.ru, www.offering.ru, rusipo.com, данные компаний, СМИ

Таким образом, как следует из табл. 19, рынок публичных предложений ценных бумаг российских компаний в последние годы переживает период бурного роста и выходит на лидирующие пози-

¹⁰ Учитывались также вторичные предложения.

ции в мире как по суммарному объему размещений, так и по объемам средств, привлекаемых отдельной компанией. Общий объем предложений 2006 г. превысил результат 2005 г. в 4(!) раза, а за первое полугодие 2007 г. в 1,4 раза превысил результат 2006 г. В число крупнейших в мире публичных предложений по итогам первого полугодия вошли, в частности, в банковской сфере Сбербанк (8,8 \$US млрд) и ВТБ (7,9 \$US млрд), в области недвижимости «Группа «ПИК» (1,9 \$US млрд), в области фармацевтической промышленности «Фармстандарт» (0,9 \$US млрд). По имеющимся оценкам¹¹, в 2007 г. около 86% объема привлеченных в ходе публичных предложений средств поступило в распоряжение компании-эмитента, за аналогичный период 2006 г. этот показатель составлял 58%. Важно отметить, что с 2006 г. все больший объем средств привлекается на внутреннем рынке.

Характерно, что отраслевая структура компаний, проводивших публичные предложения в первой половине 2007 г. (см. табл. 20), заметно отличается от сложившейся отраслевой структуры капитализации рынка акций (см. табл. 5).

Таблица 20. Отраслевая структура публичных предложений акций российских компаний
(данные за первое полугодие 2007 г.)

№ п.п.	Отрасль	Доля в общем объеме размещений (%)
1	Финансовая деятельность	59,5
2	Недвижимость	17,7
3	Металлургия	8,5
4	Фармацевтическая промышленность	4,7
5	Топливная промышленность	4,2
6	Торговля	2,4
7	Связь	2,1
8	Пищевая промышленность	0,9

Источник: ReDeal Group

В первую очередь отмечается небольшое представительство компаний топливно-энергетического комплекса и существенный объем предложений эмитентов финансовой сферы. Особо следует подчеркнуть повышенный интерес к привлечению капитала за счет публичных предложений компаний, специализирующихся в области недвижимости и девелопмента. Это связано, очевидно, со значительным развитием отрасли и постоянным ростом цен на жилую и офисную недвижимость.

В первой половине 2007 г. на обеих ведущих торговых площадках начали функционировать специализированные торговые площадки для привлечения инвестиций в инновационные компании, а также компании малой и средней капитализации.

В Группе ММВБ сформирован Сектор инновационных и растущих компаний (ИРК). Для этого сектора определены следующие критерии отбора эмитентов:

† Существенная часть выручки формируется за счет деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий;

¹¹ IPO в России: рекорды ставятся за полгода. – ReDeal Group, 2007.

♦ Капитализация находится в пределах от 0,1 до 5 млрд руб.

Для информационной прозрачности компаний, представленных в Секторе ИРК, введен институт листинговых агентов. В функции листингового агента входит выполнение по договору с эмитентом таких работ, как подготовка пакета документов для допуска ценных бумаг к обращению, обеспечение процесса раскрытия информации и пр.

Дебютным и единственным в первом полугодии 2007 г. эмитентом в Секторе ИРК стал ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций «ФИНАМ – Информационных технологий».

В Группе РТС создан специальный сегмент – RTS START. Капитализация компаний, включаемых в этот сегмент, не может превышать 3 млрд руб. Если для обращения на этой площадке предлагаются облигации, то объем выпуска по номиналу не должен превышать 0,5 млрд руб.

Для повышения информационной прозрачности компаний, представленных в RTS START, введены институты уполномоченных финансовых консультантов и маркетмейкеров. В их функции входит выполнение по договору с эмитентом таких работ, как обеспечение процесса раскрытия информации об эмитенте и поддержание ликвидности.

Дебютным эмитентом, представленным в RTS START, стало ОАО «БФ «Коммунар». В течение первого полугодия 2007 г. на этой площадке появилось еще три эмитента – ОАО «Армада», ОАО «Косогорский металлургический комбинат» и ОАО «СигМА».

2.2. Инвесторы

Под инвесторами мы понимаем любые структуры, которые вкладывают средства в ценные бумаги с целью получения прибыли. Официальные систематизированные данные о составе и количественных характеристиках инвесторской базы российского рынка ценных бумаг отсутствуют. Тем не менее в последнее время и профессиональные участники рынка ценных бумаг, и саморегулируемые организации, и исследовательские группы начали работу по учету и изучению инвесторской базы.

а) Население

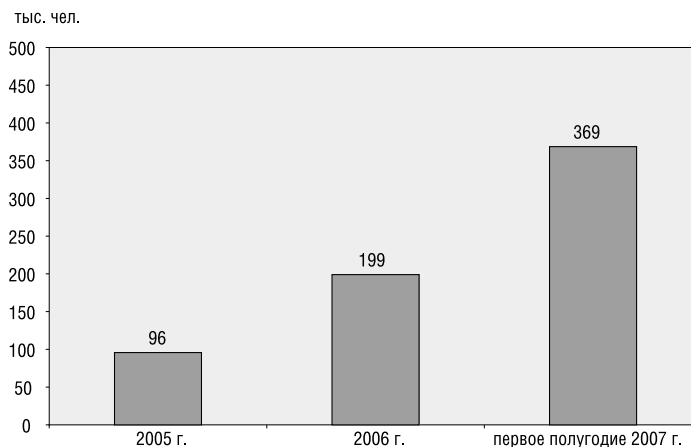
Здесь к населению относятся «рыночные» инвесторы – граждане (физические лица), которые либо осознанно приняли решение о самостоятельной работе на рынке ценных бумаг и периодически пользуются услугами брокеров или доверительных управляющих, либо являются «рыночными» клиентами ПИФ. Те физические лица, которые являются владельцами акций, полученных в ходе ваучерной приватизации, а также акционеры чековых инвестиционных фондов или пайщики паевых фондов, возникших в результате преобразования чековых инвестиционных фондов, в данной категории не рассматриваются.

Полной и достоверной статистики о количестве частных лиц, совершающих операции на рынке ценных бумаг, в России нет. Компилируя данные из различных разрозненных источников, можно воссоздать следующую, далеко не полную картину.

ФБ ММВБ начиная с 2005 г. на регулярной основе раскрывает информацию о количестве и структуре клиентов – участников торгов (далее мы будем называть их клиенты ММВБ). Следует отметить, что в середине 2007 г. ММВБ изменила методику учета клиентов на более точную, учитывающую индивидуальные идентификационные признаки.

На рис. 9 по новой методике приведены данные о количестве клиентов – физических лиц, работающих на ФБ ММВБ.

Рис. 9. Участие населения страны в инвестировании на рынке ценных бумаг (клиенты ФБ ММВБ)



Источник: ММВБ

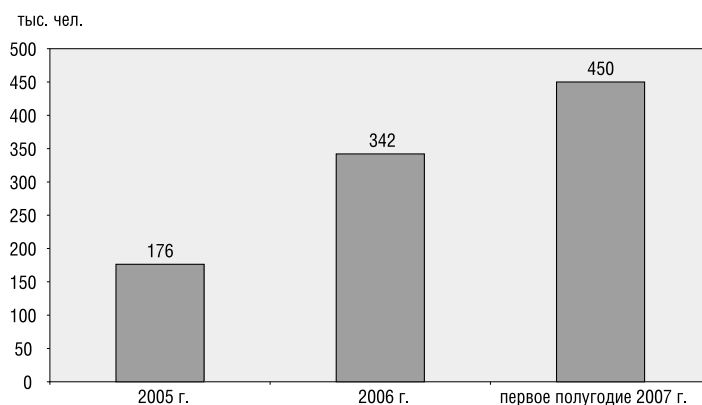
Прирост числа клиентов – физических лиц на ФБ ММВБ за 2006 г. составил 108%. В структуре клиентов ФБ ММВБ на физических лиц по состоянию на начало 2007 г. приходилось 198,9 тыс. уникальных клиентских счетов, на конец первого квартала 2007 г. – 239,5 тыс., а на конец второго квартала – 368,6 тыс. Таким образом, за первое полугодие 2007 г. прирост составил уже 85,3%.

ФБ РТС не раскрывает на регулярной основе количественные показатели своей клиентской базы. В структуре клиентов срочного рынка FORTS по состоянию на 01.11.06, по данным РТС, было 8 070 клиентских счетов, принадлежащих частным инвесторам. Есть все основания полагать, что инвесторы – частные лица, оперирующие на срочном рынке, не являются отдельной инвесторской нишей, а в подавляющей своей части работают и на спот-рынке, используя при этом инструменты срочного рынка для арбитражных операций и хеджирования.

Национальная лига управляющих также с 2005 г. проводит оценку количества счетов «рыночных» пайщиков ПИФ (см. рис. 10).

По этим оценкам, за 2006 г. прирост числа пайщиков составил 94%. На начало 2007 г., по данным НЛУ, было 342 тыс. пайщиков, на конец второго квартала их количество увеличилось до 450 тыс. Таким образом, за первое полугодие 2007 г. прирост числа пайщиков составил 31,6%, что гораздо меньше, чем прирост числа клиентов – участников торгов на ММВБ. Эту диспропорцию можно объяснить неустойчивым поведением фондового рынка в первом полугодии 2007 г. (см. рис. 7 и 8), а также тем, что клиенты ПИФ практически не имеют возможности извлекать прибыль на падающем рынке и в условиях долгосрочного бокового тренда с повышенной волатильностью. Возможности прямого инвестирования в инструменты рынка ценных бумаг в таких условиях гораздо шире – скальпирование, короткие продажи, срочные инструменты и пр. Еще одной из возможных причин снижения темпов роста числа пайщиков в первом полугодии 2007 г. являются проведенные в этот период крупные публичные размещения акций ведущих

Рис. 10. Участие населения страны в инвестировании на рынке ценных бумаг (клиенты ПИФ)



Источник: НЛУ

российских банков – ОАО «Сбербанк» и ОАО «Внешторгбанк». Они сопровождались громкими информационными кампаниями и, несомненно, отвлекли на себя интерес частных инвесторов. В силу нормативных ограничений ПИФ не имеют возможности приобретения ценных бумаг на этапе их публичного размещения.

Отдельная новая группа массовых частных инвесторов – это физические лица, участвовавшие в так называемых «народных IPO» НК «Роснефть» в июле 2006 г., а также ОАО «Сбербанк» и ОАО «Внешторгбанк» в первой половине 2007 г. Общее количество таких граждан, по данным компаний-эмитентов и СМИ, составило около 115 тыс. чел. при размещении акций НК «Роснефть», 30 тыс. при размещении акций «Сбербанка» и 131 тыс. при размещении акций ВТБ.

Поскольку определенная доля частных инвесторов пользуется услугами не только брокеров, но и приобретает инвестиционные паи, причем, возможно, и более чем одного ПИФ, а также участвовала в недавних масштабных публичных предложениях, прямое суммирование представленных выше данных было бы некорректным. В настоящее время определить методологически обоснованный коэффициент дисконтирования не представляется возможным. Тем не менее мы оцениваем количество физических лиц – граждан России, проводящих непосредственно (в том числе и при публичных размещениях) или через инструменты коллективных инвестиций операции на рынке ценных бумаг, в 670–680 тыс. чел. на первую половину 2007 г. В сравнении с численностью экономически активного населения страны (68,3 млн чел.) это немногим меньше 1%.

б) Инвестиционные фонды

В табл. 21 приведены сводные данные о динамике количества ПИФ за последние два с половиной года.

На 01.07.07 в России насчитывалось 732 зарегистрированных ПИФ, что на 18,7% больше, чем в начале года. Учитывая, что за 2006 г. прирост числа ПИФ составил 60,7%, следует отметить, что в 2007 г. темпы увеличения количества ПИФ сокращаются. За последние два с половиной го-

Таблица 21. Количество паевых инвестиционных фондов (данные на конец периода)

	2005 г.	2006 г.	Q1–07	Q2–07
<i>Количество ПИФ</i>				
Открытых	199	298	316	340
Интервальных	58	86	91	93
Закрытых	122	230	258	299
<i>в т.ч. недвижимости</i>	<i>73</i>	<i>149</i>	<i>166</i>	<i>198</i>
ИТОГО	379	614	665	732

Источник: НЛУ

да изменилась структура ПИФ. Если по итогам 2005 г. открытые ПИФ составляли около 52% от общего числа фондов, то в конце первого полугодия 2007 г. этот показатель составлял уже 46%. С другой стороны, с 32 до 42% увеличилась доля закрытых ПИФ, в первую очередь за счет фондов недвижимости. Постоянно уменьшается доля интервальных ПИФ – за первое полугодие 2007 г. зарегистрировано всего шесть новых фондов, а ниша интервальных фондов сократилась до 12%.

В табл. 22 приведены сводные данные о динамике стоимости чистых активов ПИФ за последние два с половиной года.

Таблица 22. Стоимость чистых активов ПИФ (млрд руб. данные на конец периода)

	2005 г.	2006 г.	Q1–07	Q2–07
ВСЕГО	233,4	419,1	544,1	639,2
<i>в том числе:</i>				
открытых ПИФ	30,8	91,1	131,0	127,8
интервальных ПИФ	38,7	59,6	46,0	46,8
закрытых ПИФ	163,9	268,4	367,1	464,6

Источник: НЛУ

На 01.07.07 стоимость чистых активов ПИФ составляла 639,2 млрд руб., что на 52,5% больше, чем в начале года. Если учесть, что за 2006 г. общий прирост стоимости чистых активов составил 79,6%, то можно сделать вывод о том, что на фоне снижения темпов формирования новых ПИФ активы уже работающих фондов постоянно растут. При этом, если в 2006 г. опережающими темпами увеличивалась стоимость чистых активов открытых ПИФ – 195,7% за год, то в первой половине 2007 г. наибольшую тенденцию к росту продемонстрировали закрытые ПИФ – 73,0%. Это связано, по-видимому, с общей конъюнктурой на рынке ценных бумаг. Следует отметить, что на фоне общего роста стоимости чистых активов ПИФ, в первой половине 2007 г. отмечен спад на 21,4% стоимости чистых активов интервальных ПИФ. Среди причин стагнации ниши интервальных фондов можно отметить невысокую ликвидность, которая не компенсируется адекватной премией по доходности.

В табл. 23 и 24 приведены сводные относительные данные о количестве и стоимости чистых активов различных типов ПИФ на конец второго полугодия 2007 г.

Таблица 23. Относительные данные о количестве ПИФ (%)

Активы	Количество ПИФ по категориям			Итого
	Тип			
	открытые	интервальные	закрытые	
Денежного рынка	1,22	0	0	0,58
Облигаций	20,80	7,69	0	10,93
Смешанные	29,66	41,76	4,85	21,57
Акции	37,31	46,15	10,82	28,13
Индексные	8,56	1,10	0	4,23
Фонды фондов	2,45	3,30	0	1,60
Недвижимости	Эти виды фондов не предусмотрены законодательством		64,55	25,22
Особо рискованных (венчурных) инвестиций			12,69	4,96
Прямых инвестиций			3,36	1,31
Ипотечные			3,36	1,31
Итого	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник: НЛУ

Таблица 24. Относительные данные о стоимости чистых активов ПИФ (%)

Активы	СЧА ПИФ по категориям			Итого
	Тип			
	открытые	интервальные	закрытые	
Денежного рынка	0,08	0	0	0,02
Облигаций	10,63	0,43	0	2,21
Смешанные	26,01	24,37	13,33	16,73
Акции	58,33	72,33	43,47	48,63
Индексные	4,28	0,33	0	0,90
Фонды фондов	0,68	2,54	0	0,33
Недвижимости	Эти виды фондов не предусмотрены законодательством		22,88	16,52
Особо рискованных (венчурных) инвестиций			4,13	2,98
Прямых инвестиций			14,77	10,66
Ипотечные			1,42	1,02
Итого	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник: НЛУ

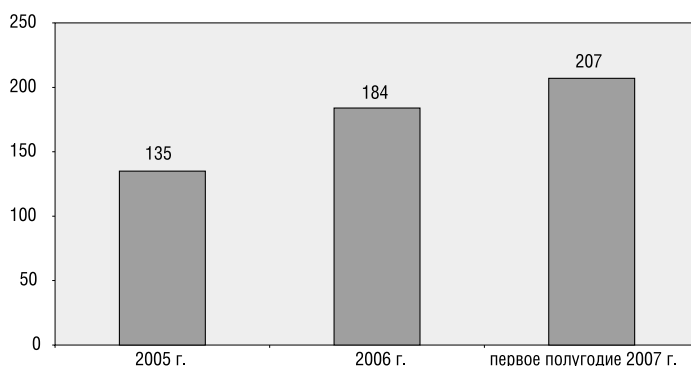
Как следует из табл. 23 и 24, среди открытых фондов наиболее популярными являются фонды акций (37,3% от общего числа ОПИФ, 58,3% от общей СЧА ОПИФ), затем следуют смешанные фонды (29,6% и 26,0% соответственно) и фонды облигаций (20,8% и 10,6%). Во многом аналогично выстроились предпочтения в интервальных ПИФ. Такое распределение фондов по категориям в целом соответствует мировой практике. Для закрытых ПИФ наиболее популярными являются фонды недвижимости (64,5% от общего числа), но наибольший объем активов сосредоточен в фондах ак-

ций (43,4% общей СЧА ЗПИФ). Вместе с тем необходимо подчеркнуть, что действующая классификация ПИФ по типам активов является достаточно условной, так как нормативные требования позволяют, например, в фонде акций иметь до 40% облигаций и т.п. Обобщенная статистика по распределению средств ПИФ по различным классам финансовых инструментов отсутствует.

Следует отметить, что до настоящего времени остается невостребованным целый ряд категорий ПИФ.

Паевой инвестиционный фонд является имущественным комплексом без образования юридического лица, ведущим элементом в конструкции ПИФ является управляющая компания. На рис. 11 приведены сводные данные о количестве управляющих компаний, имеющих под управлением паевые инвестиционные фонды, за последние два с половиной года.

Рис. 11. Количество управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ



Источник: НЛУ

За 2006 г. количество управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ, увеличилось на 36,3%, а за первое полугодие 2007 г. на 12,5%, достигнув 207 организаций. Такие показатели роста свидетельствуют о большом интересе к отрасли коллективных инвестиций и значительно выделяются на фоне изменений в других сферах деятельности на рынке ценных бумаг. Необходимо подчеркнуть, что, по официальным данным, раскрываемым ФСФР, в настоящее время выдано 393 лицензии управляющих компаний. Таким образом, в бизнес по управлению ПИФ вовлечено около 90% всех организаций, имеющих лицензии управляющих компаний. Остальные сосредоточены только на управлении активами НПФ и других проектах, существуют и компании, которые деятельности не ведут.

На рынке управления активами ПИФ традиционно высока концентрация активов под управлением, хотя она имеет определенную тенденцию к снижению. Так, в конце 2006 г. на долю первых десяти компаний приходилось 74,9% суммарных активов ПИФ, в первом квартале 2007 г. этот показатель снизился до 70,5%¹².

¹² Рассчитано по данным Национального рейтингового агентства.

в) Негосударственные пенсионные фонды

По данным ФСФР¹³, действующие лицензии НПФ (дата в источнике не указана) имеют 293 организации, из них 102 фонда (по состоянию на 09.06.06) были допущены к деятельности по обязательному пенсионному страхованию.

Данные об активах НПФ, связанных с негосударственным пенсионным обеспечением и обязательным пенсионным страхованием, приведены в табл. 25.

Таблица 25. Инвестиционные ресурсы НПФ (млрд руб. данные на конец периода)

	2006 г.	Q1–07	Q2–07
Пенсионные резервы	405,18	417,61	431,33
Пенсионные накопления	9,96	19,85	19,92

Источник: www.investfunds.ru

В феврале 2007 г. приняты новые правила размещения пенсионных резервов, существенно изменившие возможности инвестирования НПФ. Так, из перечня разрешенных активов исключены векселя и недвижимость, НПФ предписано в трехлетний срок привести состав и структуру резервов в соответствие с новыми требованиями. Из инструментов рынка ценных бумаг в состав пенсионных резервов могут быть приобретены государственные, субфедеральные, муниципальные, корпоративные облигации, акции российских ОАО, допущенные к торгам на российских биржах, ипотечные ценные бумаги, паи различных типов ПИФ, а при определенных условиях и срочные контракты. Однако по имеющейся в открытом доступе информации получить обобщенные данные по распределению пенсионных резервов по этим инструментам не представляется возможным.

Как следует из табл. 25, пенсионные резервы НПФ увеличились за первое полугодие 2007 г. незначительно – всего на 6,45% (за второй квартал – на 3,29%). Большой, практически двукратный, скачок пенсионных накоплений в первом квартале связан с переводом из ПФР средств застрахованных лиц, рост пенсионных накоплений во втором квартале совсем незначителен – 0,35%.

Концентрация пенсионных резервов и накоплений среди НПФ весьма высока. Причем для пенсионных резервов она имеет тенденцию к увеличению. Так, если в конце 2006 г. на долю десяти первых НПФ приходилось 60,4% всех пенсионных резервов, то к концу второго полугодия 2007 г. этот показатель увеличился до 86,4%. Аналогичный показатель для пенсионных накоплений в период конца 2006 г. – первой половины 2007 г. находился на уровне 77–79%¹⁴.

г) Инвестирование средств пенсионных накоплений

Застрахованные лица, т. е. работники, за которых работодатели платят пенсионные взносы в ПФР, и имеющие накопительную часть трудовой пенсии, могут перевести свои пенсионные накопления в НПФ или передать их в доверительное управление управляющей компании – либо частной, либо государственной. Первый конкурс среди частных управляющих компаний на право

¹³ www.fcsm.ru.

¹⁴ Рассчитано по данным www.investfunds.ru.

участия в инвестировании средств пенсионных накоплений был проведен в 2004 г. и вызвал большой интерес и у профессионального рыночного сообщества и заинтересованной публики. В результате к управлению средствами пенсионных накоплений было допущено 55 компаний. Вместе с тем в последующие годы со стороны частных компаний интерес к этому проекту полностью пропал. Функции государственной управляющей компании до настоящего времени выполняет «Государственная корпорация «Банк развития внешнеэкономической деятельности» («Внешэкономбанк»).

Данные о размере пенсионных накоплений, переданных в НПФ, приведены в табл. 25. В табл. 26 представлены данные о стоимости чистых активов средств пенсионных накоплений, находящихся в распоряжении государственной и частных управляющих компаний.

Таблица 26. Стоимость чистых активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений (млрд руб., данные на конец периода)

	2006 г.	Q1–07	Q2–07
ВСЕГО	276,445	270,075	274,533
<i>в том числе:</i>			
государственная управляющая компания	267,072	260,668	265,126
частные управляющие компании	9,373	9,407	9,407

Источники: ВЭБ, ПФР, www.investfunds.ru

Как следует из табл. 26, подавляющий (около 96,6%) объем средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, переданных в доверительное управление, распределяется в пользу государственной управляющей компании. Рынок услуг частных управляющих компаний стагнирует на фоне деятельности НПФ по обязательному пенсионному страхованию.

«Внешэкономбанк» в качестве государственной управляющей компании имеет право вкладывать пенсионные накопления только в государственные ценные бумаги. С другой стороны, возможности инвестирования у частных управляющих компаний более широкие. Сводные данные о структуре инвестиций частных управляющих компаний за последнее время приведены в табл. 27.

Как следует из табл. 27, в среднем 26–29% полученных частными управляющими средствами инвестируются в акции, затем следуют субфедеральные и корпоративные облигации. Характерно, что в первом полугодии 2007 г. доля субфедеральных облигаций постоянно снижается (с 23 до 15%), а корпоративных облигаций, наоборот, растет (с 22 до 33%). Доля государственных облигаций остается незначительной (10, 4–9,0%) и имеет тенденцию к снижению. Следует подчеркнуть, что целый ряд допустимых классов активов до настоящего времени отсутствуют в инвестиционных портфелях как в силу их дефицита на рынке (например, ипотечные облигации), так и в силу непроработанности вопросов их приобретения (например, паи иностранных индексных фондов).

д) Коммерческие банки

Многие российские банки выступают на рынке ценных бумаг в качестве профессиональных участников, а также в качестве инвесторов за свой счет.

Таблица 27. Структура активов, в которые инвестируют средства пенсионных накоплений частные управляющие компании (% , данные на конец периода)

№ п.п.	2006 г.	Q1–07	Q2–07
1 Денежные средства на счетах в кредитных организациях	0,77	5,46	0,24
2 Депозиты в рублях в кредитных организациях	6,60	7,23	7,21
3 Государственные ценные бумаги РФ	10,37	10,17	9,04
4 Государственные ценные бумаги РФ для размещения средств институциональных инвесторов	0	0	0
5 Облигации внешних облигационных займов РФ	0	0	0
6 Государственные ценные бумаги субъектов РФ	22,99	17,60	15,28
7 Муниципальные облигации	2,02	1,68	1,60
8 Облигации российских хозяйственных обществ	21,90	22,59	32,90
9 Акции российских эмитентов, созданных в форме ОАО	29,43	26,65	29,98
10 Облигации с ипотечным покрытием, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах	0	0	0
11 Ипотечные сертификаты участия, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах	0	0	0
12 Паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов	0	0	0
13 Дебиторская задолженность, в том числе:	5,90	8,61	3,74
14 средства пенсионных накоплений на специальных брокерских счетах	4,95	7,61	2,74
15 дебиторская задолженность по процентному (купонному) доходу по облигациям	0,94	0,97	0,99
16 прочая дебиторская задолженность	0	0	0,01

Рассчитано по данным ПФР

Сводные данные об объемах различных типов ценных бумаг в активах кредитных организаций за последние два с половиной года приведены в табл. 28¹⁵.

Таблица 28. Ценные бумаги в активах кредитных организаций (млрд руб. данные на конец периода)

	2005 г.	2006 г.	Q1–07	01.06.2007
Ценные бумаги (ВСЕГО)	1 539,4	1 961,4	2 404,4	2 546,1
<i>в том числе</i>				
Долговые обязательства	1 036,6	1 341,2	1 627,3	1 740,9
<i>из них</i>				
Долговые обязательства РФ	492,0	537,2	585,6	617,3
Акции	292,8	391,0	531,8	562,1
<i>из них портфель контрольного участия</i>	64,9	79,8	104,3	87,3
Учтенные векселя	210,1	229,2	245,3	243,1

Источник: Банк России

¹⁵ Учитываются ценные бумаги, приобретенные как на внутреннем, так и на внешних рынках.

В целом за последнее время доля ценных бумаг в активах российских кредитных организаций составляла в среднем 14–16% и достигла в абсолютном выражении на начало июня 2007 г. 2 546,1 млрд руб., увеличившись с начала года на 29,8%. Долговые ценные бумаги в совокупном портфеле кредитных организаций составляют в среднем 67–68%. Доля государственных ценных бумаг (включая облигации Банка России) среди всех долговых бумаг имеет тенденцию к снижению (с 47,5% в конце 2005 г. до 35,5% на 01.06.07) и постепенно замещается корпоративными облигациями. С другой стороны, доля акций (без учета акций дочерних и зависимых организаций), наоборот, демонстрирует определенный рост (с 14,8% совокупного портфеля ценных бумаг в конце 2005 г. до 18,6% на 01.06.07). Доля векселей постоянно снижается (с 13,6% в конце 2005 г. до 9,5% на 01.06.07).

е) Зарубежные инвестиционные фонды на российском фондовом рынке

Российский фондовый рынок пока не стал достаточно привлекательным для крупнейших глобальных инвестиционных и пенсионных фондов, ориентированных на зарубежных розничных инвесторов. Специализированные на России фонды обычно являются низкокапитализированными и в большинстве своем имеют статус хедж-фондов или фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов.

По данным информационного портала EmergingPortfolio.com, стоимость инвестиций портфельных инвестиционных фондов в Россию на начало 2007 г. составляла около \$US23 млрд.

2.3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Обобщенные, систематизированные и подробные данные о профессиональных участниках российского рынка ценных бумаг не публикуются. По данным ФСФР¹⁶, на конец 2006 г. общее число профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих различные виды деятельности на основании соответствующих лицензий, составляло 1 711 организаций. По нашим оценкам, около 39% из них являются кредитными организациями. По тем же данным, на конец 2005 г. эта величина составляла 1 634 организации. Таким образом, общий прирост за 2006 г. составил 4,7%. Данные об общем числе профессиональных участников рынка ценных бумаг за первую половину 2007 г. отсутствуют.

а) Профессиональные посредники

Российское законодательство регулирует три вида посредничества на фондовом рынке – брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами. Определения этих видов деятельности в целом соответствуют пониманию, принятому на развитых рынках, с учетом следующих оговорок:

♦ брокерская деятельность сама по себе не предполагает учет прав клиентов на ценные бумаги, поэтому брокерам, желающим осуществлять такой учет, необходимо получать отдельную лицензию на депозитарную деятельность;

¹⁶ Отчет о работе ФСФР за 2006 г.

♦ дилерской деятельностью признаются только такие операции купли-продажи ценных бумаг, которые сопровождаются публичным объявлением цен покупки и/или продажи, поэтому освобождаются от регулирования компании и граждане, которые регулярно совершают операции с ценными бумагами, в том числе даже публично предлагают купить или продать ценные бумаги, однако при этом не объявляют цен;

♦ доверительное управление ценными бумагами формально отличается от доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, что выражается в существовании двух разных типов лицензий на эти сходные виды деятельности.

Количество действующих брокерских лицензий на конец 2006 г., по данным ФСФР, составляло 1 433, дилерских – 1 394, лицензий доверительного управляющего – 1 100. В сравнении с концом 2005 г. оно изменилось на 3,9%, минус 0,2% и 7,6% соответственно. На 01.06.07, по данным ФСФР, количество таких лицензий составило 1401, 1384 и 1113 соответственно, т.е. по сравнению с началом года произошло изменение на минус 2,2%, минус 0,7% и 1,2%. Таким образом, в целом за последние два с половиной года состав профессиональных рыночных посредников стабилен, хотя и подвержен незначительным изменениям как в большую, так и в меньшую сторону. Подчеркнем, что речь идет именно о количестве выданных лицензий, а не о числе работающих на рынке ценных бумаг организаций. Большинство профессиональных участников рынка ценных бумаг – посредников имеют три-четыре лицензии.

Посреднический бизнес на рынке ценных бумаг весьма конкурентен. По нашим расчетам, базирующимся на доступной отчетности, индекс Херфиндаля–Хиршмана по общим оборотам профессиональных посредников на рынке ценных бумаг за последнее время находится в пределах 800–1000.

б) Торгово-расчетная инфраструктура

К торгово-расчетной инфраструктуре российского рынка ценных бумаг относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие следующие виды деятельности:

♦ деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг (включая фондовые биржи);

♦ клиринговую деятельность;

♦ депозитарную деятельность в качестве расчетных депозитариев.

Кроме того, составной частью этой инфраструктуры являются небанковские кредитные организации, выполняющие функции расчетных организаций.

По данным ФСФР, на 01.06.2007 в России имеется 9 организаций, имеющих лицензии организаторов торговли или фондовой биржи, и 9 организаций, имеющих лицензию клиринговой организации. Вместе с тем в результате рыночной конкуренции и объективных интеграционных процессов фактически сложилось два ведущих инфраструктурных центра – Группа ММВБ и Группа РТС, которые, собственно, и формируют сегодня организованный рынок ценных бумаг и производных на ценные бумаги в России.

Группа ММВБ представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую, в том числе, входят:

♦ ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа»;

♦ ЗАО «Фондовая биржа ММВБ»;

♦ Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»;

♦ Небанковская кредитная организация «Расчетная палата ММВБ» (ЗАО);

† ЗАО Акционерный коммерческий банк «Национальный клиринговый центр».

В части операций, связанных рынком ценных бумаг, в рамках Группы ММВБ функционируют следующие рынки:

- † фондовый рынок;
- † рынок государственных бумаг.

В конце второго квартала 2007 г. начал работать срочный рынок, предлагающий расчетный фьючерс на фондовый индекс.

На фондовом рынке ММВБ (организатор торговли – ЗАО «Фондовая биржа ММВБ») в основе механизма торговли заложен принцип «order-driven market», при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий встречных анонимных заявок. Сделки осуществляются по принципу «поставка против платежа» при 100%-ном предварительном депонировании активов. Исполнение по сделкам осуществляется на дату их заключения (T+0).

В режиме переговорных сделок участники торгов имеют возможность как котировать ценные бумаги путем выставления безадресных заявок (приглашения к оферте для всех участников торгов), так и заключать сделки на двусторонней (неанонимной) основе с использованием встречных адресных заявок (оферта на совершение сделки со стороны одного участника торгов в адрес другого участника торгов). При этом участники торгов при совершении сделки определяют надлежащую дату исполнения по ней обязательств в диапазоне от текущего торгового дня (T+0) до 30 календарных дней после заключения сделки (T+30). Данный режим торгов позволяет участникам торгов заключать сделки либо с полным контролем обеспечения, либо без контроля обеспечения.

Клиринг по сделкам, совершенным на ФБ ММВБ, осуществляется ЗАО ММВБ. Расчеты по нетто-обязательствам участников торгов по совершенным ими сделкам осуществляются на основе расчетных документов ЗАО ММВБ, как клирингового центра, в «Расчетной Палате ММВБ» (расчетная организация по денежным средствам) и в НП «НДЦ» (расчетный депозитарий по ценным бумагам).

Предполагается, что в ближайшей перспективе функции клиринговой организации по всем рынкам в рамках Группы ММВБ будет выполнять ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр».

Обобщающие итоги торгов ценными бумагами Группы ММВБ в первом полугодии 2007 г. приведены в табл. 29¹⁷.

Таблица 29. Итоги торгов Группы ММВБ в первом полугодии 2007 г. (данные на конец периода)

	Q1–07	Q2–07
Объем торгов, \$US млрд	297,40	387,6

Источник: ММВБ

Группа РТС представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую, в том числе, входят:

- † Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;

¹⁷ Учитывались сделки с акциями, корпоративными, субфедеральными, муниципальными облигациями, инвестиционными паями, включая операции РЕПО.

- ♦ ОАО «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;
- ♦ ЗАО «Клиринговый центр РТС»;
- ♦ Небанковская кредитная организация «Расчетная палата РТС» (ООО);
- ♦ ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания».

В составе Группы РТС в части операций с ценными бумагами функционируют несколько организованных рынков:

- ♦ классический рынок;
- ♦ биржевой рынок;
- ♦ рынок фьючерсов и опционов FORTS.

Организатором торговли выступает ОАО «ФБ РТС».

В рамках Классического рынка РТС используются две модели торгов:

♦ Классический рынок с неанонимной торговлей, что предполагает заключение сделок на основе неанонимных котировок («quote-driven market»), отсутствие предварительного депонирования активов, котировки в долларах США, а также возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов («поставка против платежа» или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта). Клиринговый центр и расчетный депозитарий не используются. Для денежных расчетов в режиме «поставка против платежа» привлекаются НКО «Расчетная палата РТС» или J.P Morgan Chase Bank, в режиме свободной поставки – любой банк.

♦ Классический рынок с анонимной торговлей, что предполагает анонимный аукцион заявок («order-driven market»), частичное предварительное депонирование активов, способ расчетов – «поставка против платежа» на T+4, котировки и расчеты в долларах США. В качестве клирингового центра используется НП «ФБ РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетные кредитные организации – НКО «Расчетная палата РТС» или J.P Morgan Chase Bank.

♦ Биржевой рынок РТС работает на следующих принципах: анонимный аукцион заявок («order-driven market»), 100%-ное предварительное депонирование активов, способ расчетов – «поставка против платежа» на T+0, котировки и расчеты в рублях. В качестве клирингового центра используется НП «ФБ РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетная кредитная организация – НКО «Расчетная палата РТС».

Срочный рынок FORTS базируется на анонимном аукционе заявок («order-driven market»). Расчеты и поставка осуществляются по истечении срока обращения контракта. Котировки и расчеты осуществляются в рублях. В качестве клирингового центра используется ЗАО «Клиринговый центр РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетная кредитная организация – НКО «Расчетная палата РТС».

Кроме того, в рамках РТС функционирует система индикативных котировок RTS Board, основанная на следующих принципах: выставление индикативных котировок на ценные бумаги, не допущенные к торгам на фондовой бирже РТС, отсутствие предварительного депонирования ценных бумаг и денежных средств, котировки в долларах США, возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов («поставка против платежа» или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта). Клиринговый центр и расчетный депозитарий не используются. Для денежных расчетов в режиме «поставка против платежа» привлекаются НКО «Расчетная палата РТС» или J.P Morgan Chase Bank, в режиме свободной поставки – любой банк.

Обобщающие итоги торгов на различных рынках Группы РТС в первом полугодии 2007 г. приведены в табл. 30.

в) Учетная система

На российском фондовом рынке существуют два альтернативных способа учета прав на ценные бумаги: по счетам депо в депозитарии и по лицевым счетам в системе ведения реестра. Депози-

Таблица 30. Итоги торгов Группы РТС в первом полугодии 2007 г. (данные за период)

	Q1–07	Q2–07
Классический рынок		
Объем торгов, \$US млрд	3,20	3,07
Биржевой рынок		
Объем торгов, млрд руб.	4,30	2,60
Срочный рынок FORTS		
Объем торгов, млрд руб.	1 031,80	1 244,90
RTS Board		
Объем торгов, \$US млрд	0,17	0,15

Источник: РТС

тарии, регистраторы, а также эмитенты, самостоятельно ведущие реестр своих акционеров, в совокупности образуют учетную систему фондового рынка.

Депозитарии

Депозитарий оказывает услуги по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, учету и удостоверению передачи ценных бумаг, а также по хранению ценных бумаг (при документарной форме выпуска). Он осуществляет свою деятельность на основе договора с собственником ценных бумаг либо лицом, имеющим иные права в отношении ценных бумаг (депозитарный договор).

Депозитарная деятельность в РФ лицензируется. По данным ФСФР¹⁸, на конец 2006 г. количество организаций, имеющих депозитарную лицензию, составляло 831, тогда как на конец 2005 г. их было 743, т.е. произошло увеличение на 11,8%. Вместе с тем по состоянию на 01.06.07 количество депозитарных лицензий уменьшилось на 10% – до 748. Таким образом, количество организаций, имеющих возможность оказывать депозитарные услуги, изменяется в достаточно больших пределах.

В России произошло принятое в мировой практике разделение депозитариев на расчетные и кастодиальные. К расчетным относятся те депозитарии, которые осуществляют расчеты по ценным бумагам по результатам клиринга и проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли. К кастодиальным депозитариям – все иные депозитарии.

В табл. 31 приведены данные о крупнейших российских депозитариях по рыночной стоимости принятых на обслуживание бумаг депонентов.

По данным ПАРТАД, общий объем ценных бумаг, задепонированных в 30 ведущих российских депозитариях, на 01.01.07 составил по рыночной стоимости 19 587 млрд руб., в том числе акций – 16 700 млрд руб., облигаций (включая государственные) – 2 887 млрд руб. Однако следует учитывать, что здесь возможен «двойной счет», поскольку одна и та же ценная бумага может отражаться на счете расчетного депозитария и его клиента – кастодиального депозитария. Эти данные превышают показатели первого полугодия 2006 г. на 39,9% по общей рыночной стоимости, на 47,5% по стоимости акций и на 18,9% по стоимости облигаций. Рынок депозитарных услуг крайне монополизирован – на первые десять депозитариев из представленных в табл. 31 приходится 89,2% общей рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг.

¹⁸ Отчет о работе ФСФР за 2006 г.

Таблица 31. 30 КРУПНЕЙШИХ ДЕПОЗИТАРИЕВ (данные на конец 2006 г.)

№	Наименование	Статус	Стоимость ценных бумаг (млрд руб.)
1	ГАЗПРОМБАНК	Кредитная организация	4 511,096
2	ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)	Кредитная организация	4 081,669
3	НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР	Расчетный депозитарий	3 340,605
4	ДЕПОЗИТАРНО-КЛИРИНГОВАЯ КОМПАНИЯ	Расчетный депозитарий	1 729,334
5	РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ	Расчетный депозитарий	1 121,725
6	ДЕПОЗИТАРНЫЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ ТЕХНОЛОГИИ	Специализированный депозитарий	852,945
7	ДОЙЧЕ БАНК	Кредитная организация	758,173
8	ВНЕШЭКОНОМБАНК	Кредитная организация	*385,848
9	СБЕРБАНК РОССИИ	Кредитная организация	369,496
10	ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ УРАЛСИБ	Специализированный депозитарий	361,989
11	РОСБАНК	Кредитная организация	358,118
12	ГАРАНТ СДК	Специализированный депозитарий	259,556
13	СПЕЦИАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ	Специализированный депозитарий	225,422
14	РАСЧЕТНО-ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР	Инвестиционная компания	220,876
15	РАЙФФАЙЗЕНБАНК АВСТРИЯ	Кредитная организация	174,243
16	ПЕРВЫЙ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ	Специализированный депозитарий	143,700
17	БАНК МОСКВЫ	Кредитная организация	114,458
18	ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ РЕСПУБЛИКИ ТАТАРСТАН	Депозитарий – не совместитель	99,465
19	МЕЖДУНАРОДНЫЙ МОСКОВСКИЙ БАНК	Кредитная организация	74,564
20	СОЮЗ АКБ	Кредитная организация	72,259
21	ОБЪЕДИНЕННАЯ ДЕПОЗИТАРНАЯ КОМПАНИЯ	Специализированный депозитарий	55,420
22	МЕТАЛЛИНВЕСТБАНК	Кредитная организация	51,598
23	ТРАСТ ИБ	Кредитная организация	49,514
24	КИТ ФИНАНС	Инвестиционная компания	41,897
25	ЗЕНИТ БАНК	Кредитная организация	36,038
26	СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР	Специализированный депозитарий	31,595
27	ДЕПОЗИТАРНО-РАСЧЕТНЫЙ СОЮЗ	Расчетный депозитарий	23,262
28	АТОН	Инвестиционная компания	21,763
29	НОМОС-БАНК	Кредитная организация	19,790
30	ЦЕНТРАЛЬНЫЙ МОСКОВСКИЙ ДЕПОЗИТАРИЙ (ООО)	Специализированный депозитарий	19,448

* с учетом ценных бумаг, котируемых на зарубежных биржах и в информационных системах Reuters и Bloomberg

Источник: ПАРТАД

Регистраторы

Регистратор – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг (сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг). Регистратор работает на основании договора с эмитентом ценных бумаг; лица, открывающие счета в реестре, не заключают договор с регистратором. Эмитент с количеством акционеров не более 50 имеет право вести реестр самостоятельно или заключить договор с регистратором. Если же число акционеров превышает 50, эмитент обязан передать ведение реестра регистратору, хотя при этом он продолжает отвечать за ведение реестра.

Деятельность регистратора в РФ лицензируется. Количество регистраторов на российском рынке ценных бумаг постепенно сокращается. По данным ФСФР¹⁹, на конец 2006 г. количество организаций, имеющих лицензию на ведение реестра владельцев ценных бумаг, составляло 73, а на конец 2005 г. их было 82, т.е. за год произошло снижение количества регистраторов на 12,4%. В первом полугодии 2007 г. количество регистраторов практически не изменилось – на 01.06.07 их количество составило 74 организации.

В табл. 32 приведены данные о крупнейших российских регистраторах по количеству обслуживаемых эмитентов.

Рынок регистраторских услуг монополизирован в гораздо меньшей степени, чем депозитарный: на первые десять регистраторов, из представленных в табл. 32, приходится 54,1% от общего числа обслуживаемых эмитентов и 52,9% от числа эмитентов с числом акционеров более 500.

Таблица 32. 30 КРУПНЕЙШИХ РЕГИСТРАТОРОВ (данные на конец 2006 г.)

Место	Наименование	Количество эмитентов с числом владельцев более 500	Всего обслуживаемых эмитентов
1	ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»	372	1 965
2	ОАО «Центральный Московский Депозитарий»	265	1 252
3	ОАО «Реестр»	189	1 631
4	ОАО «Объединенная регистрационная компания»	113	907
5	ЗАО «Национальная регистрационная компания»	102	574
6	ЗАО «Единый регистратор»	98	549
7	ОАО «Регистратор НИКойл»	95	911
8	ЗАО «Профессиональный регистрационный центр»	94	582
9	ЗАО «Московский Фондовый Центр»	91	488
10	ЗАО «Петербургская центральная регистрационная компания»	83	409
11	ЗАО «Иркол»	82	658
12	ОАО «Независимый Регистратор ЮФО»	79	850
13	ОАО «ОРР «Веста»	77	285
14	ЗАО «М-Реестр»	76	419
15	ЗАО «РК-РЕЕСТР»	76	331
16	ОАО «Сибирский реестр»	71	517
17	ЗАО «Учетная система»	70	217
18	ОАО «Межрегиональный регистраторский центр»	69	302
19	ЗАО «Новый регистратор»	67	709
20	ЗАО «СР-ДРАГА»	67	479
21	ОАО «Центральная регистратура»	64	241
22	ЗАО «Реестр-РН»	63	481
23	ЗАО «Ведение реестров компаний»	63	324
24	ЗАО «Реестр А-Плюс»	60	651
25	ЗАО КРЦ «Доминика»	60	207
26	ЗАО «Сургутинвестнефть»	60	156
27	ЗАО «Волжско-Уралосибирский регистратор»	59	273
28	ЗАО «Регистратор Интрако»	59	205
29	ЗАО «Индустрия-РЕЕСТР»	58	296
30	ОАО «Северо-Западный регистрационный центр»	58	248

Источник: ПАРТАД

¹⁹ Отчет о работе ФСФР за 2006 г.

3. Законодательная база и регулирование

В Российской Федерации в основном сформирована нормативно-правовая база в области регулирования рынка ценных бумаг. Она образуется несколькими специальными законами («О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об ипотечных ценных бумагах»), которые определяют общие правила, действующие на рынке ценных бумаг, и многочисленными подзаконными нормативными актами (главным образом постановлениями Правительства РФ и приказами ФСФР), устанавливающими специальные правила и нормы.

Функционирование отдельных институтов регламентируется специальными законами: «Об инвестиционных фондах», «О негосударственных пенсионных фондах», «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии», «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих», которые также сопровождаются значительным по объему подзаконным регулированием.

Большое значение для регулирования российского рынка ценных бумаг имеют также общие нормы гражданского законодательства, содержащиеся в Гражданском кодексе РФ, а также нормы, регулирующие акционерные общества, которые установлены законом «Об акционерных обществах».

Российская система регулирования фондового рынка создавалась параллельно со становлением самого рынка и во многих аспектах сыграла позитивную роль в его развитии. Эта система в целом учитывает международный опыт регулирования фондовых рынков и отвечает мировым тенденциям развития регулирования в этой сфере, однако она имеет ряд национальных особенностей. Главная из них – это сложно структурированное распределение регуляторных и надзорных полномочий в сфере финансовых рынков между несколькими ведомствами. К настоящему времени значительная часть соответствующих функций в сфере собственно фондового рынка перешла к одному государственному органу – Федеральной службе по финансовым рынкам, однако определенные полномочия еще остаются у Центрального банка, а также в небольшой степени у Министерства финансов.

3.1. Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации

Главным государственным регулирующим органом на российском рынке ценных бумаг в настоящий момент является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России). По своему статусу она аналогична министерству, поскольку подчиняется непосредственно Правительству РФ и при этом объединяет как регулирующие, так и контрольно-надзорные полномочия.

Деятельность ФСФР регулируется Законом «О рынке ценных бумаг» и Положением о ФСФР, утвержденным постановлением Правительства РФ от 30.06.04 № 317. Согласно этому положению

нию ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков, за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности.

ФСФР осуществляет регулирование всех основных субъектов фондового рынка: эмитентов, профессиональных участников, институтов коллективного инвестирования, а в некоторых аспектах и инвесторов. В осуществлении своей деятельности ФСФР обладает функциональной самостоятельностью, т. е. не согласовывает свои действия с другими органами. Однако как орган исполнительной власти она подчиняется Правительству РФ, которое имеет право приостановить действие или отменить любой акт ФСФР.

В отношении *эмитентов* ФСФР имеет полномочия по утверждению стандартов эмиссии ценных бумаг, утверждению порядка государственной регистрации ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, а также проспектов ценных бумаг (за исключением государственных и муниципальных ценных бумаг). ФСФР также проводит проверки эмитентов, в случае нарушений выдает им предписания, а при необходимости может приостанавливать эмиссию ценных бумаг и обращаться с иском в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным. ФСФР также определяет порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг российских эмитентов.

В отношении *профессиональных участников рынка ценных бумаг* ФСФР утверждает требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, утверждает нормативы достаточности собственных средств, осуществляет лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, регистрирует некоторые внутренние документы профессиональных участников. Она также проводит проверки профессиональных участников, при необходимости может выдавать им предписания, запрещать или ограничивать проведение отдельных операций на рынке ценных бумаг, наконец, приостанавливать или аннулировать лицензии нарушителей.

В отношении *институтов коллективного инвестирования* ФСФР лицензирует деятельность НПФ, акционерных инвестиционных фондов, деятельность управляющих компаний и специализированных депозитариев. Она же регистрирует правила доверительного управления ПИФ и правила доверительного управления ипотечным покрытием, правила НПФ, документы специализированных депозитариев. ФСФР также утверждает требования к структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов, определяет стандарты раскрытия информации и формы отчетности НПФ; проводит проверки указанных субъектов и выдает им предписания.

ФСФР также регулирует допуск ценных бумаг к публичному размещению, обращению, котированию и листингу, принимает меры к приостановлению недобросовестной рекламы на рынке ценных бумаг, издает методические материалы и рекомендации по вопросам, отнесенным к ее компетенции. Она имеет право при необходимости обращаться в суд и в арбитражный суд с исками и заявлениями. Важной функцией ФСФР является право рассматривать дела об административных правонарушениях, отнесенные к ее компетенции, а также применять меры ответственности, установленные административным законодательством.

Следует отметить, что компетенция ФСФР имеет ряд существенных изъятий в отношении кредитных организаций: для них ФСФР не может устанавливать меры пруденциального характера, а также регулировать эмиссию их ценных бумаг. Полномочия ФСФР не распространяются также на вопросы эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

3.2. Центральный банк Российской Федерации

Центральный Банк не входит в систему органов исполнительной власти и осуществляет свою деятельность на основании специального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Его полномочия в отношении регулирования коммерческих банков определены также законом «О банках и банковской деятельности». В качестве института, отвечающего за организацию денежного обращения и стабильность банковской системы в России, Банк России имеет ряд полномочий, в той или иной степени влияющих на рынок ценных бумаг или затрагивающих его участников

Так, Банк России во взаимодействии с Правительством РФ разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику, что оказывает влияние на многие параметры рынка ценных бумаг. В целях реализации денежно-кредитной политики он выступает эмитентом собственных облигаций и осуществляет операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами и собственными облигациями, являясь крупным игроком на этом рынке.

Как регулятор банковской системы Банк России определяет особенности процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций и регистрирует выпуски соответствующих ценных бумаг. Он осуществляет банковский надзор за деятельностью кредитных организаций и банковских групп, в том числе за их деятельностью в качестве инвесторов на рынке ценных бумаг. В отношении деятельности кредитных организаций как профессиональных участников рынка ценных бумаг Банк России фактически устанавливает правила проведения отдельных операций (например, доверительное управление ценными бумагами, правила осуществления депозитарного учета и т.п.). Наконец, посредством участия в капитале инфраструктурных организаций на рынке ценных бумаг (например, ММВБ) Банк России осуществляет «косвенное регулирование» рынка ценных бумаг.

Банк России также устанавливает правила проведения банковских операций, правила бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы РФ.

Таким образом, хотя регулирующие полномочия Банка России в отношении участников рынка ценных бумаг напрямую распространяются только на кредитные организации, оперирующие на этом рынке, в целом влияние этого института на финансовом рынке весьма велико. Используя указанные выше полномочия, Банк России, по сути, является вторым по значимости государственным регулятором рынка ценных бумаг.

3.3. Министерство финансов Российской Федерации

Согласно Положению о Министерстве финансов (утверждено Постановлением Правительства РФ от 30.06.04 № 329) оно осуществляет ряд функций в отношении рынка ценных бумаг и его участников. Прежде всего, Минфин утверждает условия эмиссии и обращения федеральных государственных ценных бумаг и решения об эмиссии отдельных выпусков этих ценных бумаг, а также отчеты об итогах их эмиссии. Вместе с тем Минфин сам выполняет функции эмитента федеральных государственных ценных бумаг.

Минфин выступает регулирующим органом в отношении государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг – осуществляет государственную регистрацию условий эмиссии и обращения таких ценных бумаг, утверждает стандарты раскрытия информации об этих бумагах.

Кроме того, Минфин остается регулятором в сфере инвестирования пенсионных накоплений для финансирования накопительной части трудовой пенсии, а также регулятором для страховых компаний, в том числе в части осуществления ими инвестиций в ценные бумаги (надзорные функции по отношению к страховым компаниям осуществляет Федеральная служба страхового надзора, которая подчиняется Минфину). Наконец, Минфин принимает нормативные правовые акты по вопросам порядка ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской отчетности.

3.4. Иные государственные органы

Система правоприменения на рынке ценных бумаг включает также налоговые органы, органы финансового контроля и мониторинга, антимонопольный орган, судебную систему, правоохранительные органы. Однако подробный разбор их функций и задач выходит за рамки настоящей работы.

3.5. Саморегулируемые организации

Система регулирования на рынке ценных бумаг включает в себя, наряду с государственными органами, еще и саморегулируемые организации (СРО). Они создаются профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях обеспечения условий их профессиональной деятельности, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. СРО также могут создаваться управляющими компаниями.

СРО создаются в форме некоммерческой организации. Они устанавливают обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и стандарты проведения операций с ценными бумагами, а также осуществляют контроль за их соблюдением. Членство в СРО является добровольным.

В настоящее время в России статус СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективного инвестирования имеют шесть организаций:

- ♦ Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) объединяет брокеров, дилеров, управляющих, а также депозитариев. Общее количество ее членов на 01.07.07 составляет 406 организаций. НАУФОР имеет центральный офис в Москве, а также филиалы в 14 регионах страны;

- ♦ Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) объединяет депозитариев и регистраторов. На 25.06.07 в ПАРТАД насчитывалось 99 членов, в том числе 52 депозитария и 47 регистраторов²⁰;

- ♦ Национальная фондовая ассоциация (НФА) включает в себя организации, имеющие лицензии на брокерскую, дилерскую, депозитарную деятельность и на доверительное управление

²⁰ www.partad.ru.

ценными бумагами, в основном кредитные организации. В НФА на 01.01.2007 входит более 240 членов²¹;

♦ Национальная лига управляющих (НЛУ), в которую входят 74 организации²², объединяет управляющие компании;

♦ Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ) – специализированная СРО брокеров и дилеров, оказывающих услуги фондового консультанта эмитентам. По состоянию на 01.01.04 включает 20 членов²³;

♦ Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР) – единственная на сегодняшний день СРО, офис которой находится не в Москве, а в Екатеринбурге. Члены ПУФРУР – 25 профессиональных участников рынка ценных бумаг из Уральского региона²⁴ (по данным сайта www.uralprofi.ru).

Следует отметить, что достаточно часто профессиональные участники рынка ценных бумаг являются членами нескольких СРО одновременно. Поэтому точно оценить общую вовлеченность профессионального рыночного сообщества в механизмы саморегулирования не представляется возможным. Тем не менее, по нашим оценкам, в среднем 30–35% общего числа профессиональных участников рынка ценных бумаг являются членами хотя бы одной саморегулируемой организации, самый высокий уровень участия в СРО среди регистраторов – более 60%. Необходимо подчеркнуть, что в последние годы членская база ведущих СРО стабилизировалась, а среди крупных профессиональных участников рынка ценных бумаг членство в саморегулируемых организациях фактически стало стандартом профессиональной деятельности.

²¹ www.nfa.ru.

²² www.nlu.ru, дата актуализации не указана.

²³ Использованы данные ФСФР. Более поздние данные отсутствуют, официальный сайт www.profi-sro.ru заполнен сторонним содержанием.

²⁴ www.uralprofi.ru, дата актуализации не указана.

4. Календарь основных событий первой половины 2007 г.

Январь	01.01.2007	Вступил в силу приказ ФСФР от 02.11.06 №06-126пз «О внесении изменений в положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», предписывающий фондовым биржам приостанавливать торги в 18.00 для представления участникам торгов отчетов и клиринга сделок.
	09.01.2007	Вступили в силу новые «Правила допуска ценных бумаг к торгам на ОАО РТС», предусматривающие требования к допуску и обращению биржевых облигаций, определены требования к включению в котировальные листы «В» и «И».
	10.01.2007	Вступили в силу поправки в закон «О рынке ценных бумаг», касающиеся выпуска российских депозитарных расписок (РДР).
	11.01.2007	Вступили в силу поправки в законы «О банках и банковской деятельности» и «О Центральном банке РФ», упрощающие приобретение акций (долей) кредитных организаций, в том числе нерезидентами.
	21.01.2007	Государственная дума приняла поправки в ст. 1062 части второй Гражданского кодекса РФ, предусматривающие предоставление судебной защиты требованиям, связанным с расчетными производными финансовыми инструментами.
	24.01.2007	Вступил в силу приказ ФСФР от 22.06.06 №06-67/пз-н «Об утверждении положения о предоставлении информации о заключении сделок», которое определяет порядок рапортирования о внебиржевых сделках.
	29.01.2007	ММВБ и РТС утверждены аффилированными членами Всемирной федерации бирж (WFE).
	30.01.2007	На ФБ РТС начала работу площадка RTS START, предназначенная для размещения и обращения эмитентов небольшой и средней капитализации. Первый эмитент – «БФ «Коммунар».
	Февраль	01.02.2007
02.02.2007		Резкое (около 7%) падение в ходе торговой сессии цен на акции ОАО «Сбербанк России» на слухах о возможной цене размещения акций в ходе предстоящего IPO.

	08.02.2007	Приостанавливались торги на срочном рынке РТС (FORTS) вследствие сбоев в программном обеспечении.
	15.02.2007	Вступило в силу постановление Правительства РФ от 01.02.07 №63 «Об утверждении Правил размещения пенсионных резервов НПФ и контроля за их размещением», которое значительно изменило требования к составу и структуре пенсионных резервов.
	24.02.2007	Завершено SPO ОАО «Сбербанк», привлечено 8,83 \$млрд.
	27.02.2007	Резкое (3,5–4%) падение основных российских индексов, следовавшее за крупнейшим за последние 10 лет падением китайского рынка ценных бумаг и общим спадом на мировых рынках.
Март	02.03.2007	Дневной оборот сделок с ценными бумагами на ФБ ММВБ достиг исторического максимума – \$8,43 млрд.
	08.03.2007	Вступила в силу инструкция Банка России №130-и «О порядке получения предварительного согласия Банка России на приобретение и (или) получение в доверительное управление акций (долей) кредитных организаций», упрощающая процедуры проведения сделок с акциями кредитных организаций.
	13.03.2007	Начало торгов поставочными фьючерсами на облигации на FORTS.
	21.03.2007	Подведены итоги размещения дополнительного выпуска акций ОАО РТС, размещенного по закрытой подписке, привлечено 721,1 млн руб.
	22.03.2007	Завершены все подготовительные работы, необходимые для выпуска и обращения биржевых облигаций. ФСФР присвоила первый порядковый номер фондовой бирже, позволяющий формировать идентификационный номер биржевой облигации для ее допуска к торгам.
	26.03.2007	Вступили в силу внутренние документы ММВБ и РТС, предусматривающие завершение торгов в 18.00.
Апрель	03.04.2007	Нарушение нормального режима работы ЗАО «ДКК» и эвакуация сотрудников вследствие сообщения о наличии в офисном помещении, арендуемом депозитарием, взрывного устройства.
	09.04.2007	Вступили в силу Правила проведения торгов на срочном рынке ЗАО «ФБ ММВБ», началось формирование участников торгов.
	11.04.2007	На ФБ РТС вследствие технических неполадок возникли проблемы с телефонной связью и доступом к сервисам биржи.
	16.04.2007	Индекс ММВБ достиг своего исторического максимума – 1777,84.
	16.04.2007	Индекс РТС достиг исторического максимума – 2008,24.
	19–20.04.2007	На ФБ ММВБ происходили сбои в работе и последующая приостановка торгов вследствие проблем в подаче электроэнергии и в сетях передачи данных.

Май	11.05.2007	Государственная дума приняла в первом чтении законопроект «О центральном депозитарии».
	15.05.2007	Обнародованы планы создания Международной фондовой биржи «Санкт-Петербург» (IXSP), образованной НП «ФБ Санкт-Петербург» и шведской группой OMX.
	17.05.2007	В. Миловидов вступил в должность руководителя ФСФР.
	18.05.2007	Завершено IPO ОАО «Внешторгбанк», привлечено \$7,97 млрд.
	25.05.2007	ММВБ – первое размещение выпуска ипотечных ценных бумаг, обеспеченных пулом закладных по кредитам (эмитент – ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК», объем размещения – 2,9 млрд руб.).
	29.05.2007	В систему RTS Board включены акции ОАО «РТС».
Июнь	01.06.2007	Вступил в силу приказ ФСФР от 29.03.07 №07-32/пз-н «О неприменении п. 9.1 Положения о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг», отменяющий запрет на совмещение клиринга по срочным сделкам с клирингом по иным сделкам с ценными бумагами.
	04.06.2007	Издан приказ ФСФР от 24.04.07 №07-50/пз-н «Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» (вступает в силу с 01.01.08). С 01 января 2008 г. в среднем в два раза увеличиваются требования по собственному капиталу.
	14.06.2007	На ФБ ММВБ начал функционирование Сектор инновационных и растущих компаний. Первый эмитент – ЗПИФ «ФИНАМ – Информационные технологии».
	15.06.2007	Вступил в силу приказ ФСФР от 06.03.07 №07-21/пз-н «Об утверждении порядка лицензирования видов профессиональной деятельности», предусматривающий, в том числе, первоначальную выдачу лицензии без ограничения срока действия.
	25.06.2007	Опубликован приказ ФСФР от 03.04.07 №07-37/пз-н «Об утверждении порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами», которым установлены единые требования к осуществлению по управлению ценными бумагами, определены требования к объектам управления, ограничения деятельности управляющего, порядок определения результатов управления (вступает в силу 06.07.07).
	26.06.2007	ФСФР объявила о завершении подготовки нормативной базы, необходимой для начала выпуска и обращения РДР.
	26.06.2007	Начало торгов фьючерсными контрактами на ОФЗ на FORTS. Поставка базового актива осуществляется в режиме адресных сделок на ММВБ.
	29.06.2007	На ФБ ММВБ начались торги расчетным фьючерсом на индекс ММВБ.

Содержание

Введение	3
1. Инструменты	5
1.1. АКЦИИ	5
1.2. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ	10
1.3. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ, СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ, ОБЛИГАЦИИ БАНКА РОССИИ	14
1.4. ЕВРООБЛИГАЦИИ	15
1.5. ВЕКСЕЛЯ	16
1.6. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПАИ	17
1.7. ФЬЮЧЕРСЫ И ОПЦИОНЫ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ	17
1.8. ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ	20
2. Институциональная структура	23
2.1. ЭМИТЕНТЫ	23
2.2. ИНВЕСТОРЫ	26
а) Население	26
б) Инвестиционные фонды	28
в) Негосударственные пенсионные фонды	32
г) Инвестирование средств пенсионных накоплений	32
д) Коммерческие банки	33
е) Зарубежные инвестиционные фонды на российском фондовом рынке	35
2.3. ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	35
а) Профессиональные посредники	35
б) Торгово-расчетная инфраструктура	36
в) Учетная система	38
Депозитарии	39
Регистраторы	40
3. Законодательная база и регулирование	42
3.1. ФЕДЕРАЛЬНАЯ СЛУЖБА ПО ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	42
3.2. ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	44
3.3. МИНИСТЕРСТВО ФИНАНСОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	44
3.4. ИНЫЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОРГАНЫ	45
3.5. САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ	45
4. Календарь основных событий первой половины 2007 г.	47

ДЛЯ ЗАМЕТОК

ДЛЯ ЗАМЕТОК