# ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ


В КАКИЕ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЕ БУМАГИ ВЛОЖИТЬ ДЕНЬГИ ПОСЛЕ ЛИКВИДАЦИИ РАО ЕЭС / 27
ПОЧЕМУ ПОКУПАТЕЛЯМ АМЕРИКАНСКИХ ИПОТЕЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
НЕ СТОИЛО СМОТРЕТЬ ТОЛЬКО НА ИХ РЕЙТИНГИ / 30
СТОИТ ЛИ ПОКУПАТЬ БУМАГИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ ХИМИЧЕСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ / 32
ЧТО ЖДЕТ РОССИЙСКИЕ РЫНКИ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ НЫНЕШНЕЙ ЗИМОЙ / 34
ВСЕ БРОКЕРЫ РОССИИ / 36

**Вторник, 27 ноября 2007 №218**
(№3794 с момента возобновления издания)
Цветные тематические страницы №25–40
являются составной частью газеты «Коммерсантъ»
Рег. №01243 22 декабря 1997 года.
Распространяются только в составе газеты.

**Коммерсантъ**


# BUSINESS GUIDE


4 601865 000226
07148

www.kommersant.ru

ПЕТР РУШАЙЛО,
РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE
«ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

## ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ВЫБОР

**Парламентские, а за ними и президентские выборы наконец-то наступают. И инвесторы уже начинают пускать слюнки в ожидании грядущего ралли. Аналитики их в этой вере в основном поддерживают с помощью дежурных заклинаний относительно скорого наступления большей политической определенности, снятия соответствующих рисков и т. п. А в качестве аргумента частенько приводят недавнее заявление Владимира Путина о намерении возглавить предвыборный список «Единой России» и остаться в политике и после марта 2008-го — и последовавший за этим бурный рост рынка акций.**

**Между тем хочется спросить: какого рода политической определенности сейчас не хватает рынку?**

**В самом деле, представим себе возможные исходы нынешней избирательной кампании.**

**На парламентских выборах неожиданность возможна только одна — «Единая Россия» не получит контроль над Госдумой. Учитывая то, кто теперь лидер данной партии, едва ли это будет свидетельством снятия политической напряженности.**

**Что касается президентских выборов, здесь, конечно, вариантов больше. Например, будет изменена Конституция и Владимир Путин останется на третий срок — в той же должности или как премьер-министр со специально прописанными под него лично расширенными полномочиями. Или, как недавно было предложено, просто станет «национальным лидером» или, по сути, кем-то вроде абсолютного монарха. Это тоже, конечно, своего рода снятие напряженности, но, возможно, не совсем того рода, который устроит западных инвесторов.**

**Остальные же варианты предполагают ослабление политических позиций нынешнего президента и смену власти в стране, что для России пока в диковинку, а значит, политической стабилизацией названо может быть лишь с большой натяжкой.**

**Все сказанное, конечно, не означает, что предвыборного ралли не будет — не стоит переоценивать способность рынка к рациональному мышлению. Но полезно вспомнить следующее. Четыре года назад, когда было понятно, что после президентских выборов ничего кардинально не изменится, предвыборное ралли все же состоялось. Тогда в период с начала декабря до середины апреля индекс РТС вырос почти на 50%. Но уже к началу июня вернулся на те же позиции, с которых стартовал.**

КОЛОНКА РЕДАКТОРА

РИСУНОК НА ОБЛОЖКЕ: ВЛАДИМИР ЧАЙКА



# ЖИЗНЬ ПОСЛЕ СМЕНЫ

**26 ОКТЯБРЯ НА ВНЕОЧЕРЕДНОМ СОБРАНИИ АКЦИОНЕРЫ РАО «ЕЭС РОССИИ» ПРИНЯЛИ РЕШЕНИЕ О ЗАВЕРШЕНИИ РЕОРГАНИЗАЦИИ ХОЛДИНГА К 1 ИЮЛЯ 2008 ГОДА. ПО ЕЕ ИТОГАМ АКЦИОНЕРЫ ПОЛУЧАТ АКЦИИ КОМПАНИЙ ЦЕЛЕВОЙ СТРУКТУРЫ ОТРАСЛИ, А РАО «ЕЭС РОССИИ» ПРЕКРАТИТ СВОЕ СУЩЕСТВОВАНИЕ. BG РЕШИЛ РАЗОБРАТЬСЯ, КАКИЕ ИЗ БУМАГ НОВЫХ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ СМОГУТ СТАТЬ ДОСТОЙНОЙ ЗАМЕНОЙ АКЦИЯМ РАО ЕЭС В ПОРТФЕЛЯХ ИНВЕСТОРОВ.** МИХАИЛ СМИРНОВ

### ЗАДАЧА С ТРЕМЯ НЕИЗВЕСТНЫМИ

Основные задачи энергетики сегодня — наращивание выработки электроэнергии и ускоренная модернизация генерирующих мощностей. Поэтому и рассмотрение промежуточных итогов реформы РАО «ЕЭС России» уместно проводить под этим углом зрения.

Очевидно, что в ближайшие годы рост потребления энергии будет расти все более быстрыми темпами. Причем, в отличие от советской ситуации, когда основными потребителями были промышленные предприятия, с запросами и экономическими возможностями которых согласовывалась конфигурация энергетической отрасли, сегодня население играет многократно большую роль как потребитель. А это уже не позволяет административными методами решить обозначенные вопросы. Кондиционеры и обогреватели, равно как и прочая домашняя техника, будут устанавливаться вне зависимости от желания властей, а это означает, что города будут потреблять все больше электроэнергии. В наиболее холодные периоды нагрузка на энергосистему будет возрастать в разы, как это уже показала, например, зима 2006 года в Москве.

Если в целом по стране уровень использования установленных мощностей электростанций можно определить как средний, то в наиболее крупных городских агломерациях ощущается острый дефицит мощностей. Но именно эти регионы являются наиболее динамичными и, нельзя забывать, влиятельными на политическом и электоральном поле России. Прежде всего речь идет о Московском регионе, Ленинградской области и Санкт-Петербурге, Нижегородской, Свердловской, Челябинской, Тюменской областях, а также Пермском и Краснодарском краях и Республике Коми.

С этой точки зрения государство, казалось бы, подготовило для вновь создаваемых энергетических компаний все условия — спрос не удовлетворен, приходи и зарабатывай.

Однако «зарабатывать» мешает целый ряд факторов — это и регулируемые тарифы, и проблемы с топливом для станций, и, конечно, рост стоимости топлива — прежде всего газа.

Эти два фактора существенно искривляют задумку РАО по установлению в России, наверное, самого либерального энергетического рынка в мире. И, соответственно, их нельзя не принимать во внимание при рассмотрении перспектив развития отрасли.

Таким образом, государственным и частным инвесторам в энергетику предстоит решать обозначенные задачи расширения и модернизации мощностей в условиях, когда львиную долю доходов будут отнимать поставщики топлива, потолок тарифов будут задавать чиновники, а потребность в электроэнергии будет во многом определяться спросом со стороны домохозяйств.

### ГАЗОВЫЙ ДИСБАЛАНС

В России доля газа в топливном балансе составляет почти две трети. В последние годы эта доля уверенно росла, так как газовые станции для решения тактических задач более привлекательны: их можно быстрее построить, они менее опасны для экологии, плюс к этому стоимость газа находилась на очень низком уровне.

Но сейчас ситуация меняется. Во-первых, дальнейшее расширение газовой энергетики практически невозможно ввиду отсутствия у «Газпрома», как основного поставщика газа в отрасль, необходимых объемов этого топлива — поставки на зарубежные рынки расписаны на годы вперед, и для исполнения этих контрактов монополии уже приходится закупать газ у партнеров в СНГ. Энергетики в этих условиях не могут быть уверены, что планы по вводу новых мощностей генерации будут полностью удовлетворены газом, несмотря на то что существуют долгосрочные договоры на объемы поставок: в 2008 году — 166,9 млрд кубометров, в 2009-м — 174,8 млрд, в 2010-м — 186 млрд.

Во-вторых, цена газа постепенно растет и в ближайшие годы будет близка к мировым уровням за минусом расходов на транспортировку и пошлин. Поэтому сейчас достаточно сложно прогнозировать не только срок окупаемости вложений в отрасль (на топливо сейчас у некоторых ТГК приходится более 70% затрат), но и вообще сроки ввода новых объектов.

### ПРИНЦИПЫ РАЗДЕЛА

Особенность российской реформы энергетической отрасли состоит в том, что энергосистема в соответствии с некими критериями банально «режется» на кусочки, без добавления новых качеств у вновь создаваемых компаний. Это будут компании, которые полностью будут зависеть от рынка электроэнергии и тепла. В то же время западные рынки, на которые ссылаются в обоснование целесообразности реформы, не дают нам аналогичных примеров.

Западные аналоги в большинстве своем являются вертикально интегрированными компаниями, включающими помимо генерации, передачи и реализации электроэнергии прочие сервисы, отмечает аналитик Собинбанка Тигран Оганесян. В частности, речь идет о телефонных услугах, интернет-сервисах, газовом трейдинге. Кроме того, большинство компаний имеют и горизонтальную интеграцию, объединяя несколько типов генерации, тогда как российские ТГК и ОГК имеют только тепловую генерацию.

Диверсификация позволяет коммунальным компаниям более уверенно чувствовать себя в условиях куда более стабильных, чем в России. Поэтому аналитик ИК «Антанта Капитал» Федор Корначев не исключает, что и в России компании приобретут западные очертания. Впрочем, по прогнозам аналитика «АК Барс Финанс» Елены Юшковой, это случится не скоро, возможно, лет через 30. «Созданным компаниям предстоит пройти очень большой путь, и если бы в их составе были разнопрофильные активы, то им было бы труднее развиваться, выбирать приоритеты. Узкоспециализированной компании легче навести порядок в своем хозяйстве, а затем уже думать о консолидации смежных секторов»,— поясняет Елена Юшкова.

А разбираться вновь создаваемым компаниям есть с чем, так как они словно специально ставятся в ситуацию крайней зависимости от воли государства. Во-первых, это зависимость в сфере регулирования тарифов. А во-вторых — зависимость от госмонополий в сфере обеспечения топливом: напрямую от «Газпрома», а косвенно — еще и от РЖД (стоимость перевозки может в два-три превышать стоимость перевозимого угля).

### НОВЫЕ ГЕРОИ

В ходе реформирования РАО ЕЭС основные энергогенерирующие мощности были выделены в 14 территориально-генерирующих компаний (ТГК) и 6 оптово-генерирующих компаний (ОГК).

Основные теплогенерирующие активы РАО ЕЭС общей мощностью более 53 ГВт в настоящее время преобразованы в ОГК. Выделение крупнейших электростанций в ОГК было нацелено на создание более справедливых стартовых условий для компаний (включая количество и качество активов, пропускную способность прилегающих сетей).

Тепловые ОГК ориентированы на выработку электроэнергии для поставок ее на рынок и по долгосрочным конт-

**ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАСШИРЕНИЕ ГАЗОВОЙ ЭНЕРГЕТИКИ ПРАКТИЧЕСКИ НЕВОЗМОЖНО ВВИДУ ОТСУТСТВИЯ У «ГАЗПРОМА», КАК ОСНОВНОГО ПОСТАВЩИКА ГАЗА В ОТРАСЛЬ, НЕОБХОДИМЫХ ОБЪЕМОВ ЭТОГО ТОПЛИВА**

### ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОГК И ТГК И РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ЦЕНЫ НА ИХ АКЦИИ

| КОМПАНИЯ | ДОЛЯ ГАЗА В ТОПЛИВНОМ БАЛАНСЕ (%) | МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ | | | ЦЕНА НА 15.11.07 ($) | РЕКОМЕНДАЦИИ (СПРАВЕДЛИВАЯ ЦЕНА, $) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | P/E | EV/GENERATION ($/MBT) | EV/EBITDA | | БАНК МОСКВЫ | ФК «УРАЛСИБ» | АЛЬФА-БАНК |
| ОГК-1 | 92 | 24,2 | 106 | 15,6 | 0,115 | 0,12 | 0,2 | 0,117 |
| ОГК-2 | 72 | 45,4 | 69 | 28,3 | 0,129 | 0,16 | 0,34 | 0,17 |
| ОГК-3 | 58 | 155,7 | 125 | – | 0,146 | 0,145 | 0,27 | 0,17 |
| ОГК-4 | 83 | 42,6 | 122 | 26,5 | 0,129 | 0,105 | 0,19 | 0,101 |
| ОГК-5 | 54 | 287,4 | 142 | 60 | 0,1725 | 0,135 | 0,26 | 0,151 |
| ОГК-6 | 57 | 2,7 | 109 | 2,7 | 0,1215 | 0,15 | 0,28 | 0,17 |
| ТГК-1 | 87 | – | 171 | – | 0,0013 | 0,0015 | 0,0024 | 0,0014 |
| ТГК-2 | 66 | – | 130 | – | 0,001 | – | 0,0019 | 0,001 |
| ТГК-3 | 97 | 32,7 | 114 | 18,5 | 0,26 | 0,26 | 0,43 | 0,208 |
| ТГК-4 | 98 | 35,9 | 146 | – | 0,001 | – | 0,0016 | 0,0013 |
| ТГК-5 | 95 | 60,8 | 86 | – | 0,001 | 0,0014 | 0,0027 | 0,0015 |
| ТГК-6 | 86 | 5 | 97 | – | 0,001 | 0,0012 | 0,0021 | 0,0013 |
| ТГК-7 | 99 | 42,9 | 110 | – | – | – | 0,24 | – |
| ТГК-8 | 99 | 14,6 | 122 | 10,8 | 0,0013 | 0,0011 | 0,0021 | 0,0013 |
| ТГК-9 | 83 | 45,1 | 94 | – | 0,0078 | 0,0003 | 0,0006 | 0,0003 |
| ТГК-10 | 96 | 146,3 | 111 | – | 4,09 | – | – | – |
| ТГК-11 | 54 | – | – | – | – | – | – | – |
| ТГК-12 | Н. Д. | – | 76 | 26,2 | 2,85 | – | 6,54 | 3,5 |
| ТГК-13 | 0 | – | 78 | – | 215 | – | 445 | 280,5 |
| ТГК-14 | 0 | 45,8 | 81 | – | – | – | 0,0008 | 0,0004 |

ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

рактам крупным потребителям. В среднем установленная мощность ОГК находится в пределах 8–9 ГВт и состоит из четырех–шести электростанций, расположенных в различных регионах страны.

Отдельно среди них стоит ГидроОГК, куда будут включены все гидроэлектростанции — Саяно-Шушенская, Воткинская, Жигулевская и Волжские, за исключением Красноярской ГЭС, которая, видимо, останется в собственности структур «Русского алюминия». Суммарная мощность гидрогенерации составляет 23 ГВт, это чуть меньше 20% общего объема рынка электроэнергии.

Географическая диверсификация ОГК призвана свести к нулю возможные злоупотребления монопольным положением в регионе.

«В первую очередь ОГК придают устойчивость общероссийскому рынку электроэнергии, в связи с чем ГРЭС (государственные районные электростанции.— **BG**) объединялись на основе установленных мощностей, с тем чтобы она была примерно одинаковой у всех ОГК,— говорит аналитик ФЦ „Линвест“ Рушан Зарипов.— Это автоматически снижает вероятность нерыночных поставок электроэнергии в свои регионы, заставляя поставщиков и потребителей работать на основе рыночных механизмов».

Однако территориальная распределенность активов ОГК создает и негативные моменты с точки зрения логистики и управления станциями. «Для каждой станции создается отдельная бригада, отвечающая за ремонт и техническое обслуживание. Управляющий и административный же персонал располагается в Москве, что ведет к росту затрат на коммуникации и увеличению нестыковок»,— отмечает Тигран Оганесян.

Тем более что полной равноценности в создаваемых ОГК все равно нельзя было достичь. Например, в ОГК-4 входит пять станций с умеренно удачным расположением, но среди них выделяется Сургутская ГРЭС-2, мощность которой превышает мощность остальных четырех станций. Очевидно, что инвестор при покупке ОГК-4 в первую очередь обращал внимание на привлекательность именно ключевого объекта.

**НИЧТО НЕ ВЕЧНО** Сложившаяся ситуация оставляет открытым вопрос о последующих перепродажах объектов ОГК и их консолидации в будущем по географическому принципу. Некоторые инвесторы не скрывают таких намерений.

«Мы готовы договариваться с кем-то, у кого есть общие интересы с нами,— заявил BG директор российского подразделения группы ЧЭЗ Сергей Чижов.— Через какое-то время мы забираем генерирующие мощности, которые находятся в европейской части, а остальные отходят партнеру».

Однако пока этот вопрос еще не согласован и, видимо, будет решаться на первых порах в индивидуальном порядке. «Все изменения в составе выделяемых компаний требуют согласования с РАО»,— говорит Федор Корначев. А пока инвесторы могут обмениваться долями в купленных компаниях, как, например, в случае с продажей СУЭКом 27% акций ТГК-14 «Норильскому никелю» в январе этого года.

Еще один вопрос, связанный с конфигурацией созданных энергокомпаний,— это эффективность инвестиционного потока. На многих станциях коэффициент использования установленных мощностей (КИУМ) очень невелик, поэтому собственнику выгоднее будет сконцентрировать инвестиционный поток на ключевых объектах, которые наиболее востребованы. Например, на Черепетской ГРЭС, входящей в ОГК-3, КИУМ всего 25%, но по утвержденной инвестпрограмме предполагается ввод дополнительных мощностей на 450 МВт.

«Каждая из выделенных компаний имеет утвержденный план инвестиций, в соответствии с которым они привлекают деньги через размещение дополнительной эмиссии акций или на кредитном рынке. В РАО просчитывали эти планы, исходя из потребностей рынка в тех или иных объемах мощностей, поэтому будут строго следить, чтобы эти планы выполнялись»,— говорит Федор Корначев.

Вопрос упирается в санкции за невыполнение инвестиционной программы. «В настоящее время РАО ЕЭС рассматривает варианты санкций в отношении инвесторов, не соблюдающих условий согласованной инвестпрограммы,— комментирует Рушан Зарипов.— При этом возможны варианты как непосредственно штрафования компаний на сумму, достигающую 25% инвестпрограммы, так и обязательство генерирующей компании приобретать заявленную, но не предоставленную мощность на рынке за свой счет».

**ТЕРРИТОРИАЛЬНЫЕ МОНОПОЛИИ** Обеспечение населения и организаций теплом, а также локальное обеспечение электричеством будут осуществлять ТГК. Их суммарная мощность также составляет около 53 ГВт.

Средняя мощность ТГК составляет 2–4 ГВт, что делает их более слабыми игроками в сравнении с ОГК. Поэтому с точки зрения тарифов на электроэнергию они, скорее всего, будут проигрывать ОГК.

«Эффективность производства электроэнергии ОГК выше, в связи с чем ТГК в этом секторе являются менее конкурентоспособными,— полагает Рушан Зарипов.— Поэтому не исключен опережающий рост тарифов на тепло с целью дотирования электрогенерации ТГК либо постепенный переход этих компаний только на генерацию тепла, что снизит их общие производственные показатели».

Выработка тепла позволяет ТГК увеличить загрузку мощностей в зимний период, что также будет способствовать снижению себестоимости электроэнергии за счет увеличения КПД (ГРЭС, входящие в ОГК, вынуждены выбрасывать тепло в атмосферу).

На долю продаж тепла уже сейчас у многих компаний приходится до половины доходов (например, у «Мосэнерго»). Однако дальнейший рост этой доли будут означать, что ТГК будут больше подвержены сезонности, нежели ОГК, которые будут обеспечивать федеральный рынок электроэнергии круглый год.

Впрочем, как отмечают аналитики, без выделения крупнейших ГРЭС в ОГК у ТГК было бы еще меньше стимулов к развитию и инвестированию средств в модернизацию. Особенно в сибирских регионах, где на локальные рынки огромное давление могут оказывать гидроэлектростанции с их дешевой энергией.

**БОЛЬШОЙ БРАТ** Основные факторы, которые будут определять рыночный успех создаваемых компаний,— это перспективы роста спроса на их мощности (особенно критично для ТГК), современность и качество мощностей, а также структура топливного баланса. Сдерживающее влияние на привлекательность акций этих компаний будут оказывать риски, связанные с политикой стратегического инвестора и ликвидностью рынка акций. Финансовые показатели энергокомпаний пока еще мало используются аналитиками ввиду существенного влияния государственного регулирования отрасли.

Учет топливного баланса важен еще и тем, что многие ОГК и ТГК попадают в зависимость от «Газпрома». Более того, отдельные компании уже консолидированы «Газпромом», и их финансовое будущее полностью зависит от монополии.

В частности, в сферу интересов «Газпрома» входят ОГК-2, ОГК-6, «Мосэнерго», ТГК-1. Преференции в их адрес со стороны газовой монополии могут касаться гарантий поставок на существующие и строящиеся мощности, хотя, как считают аналитики, вряд ли «Газпром» пойдет на ценовые уступки.

«“Мосэнерго“ и ТГК-1 являются монопольными поставщиками на рынке тепла и мощными игроками на рынке электричества своих регионов. В балансе ОГК-2 и ОГК-6 природный газ занимает лишь 34% и 57% соответственно,— говорит Тигран Оганесян.— Ввиду этих причин искусственное занижение цен для „своих“ генераций не будет иметь слишком существенного влияния на расстановку сил на рынке». Однако, как отмечает аналитик, при вертикальной интеграции поставщиков топлива и потребителей существенно могут возрасти риски трансфертного ценообразования со стороны «Газпрома».

**ЦЕНА НЕЗАВИСИМОСТИ** Аналитики не исключают, что в выигрыше будут и те производители электроэнергии, кто работает на угле,— степень монополизации угольного рынка ниже, возможность получить экстренные объемы топлива тоже есть, в отличие от поставок газа. Речь идет в данном случае об ОГК-3 (доля угля в топливном балансе компании составляет 38%), ОГК-5 (43%) и ОГК-6 (42%), ТГК-11 (46%), ТГК-13 (почти 100%), ТГК-14 (почти 100%).

В наиболее выгодных условиях окажутся ГРЭС, располагающиеся близ угольных бассейнов (Березовская, Красноярская, Гусиноозерская, Харанорская), которые входят в ОГК. Такое расположение минимизирует транспортные расходы и конечную себестоимость произведенной электроэнергии. С другой стороны, рост тарифов может сдерживаться наличием ограниченного числа конечных потребителей.

Еще один «полюс независимости» от газовой монополии — станции, которые работают на попутном газе в районах нефте- и газодобычи.

Сюда входят Сургутская ГРЭС-1, Сургутская ГРЭС-2, Нижневартовская ГРЭС и Печорская ГРЭС. Основными поставщиками попутного газа для генераций являются нефтегазовые компании — «Сургутнефтегаз» (Сургутская ГРЭС-1 и Сургутская ГРЭС-2), ТНК-ВР (Нижневартовская ГРЭС), ЛУКОЙЛ (Печорская ГРЭС).

Большой плюс здесь в том, что возможность транспортировки попутного газа за пределы региона практически отсутствует. Соответственно, это сказывается на его низкой цене для энергетиков. Однако нефтегазовые предприятия являются монопольными поставщиками топлива для станций, и в случае прекращения их поставок «Газпром» или иной поставщик не сможет прокачать требуемый объем газа для продолжения работы станций. Поэтому энергетикам здесь приходится договариваться с нефтяниками — ведь они, в свою очередь, тоже являются единственными поставщиками электроэнергии для нефтегазовых компаний в этом регионе.

**СЕТЕВОЙ МАРКЕТИНГ** Передача электроэнергии от производителей к потребителям в ходе реформы РАО ЕЭС также выделяется в отдельный бизнес, который останется под самым пристальным контролем государства. Сети высокого напряжения (свыше 220 кВ), входившие в состав бывших АО-энерго, выделяются в магистральные сетевые компании (МСК), которые в дальнейшем консолидируются в шесть межрегиональных магистральных сетевых компаний (ММСК).

Функции эксплуатации и развития сетей будут переданы в Федеральную сетевую компанию (ФСК). После реорганизации РАО доля государства в ФСК должна составить не менее 75%. Распределительные сети (напряжение не более 110 кВ), выделенные из соответствующих АО-энерго, консолидируются в 12 межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК). Окончание консолидации намечено на середину 2008 года. Доля государства в результате должна оказаться не меньше контрольной. В данный момент распределительные компании находятся в доверительном управлении ФСК, но, как ожидается, затем МРСК получат самостоятельность.

При этом нужно учитывать, что сетевые компании в цепочке подачи электроэнергии к потребителям являются более важными фигурами, нежели производители электроэнергии. По сути, они являются аналогом «Транснефти» в нефтяном секторе экономики, где добывающие компании конкурируют между собой за возможность прокачки нефти по трубе.

Поэтому собственники производителей стараются в своем регионе побороться за право участия в капитале сетевых компаний, несмотря на законодательно установленные ограничения аффилированности генерирующих и сетевых активов на ближайшие десять лет.

«Важным является факт наличия энергосбытовых компаний, которые, конкурируя друг с другом, находят на рынке более дешевую энергию и продают ее конечным потребителям, что не позволяет вступать генерирующим и сетевым компаниям в сговор»,— говорит Рушан Зарипов. Однако именно этот сектор сегодня является достаточно слабым.

**СБЫТОВЫЕ НЕУРЯДИЦЫ** Функции сбыта электроэнергии передаются энергосбытовым компаниям, выступающим в качестве посредника между генерациями и потребителями. Таких компаний образовано более 60. Доля РАО ЕЭС в них будет продана на аукционах, часть из которых уже прошла. И, надо сказать, прошла не без инцидентов.

Энергосбытовые компании — это наименее понятный и прозрачный сегмент создаваемого рынка электроэнергии. «Перспективы их бизнеса неочевидны, зато риски очень велики. Однако вокруг получения статуса гарантирующего поставщика уже начались баталии,— говорит Федор Корначев.— В частности, в Нижегородской области присвоение этого статуса компании „Волгаэнергосбыт“ уже было опротестовано Нижегородской сбытовой компанией, являющейся до сих пор крупнейшей в регионе». Нельзя исключать, считает аналитик, что такие же ситуации с вмешательством административного фактора могут возникнуть и в других регионах.

По словам Елены Юшковой, ситуация исправится, когда появятся более четкие критерии наделения статусом гарантирующего поставщика. «Надо понимать, что сбытовые компании — это только клиентская база,— говорит она.— Никаких активов у них нет. Уйдут клиенты — и сбытовая компания ничего не будет стоить».

«По сути, ценность сбытовых компаний заключается только в их названии и наличии клиентской базы»,— соглашается Рушан Зарипов. Однако, по его мнению, многие из этих компаний после перехода в частные руки будут либо консолидированы, либо ликвидированы после перевода клиентской базы на какую-либо другую структуру. «Возможные высокие издержки на персонал не позволят им существовать как отдельным структурам, находясь в собственности какого-либо лица»,— заключает аналитик.

При этом, как и в случае с сетевыми компаниями, генерирующие компании заинтересованы в приобретении наиболее крепких сбытовых компаний — ведь это упрочит их позиции в регионе. Вместе с тем Рушан Зарипов считает, что ставка именно на такой вариант развития событий связана со значительными рисками. «Вполне возможно, что в ближайшие несколько лет на рынок будут выходить новые конкуренты сбытовых компаний,— говорит он.— А отсутствие синергетического эффекта, связанного с тем, что генерирующим компаниям могут быть интересны сбыты только тех же регионов, увеличит издержки на их содержание, в то время как независимые сбытовые компании могут включать в себя структуры из гораздо большего количества регионов». ■

**ЭНЕРГОСБЫТОВЫЕ КОМПАНИИ — НАИМЕНЕЕ ПОНЯТНЫЙ И ПРОЗРАЧНЫЙ СЕГМЕНТ СОЗДАВАЕМОГО РЫНКА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ**

**ДИНАМИКА ЦЕН АКЦИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО СЕКТОРА (ПУНКТЫ)** ИСТОЧНИК: БИРЖА РТС.

# * Этот финансовый директор умеет обходить препятствия.

И поэтому двигается прямой дорогой к повышению прибыльности и увеличению рыночной доли своего бизнеса. Как такое возможно? Глубокие знания бизнес-консультантов IBM в области финансов, а также их многогранный опыт управления финансовыми процессами помогают финансовым директорам преодолевать трудности. Таким образом, сокращается объем повседневной рутинной работы, что позволяет сконцентрироваться на управлении рисками и повышении производительности. Благодаря нашей помощи финансовые директора смогли снизить объем документооборота до 70%. Нужны инновации для повышения производительности? Обратитесь к инноватору для инноваторов.

---

Чтобы ознакомиться с опросом 900 финансовых директоров всего мира и узнать, чем Вам сумеют помочь специалисты IBM, зайдите на **ibm.com/special/ru/finance**

## Что делает Вас особенным?

IBM

Реклама.

IBM, логотип IBM, What Makes You Special и Innovator's Innovator являются зарегистрированными товарными знаками или товарными знаками International Business Machines Corporation в США и/или других странах. Названия других компаний, товаров и услуг могут являться товарными знаками или знаками обслуживания третьих лиц. © 2007 IBM Corporation. Все права защищены.

# «МНОГИЕ НЕ ДО КОНЦА ПОНИМАЮТ, ЧТО МЫ РЕАЛЬНО ОЦЕНИВАЕМ»

**КРИЗИС НА РЫНКЕ АМЕРИКАНСКИХ ИПОТЕЧНЫХ БУМАГ, ИМЕВШИХ ВЫСШИЕ РЕЙТИНГИ НАДЕЖНОСТИ, ЗАСТАВИЛ ИНВЕСТОРОВ НАЧАТЬ ПЕРЕСМОТР РИСКОВ СВОИХ ВЛОЖЕНИЙ. О ТОМ, НАСКОЛЬКО АКТУАЛЬНА ТАКАЯ ПЕРЕОЦЕНКА И ЧТО В ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТИ ИМЕЮТ В ВИДУ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА, ОЦЕНИВАЯ РАЗЛИЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, КОРРЕСПОНДЕНТУ BG ПЕТРУ РУШАЙЛО РАССКАЗАЛ ГЛАВА ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА STANDARD & POOR'S В РОССИИ И СНГ АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ.**

## «БУМАГИ НЕ МОГУТ ПОКУПАТЬСЯ НА ОСНОВЕ ОДНОГО ТОЛЬКО РЕЙТИНГА»

**АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ,** ГЛАВА ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА STANDARD & POOR'S В РОССИИ И СНГ

**BUSINESS GUIDE:** Кризис на ипотечном рынке США вызвал большое количество упреков в адрес рейтинговых агентств — от обвинений в том, что они прозевали кризис, до претензий, связанных с тем, что они сами его спровоцировали, понизив рейтинги ряда выпусков ипотечных облигаций. Вам есть что сказать в ответ?

**АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ:** Мы сталкиваемся с такой ситуацией не в первый раз. И есть классическая английская поговорка, которая перекочевала в свое время от Софокла к Шекспиру: Don't kill the Messenger — «Не убивай гонца, приносящего плохие вести». Мы в данном случае исполняем роль именно «мессенджера», то есть независимого оценщика кредитного риска, который сообщает о том, какова ситуация. В данном случае ситуация на ипотечном рынке США.

Проблема же заключается в том, что многие не до конца понимают, что мы реально оцениваем. На самом деле мы оцениваем только вероятность дефолта, то есть надежность ценных бумаг с точки зрения погашения выпуска в срок и в полном объеме. Мы не оцениваем рыночные риски и риски, связанные с ликвидностью. А в данном случае то, что произошло на ипотечном рынке, в основном было связано именно с этими двумя параметрами — с рыночным риском и с риском ликвидности.

Что касается того, что наши «плохие новости» якобы спровоцировали падение на рынке, я с этим не согласен. Мы в данном случае просто сформулировали свое отношение к тем процессам, которые уже волновали инвесторов. Мы выразили его в рамках наших критериев, оценили кредитный риск и по нашей методологии понизили рейтинги ряда выпусков рейтингов ценных бумаг. Причем, во-первых, речь шла о выпусках далеко не высших рейтинговых категорий надежности, то есть в основном о спекулятивных ценных бумагах, которым в принципе присуща значительная вероятность дефолта — выше, чем по бумагам с рейтингами высокого качества. Что, безусловно, изначально было известно инвесторам. А во-вторых, проблемы на первичном рынке, на котором идут дефолты по кредитам категории subprime, начались раньше. Происходит это в промышленных районах типа Детройта, где прошли довольно серьезные сокращения рабочей силы в связи с реструктуризацией крупных автомобильных компаний. Одновременно идет снижение цен на недвижимость, что тоже важно, поскольку банки в случае обращения взыскания не могут реализовать залог по той цене, на которую они рассчитывали. Но это все рыночные факторы.

Кроме того, отмечу, что сама история с ипотечным кризисом еще далеко не закончена, ситуация на этом рынке продолжает оставаться напряженной. И мы, разумеется, смотрим на то, насколько справедливы оценки, которые мы дали ипотечным ценным бумагам по так называемым рисковым выпускам. Окончательно об этом судить рано — хотя бы потому, что первоначально изменены рейтинги довольно небольшого количества ипотечных бумаг, представляющих примерно 1% всего сегмента subprime. А количество дефолтов по ценным бумагам, которые обеспечены ипотечными кредитами, очень невелико — единицы на фоне десятков тысяч самих выпусков. Но в данном случае мониторинг нас интересует с чисто профессиональной точки зрения — мы отслеживаем вероятность дефолта по каждому отрейтингованному выпуску, по каждой категории нашего рейтинга. И всегда потому публикуем эти данные. И для того чтобы критиковать нас, нужно посмотреть, в какой степени итоговая статистика дефолтов будет соответствовать тому, что мы обещаем согласно рейтинговым категориям. Пока мы не видим по ценным бумагам этой категории какое-то число дефолтов, которое бы переходило за рамки вероятностей, определенных для соответствующих категорий рейтингов.

**BG:** Но инвесторы говорят о том, что достаточно большому количеству бумаг были присвоены высшие категории надежности, они покупали эти бумаги, ориентируясь на рейтинги, и в итоге понесли потери.

**А. Н.:** Бумаги не могут покупаться на основе одного только рейтинга. Рейтинг измеряет только вероятность дефолта. А у инвестора всегда очень много соображений, исходя из которых он принимает решение. Есть, например, инвесторы, которые охочи до высокой доходности, а есть те, которые размещают свои активы исключительно в бумаги высокой надежности и т. п.

**BG:** Насколько я понимаю, одна из главных причин сложностей американского ипотечного рынка, проявившихся в начале этого года,— увеличение выплат по закладным. Что, в свою очередь, связано с существенным ростом уровня процентных ставок в США. Но этот процесс начался довольно давно. Не кажется ли вам, что реакция рейтинговых агентств была довольно запоздалой?

**А. Н.:** Дело в том, что ставка не является главным критерием нашей оценки, речь идет о комплексе факторов. Во-первых, кризис имеет разное географическое происхождение. Это рабочие районы Приозерья, это очень хорошо развитые рынки недвижимости, такие как калифорнийский, флоридский, вашингтонский, нью-йоркский, где рынок сильно ушел вверх, достиг своего потолка и начал падать. Вся комбинация этих факторов привела к изменению собственно рыночной ситуации. И мы должны ее зафиксировать. Если она имеет фундаментальный характер, если мы видим, что в перспективе нескольких лет вперед риск дефолта повышается, мы об этом свидетельствуем. Но мы не говорим о том, что эти бумаги обязательно будут в дефолте, мы говорим о том, что риск повышается. И, как мы видим сейчас, риск повышается, но пока уровень дефолтов по бумагам низкий.

Во-вторых, если вести речь именно о реакции на изменение макроэкономических параметров, таких как ставка ФРС, необходимо учитывать следующее. Чтобы изменить определенным образом наш подход, чтобы скорректировать те допущения, которые мы применяем при рейтинговании, нам необходимы факты. Например, случились дефолты по первичным ипотечным кредитам. Это и стало тем фактом, на основании которого мы изменили свой подход к рейтингам бумаг, ими обеспеченных.

**BG:** То есть пересмотр возможен только в том случае, если факты начинают противоречить до сих пор существовавшей практике?

**А. Н.:** Да. Если же говорить о наблюдении за рынком, мы с высокой периодичностью выпускаем специализированные обзоры. Так что говорить, что мы не информировали инвесторов о том, что происходит на рынке, будет не совсем справедливо.

**BG:** Я немного не об этом. Вашим конечным продуктом является рейтинг, и в массовом сознании именно рейтинг — то, на что должны ориентироваться инвесторы. Если воспринять это как факт, не имеет ли смысл рейтинговым агентствам немного изменить свой продукт? Например, обуславливать рейтинг побочными рыночными факторами или анализировать волатильность рынка. Иными словами, не устарело ли с точки зрения интересов инвесторов в нынешнем быстро меняющемся мире ваше традиционное рейтингование?

**А. Н.:** Ни в коем случае не устарело. Дело в том, что мы как раз все время подчеркиваем: рейтинг — это очень узкопрофессиональный продукт. Коэффициент вероятности дефолта — это то, что мы реально можем оценить и взять на себя ответственность за данную оценку. Оценить же ликвидность чрезвычайно тяжело, и я не думаю, что кто-то вообще возьмет на себя ответственность всерьез давать оценку уровня ликвидности на годы вперед; в краткосрочном плане — возможно, но это не наш продукт.

Ликвидность связана с колоссальным количеством сугубо психологических факторов. Нужно отдавать себе отчет, что это в значительной степени спонтанная материя, которая не поддается в данном случае контролю, оценке и т. д. Возможно, когда-нибудь родится какой-нибудь продукт, связанный с оценкой ликвидности. Но сейчас, если смотреть на вещи реалистично, он не будет иметь ценности для инвесторов, поскольку в данном случае все понимают, что это невозможно сделать корректно. Бывает, конечно, что положение дел на рынке меняется, появляются новые факторы. Понятное дело, что и рейтинговые агентства их учитывают, меняют методологию, собирают инвесторов, все им рассказывают, показывают и т. д. Но это касается только таких параметров, которые мы реально можем оценить.

Вообще же говоря, за каждой категорией кредитного рейтинга у нас закреплена определенная вероятность дефолта. Соблюдение соответствующих статистических закономерностей S&P отслеживает начиная с 1978 года. Причем по десяткам тысяч эмитентов. И если есть сильные отклонения наблюдаемых показателей от теоретических, тогда это действительно для нас звонок и свидетельство того, что мы должны пересматривать свои критерии, анализировать методологию. Мы проводим анализ данной статистики ежегодно.

**BG:** Приводит ли такой анализ к пересмотру рейтингов?

**А. Н.:** Нет. Анализируются не конкретные рейтинги, а именно статистика дефолтов. В чем причина, например, понижения числа дефолтов в одной категории рейтинга или увеличения в другой. У нас проводятся специальные сессии по методологии оценки, и мы иногда меняем наши предположения относительно значимости факторов, учитываемых при определении вероятности дефолта. И такой подход оправдывается на практике. Если вы посмотрите на статистику начиная с 1978 года, то увидите, что для самой высокой категории рейтинга — AAA — кумулятивная вероятность дефолта меньше 1%, конкретно 0,04%. И это примерно соответствует нашим расчетам. Если же мы возьмем спекулятивные категории рейтингов, то там эта кумулятивная (накопленная) вероятность дефолта порядка 15%. Есть и более детальная статистика по каждой категории. Кроме того, существуют наши оценки и статистика не только по кумулятивной вероятности, но и по вероятностям дефолта, скажем, в первый или пятый год жизни бумаги, то есть проверка действенности наших подходов идет по целому ряду ключевых индикаторов.

## «МЫ ДЕЛАЕМ СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ ПО КАЖДОЙ ЦЕННОЙ БУМАГЕ»

**BG:** Вы все время ведете речь о вероятности дефолта. Скажите, а зачем тогда в принципе нужна дискретная рейтинговая шкала? Не проще ли выдавать математические ожидания неплатежеспособности в виде конкретных цифр — точнее будет?

**А. Н.:** Рейтинг — это не результат только какого-то расчета, мы используем весь инструментарий финансового аналитика. А огромное количество факторов, влияющих на кредитоспособность, имеет качественный характер (например, страновые риски). Если, скажем, вести речь о тех же ипотечных ценных бумагах, нам важно знать, какой период времени потребуется для обращения взыскания на заложенную недвижимость, справится ли с потоком таких обращений судебная система, будет ли государство, желая спа-

**«БЫВАЮТ СЛУЧАИ, КОГДА ОРГАНЫ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ВЛАСТИ ИСПОЛЬЗУЮТ НАШИ РЕЙТИНГИ НЕ ПО НАЗНАЧЕНИЮ. И ЭТО СКОРЕЕ МЕШАЕТ В РАБОТЕ»**

### КАК УСТРОЕНА ШКАЛА РЕЙТИНГОВ S&P

Долгосрочный рейтинг Standard & Poor's оценивает способность эмитента своевременно исполнять свои долговые обязательства. Долгосрочные рейтинги варьируются от наивысшей категории — AAA до самой низкой — D. Рейтинги в интервале от AA до CCC могут быть дополнены знаком «плюс» (+) или «минус» (–), обозначающими промежуточные рейтинговые категории по отношению к основным категориям.

Краткосрочный рейтинг представляет собой оценку вероятности своевременного погашения обязательств, считающихся краткосрочными на соответствующих рынках. Краткосрочные рейтинги также имеют диапазон — от A-1 для обязательств наивысшего качества до D для обязательств самого низкого качества. Рейтинги внутри категории A-1 могут содержать знак «плюс» (+) для выделения более надежных обязательств в данной категории.

Помимо долгосрочных рейтингов у Standard & Poor's имеются специальные определения рейтингов привилегированных акций, фондов денежного рынка, паевых облигационных фондов, платежеспособности страховых компаний и компаний, работающих с производными инструментами.

Кроме самого рейтинга компания указывает и его прогнозы — возможное направление движения рейтинга в ближайшие два-три года. Прогноз может быть «позитивный» (рейтинг может повыситься), «негативный» (рейтинг может понизиться), «стабильный» (изменение маловероятно), а также «развивающийся» (возможно повышение или понижение рейтинга).

сти заемщиков и предотвратить социальный кризис, требовать от банков не обращать взыскания и т. д. Или, если речь идет о корпоративном рейтинге, мы пытаемся оценить, насколько может измениться финансовая нагрузка компании в результате непредсказуемых изменений налогового законодательства. Понятно, что мы выходим на какие-то цифры, но это не простая модель, в которую мы закладываем входящие данные и получаем что-то на выходе, а это некое обсуждение, иногда основанное на предположениях. А предположения основаны на нашем опыте в других странах. И при том что мы используем расчетные модели, мы все равно в каждом конкретном случае определяем рейтинг путем голосования рейтингового комитета. Мы должны инвестору сообщить определенный параметр, характеризующий кредитоспособность эмитента, который сохранится, на наш взгляд, в течение долгосрочного периода.

Возьмем для примера российскую банковскую систему. В России наши банковские рейтинги колеблются от уровня CCC+ до суверенного уровня, в среднем это категория в районе BB. И представим себе, что кризис ликвидности, который был этой осенью, был бы нами не учтен при присвоении рейтингов. Тогда мы были бы вынуждены в срочном порядке понижать рейтинги банков. Но в этот период мы не провели ни одного понижения рейтингов банков в России, поскольку кризис ликвидности был нами заложен в процессе оценки системных рисков. То есть мы устанавливаем некий пол для изменения кредитного качества и говорим инвестору, что вероятность падения ниже него невысока. И это наша основная задача — чтобы не менять рейтинги вслед за краткосрочными колебаниями рынка, а видеть некую долгосрочную перспективу по ценной бумаге.

**BG:** А если эти рыночные колебания окажутся сильнее, чем вы предполагали? До какого их уровня ваши оценки остаются жизнеспособными?

**А. Н.:** В самом рейтинге заложены сценарные модели, мы делаем так называемое стресс-тестирование по каждой ценной бумаге. Стресс-тестирование — это когда мы предполагаем, например, что суверенное правительство попадает в дефолт, начинается финансовый кризис. И смотрим, что нам нужно для того, чтобы выжила данная ценная бумага.

При этом мы начинаем анализировать разные факторы. В каком состоянии должен находиться, предположим, банк, который обслуживает платежи по этой ипотечной ценной бумаге; что нужно ему для того, чтобы продолжать функционирование. В каком состоянии находится судебная система, насколько она способна принимать гигантские потоки исков, связанных с обращением взысканий.

Словом, чтобы ипотечная ценная бумага получила кредитный рейтинг высокого качества, ей нужна целая серия защит. И мы смотрим, как эти защиты устроены. В ипотечных бумагах предусматриваются вторичные и третичные транши, часто бывает страховка и валютное хеджирование, на случай дефолта первичного заемщика должна быть система, которая позволит быстро обратить взыскание на залог и получить деньги.

**BG:** Как инвестор может ознакомиться с результатами этих стресс-тестов?

**А. Н.:** У нас все абсолютно доступно и публично. На нашем сайте можно ознакомиться с данной информацией. Кроме того, мы даже продаем инвесторам модели, позволяющие им самостоятельно производить стресс-тестирование ценных бумаг по нашим методикам.

**BG:** Что конкретно позволяют оценить данные модели и кто в основном ими пользуется?

**А. Н.:** Одна из этих моделей оценивает качество портфеля, вторая оценивает все, что связано с ликвидностью, третья — страновые риски и т. п. Используют их в основном банки, которые хотят купить или продать портфель ценных бумаг и нуждаются в адекватной оценке его стоимости.

**BG:** Скажите, а в каких случаях инвестору в принципе имеет смысл использовать подобные модели, а в каких достаточно ограничиться общим выводом, выраженным в уровне рейтинга?

**А. Н.:** Если говорить об индустрии рынка ценных бумаг, то, как правило, мы не видим, чтобы крупные институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании, крупные банки — тратили время на изучение конкретного, отдельного клиента. С точки зрения учета вероятности дефолта они обычно ориентируются на мнение нескольких ведущих рейтинговых агентств. Хотя, если имеется такое желание, у них всегда есть возможность проверить уровень надежности эмитента с помощью моделей или критериев, которые мы публикуем.

**BG:** А если у рейтинговых агентств разные мнения? И вообще, чем различаются способы оценки эмитентов у разных рейтинговых агентств, хотя бы у крупнейших?

**А. Н.:** Я не могу говорить по поводу других агентств, у них своя методология. Тут важно другое: то, что рейтинг — это мнение, выработанное конкретной организацией. И хотя рынок привык использовать мнения нескольких агентств, он все равно должен разбираться в методологиях каждого из них, чтобы понимать, что за продукт он покупает. Мы видим очень много разных подходов. Например, в отношении оценки степени значимости государственной поддержки или, скажем, правовых рисков.

**BG:** А какие риски являются наиболее значимыми с точки зрения S&P?

**А. Н.:** Так прямо ответить сложно. У нас есть критерии, целый набор рисков, каждый из которых имеет смысл анализировать. Вместе с тем, если говорить о различиях в методологиях рейтинговых агентств, можно смотреть на рыночные спрэды и пытаться понять, в какой степени они соответствуют тем или иным рейтингам. Иными словами, насколько сильно совпадают подходы инвесторов и рейтинговых агентств в оценке рисков.

Мы проводили такое внутреннее исследование. И, с нашей точки зрения, картина вырисовывается довольно четкая. Что касается спрэдов по банковским бумагам и независимым компаниям, здесь инвесторы склонны соглашаться с оценками S&P. Относительно же существенная разница возникает при оценках кредитоспособности государственных компаний или компаний, обладающих поддержкой государства. Причина в том, что мы автоматически не повышаем рейтинг таких компаний до уровня суверенного. Мы всегда смотрим сначала на позицию компании как таковую, а потом уже думаем, повышать ли ее рейтинг — в зависимости от того, как мы оцениваем господдержку. Иногда мы можем достичь суверенного уровня, иногда не можем его достичь. Рынок же, который находится на взлете, часто реагирует, как мы видели за последние годы, на рейтинги крупных государственных компаний как на рейтинги, равные суверенным. Но данный всплеск реакции рынка пока еще очень краткосрочный. Мы считаем, что для того чтобы оценить, насколько такой подход обоснован, должно пройти время. Не исключено, что рыночные спрэды по госкомпаниям еще вернутся к нашим оценкам. И с этой точки зрения наш подход сильно отличается от подходов некоторых других агентств.

## «ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЕЙТИНГОВ РЕГУЛЯТОРОМ ВСЕГДА ВЫЗЫВАЕТ ЧУВСТВО НАСТОРОЖЕННОСТИ»

**BG:** Вы все время подчеркиваете, что кредитным рейтингом надо пользоваться строго по назначению. Но реальность такова, что во многом этот продукт используется по разным поводам, в том числе и в политических целях. Связанных с пиаром, к примеру. Насколько это влияет на стремление эмитентов заботиться в первую очередь не о финансовых или бизнес-интересах, а о соответствии неким формальным требованиям рейтинговых агентств?

**А. Н.:** Мы всегда стремимся дистанцироваться от этого. И мы считаем, что использование рейтингов не по назначению, в целях пиара неразумно. Потому что рейтинг может быть как повышен, так и понижен, и наши аналитики это сделают ровно тогда, когда посчитают нужным, а не когда это будет удобно тому, кто пытается его использовать в каких-то своих целях. В данном случае надо иметь в виду, что независимая оценка — это довольно жесткая штука.

**BG:** Падение рейтинга с точки зрения пиара можно им не заметить, особенно если эмитент контролирует СМИ. А вот чиновник Министерства финансов, к примеру, не заметить, что президент страны в обращении к народу говорит о росте суверенных рейтингов, не может и сделает все возможное, чтобы добиться роста данных показателей. Это не мешает в работе?

**А. Н.:** Я понял ваш вопрос. Действительно, бывают случаи, когда органы государственной власти используют наши рейтинги не по назначению, хотя механизм обычно отличается от описанного вами. И это скорее мешает в работе. И мы пытаемся с этим бороться. Например, мы всегда стоим в стороне от того, каким образом регулятор использует наши рейтинги. У нас использование наших рейтингов регулятором всегда вызывает чувство настороженности, особенно если регулятор хочет привязать какую-то свою норму к нашему рейтингу.

К примеру, это может касаться размещения резервов пенсионных фондов. Если принимается какое-нибудь законодательство по регулированию негосударственных пенсионных фондов, то часто есть соблазн привязать регулирование к уровню рейтинга. Например, задать нижний предел рейтинга бумаг, в которые возможно инвестирование. Но тогда регулятор должен объяснить, какие рейтинги он признает. В этом случае признание рейтингов рынком, основанное на историческом опыте, заменяется некоей формальной процедурой. И вот тут начинаются большие проблемы, потому что существует риск заменить признание на лицензирование. Последнее может привести к очевидному конфликту интересов.

**BG:** Но в России как раз деятельность многих институциональных инвесторов именно так и регулируется — через задание нижних уровней рейтингов бумаг, доступных для инвестирования. Да и вложения средств стабфонда и резервов Центрального банка тоже.

**А. Н.:** Мы стоим от этого в стороне. Мы же не можем диктовать регулятору то, что он должен или не должен делать. Для нас главное — это независимость. Главное — чтобы рынок понимал, что мы независимы и те решения, которые регулятор для себя принимает в отношении наших рейтингов, не индуцированы нами.

**BG:** Формально вы действительно в стороне от регулирования. Но поскольку от ваших рейтингов зависит стоимость фондирования, у эмитентов есть большой соблазн подогнать свои операции и свою отчетность под ваши требования, пусть даже с некоторым ущербом для бизнеса, благо интерактивный режим присвоения рейтинга позволяет это сделать. Не есть ли это де-факто регулирование?

**А. Н.:** Давайте начнем с интерактивного процесса. Он предназначен именно для того, чтобы понять истинные мотивы тех или иных действий эмитента, его внутреннюю финансовую структуру, все риски, чтобы на основе бесед с менеджментом исключить возможность непонимания каких-то операций, в том числе и непонимания псевдоопераций, которые могут иметь место. И это один из ключевых моментов. Мы не делаем рейтингов, основанных на публичной информации. Какой бы хорошей она ни была, мы все равно видим, что публичной информации недостаточно, нужно обязательно говорить с менеджментом. И не просто поговорить, а выяснить стратегию, понять, каким образом устроено корпоративное управление, как оно может повлиять на кредитоспособность и т. д. Именно поэтому мы делаем все на основе интерактивного анализа.

Что же касается нашего влияния на эмитента, на практике компании очень сложно подогнать свои показатели под наши оценки. Потому что, например, такие показатели, которые связаны со страновыми рисками, бизнес-рисками в связи с деятельностью конкурентов, экономическими циклами и т. д., находятся за пределами влияния компаний. Можно допустить, что каким-то образом какие-то ответы удается подстроить под то, что, как думает эмитент, рейтинговое агентство хотело бы услышать. Но это все проверяется. Например, если мы встречаемся с несколькими представителями компании и слышим, что их ответы разнятся, мы задаемся соответствующими вопросами.

Бывает и так, что, например, мы видим, что либо отчетность непрозрачная, либо мы чего-то не понимаем. И до тех пор пока мы не проясним данные вопросы, мы не можем присвоить рейтинг. Иногда бывает так, что мы просто отказываемся от присвоения рейтинга: не понимаем, не верим, не чувствуем.

**BG:** А как выглядит формальная процедура присвоения рейтинга?

**А. Н.:** Когда мы начинаем процесс присвоения рейтинга, назначается аналитическая группа, которая будет над ним работать. Это, как правило, два человека — ведущий аналитик и тот, который его поддерживает. Оба аналитика в равной степени вникают в суть дела — начинают анализировать документы компании, которые мы просим прислать, готовятся к встречам с менеджментом. Потом приезжают в саму компанию, встречаются с менеджментом, если нужно иногда и с акционерами. Если речь идет о регионе — с представителями властей. Затем аналитики готовят внутренний отчет и рассылают его членам рейтингового комитета.

В рейтинговый комитет входят от пяти до девяти аналитиков в зависимости от того, какой конкретный случай рассматривается. Как правило, это люди, представляющие либо ту же самую отрасль, либо связанные с ней отрасли. Например, если речь идет о рейтинге страны, то обычно мы в рейтинговый комитет приглашаем банковских аналитиков, которые следят за состоянием ее банковской системы. Иногда еще и корпоративных аналитиков, если страна сильно зависит от каких-то крупных компаний. Например, как Россия от поставщиков нефти и газа.

Аналитики, которые собираются в рейтинговом комитете, представляют и разные сектора, иногда и много разных стран. Это позволяет решить сразу несколько задач. Прежде всего, произвести сопоставление кредитных рисков в разных страновых контекстах, поскольку мы присваиваем рейтинги по глобальной шкале. Также это позволяет использовать опыт, который аналитики приобретают в разных секторах и странах. И в-третьих — может быть, самое важное в ситуации рыночной турбулентности,— это независимость, это невозможность давить на мнение рейтингового агентства.

Если информации и докладов тех двух аналитиков, которые занимаются рейтингом, недостаточно, то тогда рейтинговый комитет отправляет их доклад на доработку, и аналитики снова вступают в контакт с компанией и т. д. Дальше происходит голосование на рейтинговом комитете — и присваивается определенный рейтинг. Затем он сообщается вместе со специальным отчетом самому эмитенту и публикуется в доступных для инвесторов источниках.

**BG:** Даже если клиент будет против такой публикации?

**А. Н.:** Если клиент изначально не хочет, чтобы мы публиковали рейтинг, он нам это сообщает заранее, и наши отношения остаются конфиденциальными. То есть никто даже не узнает, что он к нам обращался, до тех пор пока он сам того не захочет. Но если рейтинг становится публичным, дальше он попадает уже в наши руки. Клиент может его отозвать, но снова его засекретить он не может. ■

## «РЕЙТИНГ — ЭТО УЗКОПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ПРОДУКТ. КОЭФФИЦИЕНТ ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА — ЭТО ТО, ЧТО МЫ РЕАЛЬНО МОЖЕМ ОЦЕНИТЬ И ВЗЯТЬ НА СЕБЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА ДАННУЮ ОЦЕНКУ. ОЦЕНИТЬ ЖЕ ЛИКВИДНОСТЬ ЧРЕЗВЫЧАЙНО ТЯЖЕЛО»

# РЕАКТИВЫ РОСТА

**ВСЛЕД ЗА РОСТОМ ЦЕН НА ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ НА МИРОВОМ РЫНКЕ РАСТУТ И ЦЕНЫ НА ПРОДУКЦИЮ ХИМИЧЕСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ. НИЗКИЕ ВНУТРЕННИЕ ТАРИФЫ НА ГАЗ И ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ ПОЗВОЛЯЮТ ПРЕДПРИЯТИЯМ РОССИЙСКОГО ХИМПРОМА ВЫИГРЫВАТЬ ОТ БЛАГОПРИЯТНОЙ КОНЪЮНКТУРЫ ДАЖЕ БОЛЬШЕ, ЧЕМ НЕФТЯНИКАМ, ПОСКОЛЬКУ 80% ИХ ПРОДУКЦИИ ИДЕТ ЗА РУБЕЖ, А ЭКСПОРТНЫЕ ПОШЛИНЫ НЕ СТОЛЬ ВЫСОКИ. ПРИ ЭТОМ ИХ ОБЛИГАЦИИ ЗАЧАСТУЮ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЕЕ АКЦИЙ: ПЕРВЫЕ В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ УПАЛИ В ЦЕНЕ, ТОГДА КАК ВТОРЫЕ ПОДОРОЖАЛИ.**

МАРИЯ ГЛУШЕНКОВА, ОЛЬГА КОЧЕВА, ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

**ПРЕЛЕСТИ ДЕФИЦИТА** Инвестиционная привлекательность предприятий химпрома обусловлена внешним фактором: цены на минеральные удобрения и другую продукцию отрасли серьезно растут на мировом рынке. Производство продукции на предприятиях химической промышленности весьма энергоемко и требует большого расхода постоянно дорожающих энергоносителей. К тому же на большинстве предприятий химпрома используются природный газ и электроэнергия, мировые цены на которые также стремятся вверх. Кроме того, из-за роста стоимости энергозатрат дорожает и стоимость добычи сырья для химической промышленности во всем мире.

Повышение мировых цен на продукцию химической промышленности идет параллельно росту цен на энергоносители. Причем по некоторым видам продукции темпы роста превышают даже темп роста нефтяных цен. Например, средние цены на карбамид и аммиачную селитру — основные виды азотных удобрений — в конце 2006 года составляли $210/т и $140/т соответственно. В 2007 году по итогам десяти месяцев средние цены составили $280/т и $190/т. Таким образом, рост цен на карбамид составил 33%, а на аммиачную селитру — 36%. Как известно, мировые цены на нефть за тот же период выросли на 31,8%.

Казалось бы, повышение стоимости сырья и энергоносителей должно снижать рентабельность химпрома. Однако для отечественных предприятий этот фактор перекрывается поставками в отрасль природного газа по договорным внутренним ценам, которые существенно ниже мировых. Да и электроэнергия в России пока дешевле, чем на мировом рынке.

В результате в среднем по отрасли стоимость готовой продукции на отечественных предприятиях оказывается ниже, чем стоимость аналогичной продукции у конкурентов на мировом рынке. Соответственно, у российских предприятий выше операционная прибыль. А если учесть, что 80% продукции российского химпрома идет за рубеж (и при этом экспортные пошлины довольно щадящие), то рост капитализации отрасли выглядит объективным процессом, что отмечают и аналитики.

Ольга Ефремова, аналитик банка «Зенит»: «Можно отметить общую для большинства эмитентов химпрома характеристику — их зависимость от конъюнктуры внешних рынков, поскольку большая часть предприятий отрасли являются экспортно ориентированными. В данном случае нельзя не отметить положительную ценовую динамику на мировом рынке в сегменте минеральных удобрений, что обеспечило хорошую поддержку финансам „Дорогобужа“, „Воскресенских минеральных удобрений“, „Куйбышевазота“. В то же время часть эмитентов сталкивается с проблемой достаточно жесткой конкуренции зарубежных производителей, в частности с химпромом Китая, что может несколько пошатнуть финансы и подталкивает к поиску новых технологических решений, которые требуют значительных инвестиций».

**ГЛАВНЫМИ ПРЕПЯТСТВИЯМИ РАЗВИТИЯ ОТРАСЛИ В БЛИЖАЙШИЕ ПЯТЬ ЛЕТ МОЖЕТ СТАТЬ РОСТ ЦЕН НА ПРИРОДНЫЙ ГАЗ ВСЛЕД ЗА РОСТОМ ТАРИФОВ «ГАЗПРОМА». ЭТО МОЖЕТ НАНЕСТИ ОЩУТИМЫЙ УДАР ПО РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ**

ПРОВАЛ ГРУНТА НА ТЕРРИТОРИИ РУДНИКА БКРУ-1 ПОД БЕРЕЗНИКАМИ (ПЕРМСКИЙ КРАЙ) ПРИВЕЛ К ВЗЛЕТУ ЦЕН НА КАЛИЙНЫЕ УДОБРЕНИЯ НА МИРОВОМ РЫНКЕ

РИА «НОВОСТИ»

Анна Помаскина, аналитик ИФК «Алемар»: «В последнее время на рынке химической продукции сложилась весьма благоприятная для отечественных производителей ценовая конъюнктура, прежде всего обусловливаемая значительным ростом цен на мировом рынке. Отечественные предприятия химпрома выгодно отличаются от своих зарубежных конкурентов невысокими операционными расходами на производство химических продуктов, что главным образом связано с низкими ценами на газ и затратами на оплату труда. Учитывая, что отечественные производители химической промышленности около 80% своей продукции реализуют за рубежом, одним из критичных факторов успеха для них является наличие развитой транспортной инфраструктуры, которая позволяет российским компаниям экспортировать свою продукцию в различных направлениях, тем самым реализуя заложенный экспортный потенциал».

**АВАРИЙНЫЙ ВЗЛЕТ** В октябре акции крупнейших отечественных производителей продемонстрировали весьма высокие темпы роста. И это неудивительно: для химического сектора этот месяц выдался богатым на события.

Главным из них стало вторичное публичное размещение (SPO) 12,5% акций «Уралкалия» на Лондонской и российских фондовых биржах. Инвесторы были щедры, выкупив предложенный пакет по максимальной цене — $3,5 за акцию. При этом спрос по этой цене оказался по крайней мере в 23 раза больше объема предложения. И это при том, что в прошлом году попытка продать 22,8-процентный пакет акций предприятия закончилась провалом: рынок не смог переварить это предложение и по более скромной цене — $2,45 за акцию.

Причина успеха проста: с начала текущего года цены на калийные удобрения выросли более чем на 70%, превысив $350/т. И вполне вероятно, что это только первый виток роста цен. Развитие рынка биотоплива, увеличение спроса со стороны Китая, Индии, Бразилии только способствуют подъему на рынке. Уже сейчас спрос на минеральные удобрения не покрывает всех потребностей — по оценкам экспертов, дефицит предложения составляет около 2% объема мирового спроса. Поэтому ожидается, что в 2008 году цены на сырье вырастут еще на 15–20%.

На руку производителям минеральных удобрений и опасения, связанные с провалом грунта на железнодорожной ветке, по которой транспортируется большая часть продукции еще одного крупного российского производителя — «Сильвинита». Причина в затоплении участка на руднике БКРУ-1 под Березниками, разрабатываемого «Уралкалием», на котором добывается до 25% породы для производства хлористого калия.

Если произойдет поражение транспортной сети «Сильвинита», неизбежны перебои с поставками сырья, увеличение дефицита и скачок цен на удобрения. Трейдеры, торгующие химическими продуктами, уже на всякий случай отложили подписание новых долгосрочных контрактов.

«Существенный рост цен на различные сельхозкультуры спровоцировал их производителей тратить больше денег на удобрения, в том числе на калийные,— отмечает аналитик „Ренессанс Капитал“ Марина Алексеенкова.— Дисбаланс спроса и предложения привел к тому, что на спотовых рынках цена на калий уже поднялась до $400. Цены и дальше будут расти. Потому барьер входа на рынок очень высок. По разным оценкам, нужно потратить от $1,6 млрд до $2,2 млрд на новый проект в калийной отрасли мощностью 2 млн тонн калий-хлор. Мало кто может такие деньги вложить, кроме того, здесь много технологичных рисков, в частности затопление шахты. Тут нужна экспертиза в отрасли, и действующие игроки с трудом решаются запустить какой-то проект, ведь требуется от пяти до семи лет, чтобы его закончить. Поэтому наращивание мощностей в секторе не идет быстрыми темпами. Но есть и другой риск. Если цены продолжат так быстро расти, то, возможно, компании и смогут создавать новые проекты, а это уже конкуренция».

Успешное размещение «Уралкалия» дало толчок и другим бумагам химической отрасли. Акции «Уралкалия» выросли на 44,9%, «Сильвинита» — на 32,9%, «Акрона» — на 59,13%, «Дорогобужа» — на 37,8%. Вместе с тем побочным эффектом от ажиотажного спроса во время SPO стала сильная переоцененность акций сектора. По некоторым оценочным коэффициентам российские производители калийных удобрений сравнялись со своими аналогами из развитых стран. Поэтому почти сразу после SPO «Уралкалия» аналитики принялись пересматривать свои рекомендации. Повысив целевые уровни по цене акций, они оказались достаточно консервативны в присвоении инвестиционных рекомендаций. Их совет инвесторам: несмотря на благоприятную конъюнктуру, не торопиться с покупкой акций производителей калийных удобрений.

Руководитель аналитического департамента ИК «Антанта Капитал» Георгий Иванин рекомендует продавать акции «Сильвинита» и «Уралкалия». Их целевые уровни аналитик сейчас пересматривает и говорит, что они будут повышены, по предварительным оценкам, до $500 по «Сильвиниту» и $4,8 по «Уралкалию». Вместе с тем акции «Невинномысского азота» и «Новомосковского азота» он рекомендует покупать, несмотря на риск их принудительного выкупа основным акционером предприятий — холдингом «Еврохим». «Мы полагаем, что принудительный выкуп может быть дороже текущей цены — чтобы избежать исков недовольных миноритариев. Уж слишком дешево стоят эти бумаги. Спекулятивному инвестору вполне можно посоветовать их купить — ниже текущей цены оферта не будет»,— полагает Георгий Иванин.

У аналитика БКС Анастасии Ждановой следующая оценка: акции «Сильвинита» (рекомендованная цена — $600), «Акрона» (рекомендованная цена — $28,47) и входящего в него «Дорогобужа» (рекомендованная цена — $0,37) она советует держать, тогда как от акций «Уралка-

лия» избавляться (рекомендованная цена — $3,3). «Фактор роста практически только один, так как он остальные забивает,— это рост цен на продукцию»,— описывает она общую ситуацию в отрасли.

Замначальника управления аналитических исследований ИК «Ист Кэпитал» Андрей Лысенко: «В настоящее время на фоне IPO „Уралкалия“ был заметен значительный рост среди компаний—производителей калийных удобрений, при этом производители азотных удобрений находились несколько в тени — динамика роста их котировок была гораздо скромнее. Сейчас, по нашим оценкам, сектор производителей калийных удобрений уже значительно переоценен рынком. В то же время среди производителей азотных и сложных фосфатных удобрений еще остаются компании, сохраняющие потенциал роста к уровню текущих котировок. К таким компаниям мы относим „Аммофос“, потенциал роста у которого к уровню средних цен составляет 31,4% (целевая цена — $98,9 за акцию); более скромный потенциал роста можно отметить у крупнейшего производителя азотных удобрений „Невинномысского азота“, акции которого сохраняют потенциал роста в 6,1% (целевая цена на конец 2007 года — $1,97)».

Михаил Фролов, аналитик ИК «Финам»: «Мировой рынок агрохимической продукции имеет очевидный потенциал роста. По оценкам Международной ассоциации производителей удобрений, в 2007 году мировой объем потребления минудобрений достигнет 160 млн тонн. Причем наибольший рост (+5%) ожидается в области фосфорных удобрений, чуть меньший — в области азотных и калийных. Прогнозы на 2008 год остаются позитивными. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на бумаги следующих компаний: „Сильвинит“ (потенциал роста обыкновенных акций — 23%), „Новомосковский азот“ (170%), „Невинномысский азот“ (143%), „Березниковский азот“ (74%), пермские „Минудобрения“ (58%), „Аммофос“ (65%) и „Дорогобуж“ (45% по привилегированным акциям)».

Никита Шапошников, аналитик ИК «Центринвест Секьюритиз»: «В течение последних трех лет на рынке минеральных удобрений сложилась довольно благоприятная конъюнктура. Рост цен на основные виды удобрений плюс более чем успешное IPO „Уралкалия“, а также дальнейший рост его акций спровоцировали интерес ко всем российским производителям. Положительными моментами также являются слухи о возможности проведения IPO „Еврохима“ и „Акрона“. Это может поддержать интерес инвесторов к сектору. Наряду с этим есть и отрицательные моменты, такие как рост цен на электроэнергию и газ. В долгосрочной перспективе эти факторы могут отрицательно сказаться на прибыли производителей, так как если учесть цикличность рынка удобрений, цены могут скорректироваться, и тогда повышение себестоимости будет более болезненно для производителя, чем сейчас».

**НИЗКИЙ СТАРТ** Совокупный объем облигаций предприятий химпрома, торгующихся на ММВБ, составляет на данный момент менее 20 млрд руб., что по нынешним временам маловато. В то же время по эшелонам сектор химпрома распределен достаточно равномерно. Инвестор может выбрать для портфеля как достаточно надежные бумаги гигантов химической промышленности, так и более рискованные и малоликвидные облигации небольших предприятий третьего эшелона.

Для рублевого рынка облигаций третий квартал оказался крайне негативным. Кризис ликвидности и возросшие риски заставляли инвесторов избавляться от бумаг. Пострадал и химпром. По итогам третьего квартала ни один выпуск компаний химпрома не прибавил в цене, а в лидерах снижения оказались наиболее активно торгуемые выпуски. По итогам июля—сентября 2-й выпуск «Никосхим-Инвест» потерял 443 базисных пункта (б. п.), став лидером по ценовому снижению. Почти на столько же (341 б. п.) упал и 2-й выпуск «Группы НИТОЛ». Остальные выпуски химпрома продемонстрировали снижение котировок в диапазоне 70–170 б. п. При этом доходность по долгам компаний химпрома возросла в среднем на 2,0–2,5% годовых.

В результате облигации предприятий химической промышленности, в отличие от акций, выглядят существенно недооцененными и имеют неплохой инвестиционный потенциал. Участники рынка в целом разделяют эту точку зрения, но предупреждают инвесторов о возможных рисках. Причем практика показывает, что риски могут быть не только финансовыми, но и природными. Как, например, с затоплением рудника БКРУ-1, принадлежащего «Уралкалию». На долговом рынке отсутствуют рублевые облигации «Уралкалия» и «Сильвинита», поэтому инвесторы не пострадали. Зато обладатели облигаций «Дорогобужа» после катастрофы на руднике БКРУ-1 радовались росту котировок на 500 базовых пунктов.

Ольга Ефремова: «Эмитенты химической отрасли присутствуют во всех эшелонах долгового рынка. В группу наименее рискованных эмитентов входит „Куйбышевазот“, затем следуют „Нэфис-Косметикс“ и „ВМУ-Финанс“ и замыкают список „Группа НИТОЛ“ и „Никосхим“. В настоящее время потенциал для снижения доходности имеют все ликвидные выпуски. Консервативным инвесторам можно порекомендовать выпуск „Куйбышевазота“. Компания демонстрирует хорошие финансовые результаты, хотя круг потенциальных инвесторов существенно ограничивает отсутствие у компании международного рейтинга и то, что бумаги не входят в список А1 ММВБ. Для инвесторов, ориентированных на более высокие риски, на наш взгляд, вполне может быть интересен выпуск „Группы НИТОЛ“, для которого драйвером роста является ожидание положительного эффекта от инвестиционного проекта по организации производства трихлорсилана/поликристаллического кремния».

Константин Комиссаров, начальник аналитического управления ГК «Регион»: «По данным консолидированной отчетности по РСБУ за девять месяцев 2007 года, „Акрон“ и „Дорогобуж“ показали отличные результаты. Выручка „Дорогобужа“ по отношению к аналогичному периоду прошлого года выросла на 37%, чистая прибыль — на 39%, рост EBITDA составил 88%. Текущая доходность к погашению облигаций „Дорогобужа“ сейчас составляет 8,7%. Облигации этих эмитентов явно имеют инвестиционный потенциал».

Владимир Евстифеев, аналитик ИФК «Алемар»: «В среднесрочной перспективе я бы рекомендовал обратить внимание на те компании химпрома, уровень долговой нагрузки которых не слишком значителен: „ВМУ-Финанс“ и „Куйбышевазот“. В этом случае корпоративные риски рефинансирования снижаются, что подталкивает инвесторов к покупкам. В то же время в рамках спекулятивных стратегий, потенциалом роста обладают 2-е выпуски НИТОЛ и „Никосхим-Инвест“. Эти бумаги выглядят перепроданными, к тому же ликвидность по ним наивысшая в отрасли».

Дмитрий Сусанов, управляющий активами УК «АГ Капитал»: «С точки зрения наблюдающегося в мире „бегства в качество“ можно порекомендовать инвесторам облигации с международным рейтингом либо бумаги, по которым есть финансово устойчивые поручители или список андеррайтеров которых состоит из крупных известных банков и компаний. В перспективе трех-четырех месяцев можно рекомендовать также покупки компаний с офертой в этот период».

Отметим, что, как и во многих других отраслях, компании химической промышленности пока занимают выжидательную позицию относительно размещения новых выпусков. Рост ставок на рублевом рынке заставляет эмитентов находить альтернативные источники рефинансирования. К тому же в случае размещения этих выпусков в текущих условиях спрос на аукционах не был бы значительным, а для размещения в полном объеме эмитентам пришлось бы дать солидную премию.

Однако именно в химпроме выжидательная позиция может не только не помочь, но и навредить эмитентам. Главными препятствиями развития отрасли в ближайшие пять лет может стать рост цен на природный газ вслед за ростом тарифов «Газпрома». Это может нанести ощутимый удар по рентабельности компаний. Конечно, спрос на продукцию российского химпрома растет, причем как в Европе, так и в динамично развивающихся азиатских странах (Индии и Китае). Однако Китай, например, уже всерьез занялся развитием собственной химической промышленности, и темп роста спроса у крупнейшего импортера продукции российского химпрома может упасть.

Совокупное действие этих негативных факторов способно привести к тому, что доходности новых размещений в химпроме даже после стабилизации ситуации с ликвидностью окажутся выше, чем требует рынок сейчас. Некоторые эмитенты это уже поняли и размещаются, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру. Ольга Ефремова: «На текущий момент среди готовых к размещению можно обозначить зарегистрированный выпуск ОАО „Кирово-Чепецкий химический комбинат“ объемом 3 млрд руб. Этот эмитент уже принял решение и о размещении облигаций 2-й серии на сумму 3,5 млрд руб. Кроме того, ОАО „Пластик“ (г. Сызрань) планирует размещать дебютный выпуск облигаций объемом 1,5 млрд руб. Уже определены организаторы и ведется подготовка эмиссионных документов». Дмитрий Сусанов: «Из планируемых эмиссий наибольший интерес для инвесторов представляет размещение на 3 млрд руб. ОАО „Кирово-Чепецкий химический комбинат“ с погашением в 2010 году. Можно ожидать, что доходность будет на приличном уровне при приемлемом кредитном качестве». ■

# РАЗНОСТЬ ПОТЕНЦИАЛОВ

**ПО ОЦЕНКАМ ЭКСПЕРТОВ, ДОСТИЖЕНИЕ ИНДЕКСОМ РТС УРОВНЯ 2600 ПУНКТОВ К КОНЦУ ЗИМЫ БУДУЩЕГО ГОДА ДАЛЕКО НЕ ПРЕДЕЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОТИРОВОК АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ. ОДНАКО ПОМЕШАТЬ СТОЛЬ ОПТИМИСТИЧНОМУ РАЗВИТИЮ СОБЫТИЙ МОЖЕТ ОЧЕРЕДНОЙ ОБВАЛ АМЕРИКАНСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА, РИСК ПАДЕНИЯ КОТОРОГО ВСЕ ЕЩЕ ОСТАЕТСЯ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМ.** МАРИЯ ГЛУШЕНКОВА

**ШТОРМОВОЕ ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ** Основные опасения участников российского фондового рынка связаны с тем, что ответ на вопрос, насколько велика вероятность рецессии американской экономики, все еще остается открытым. Разнонаправленные данные по статистике макроэкономических показателей США и невозможность просчитать вероятную величину убытков международных финансовых организаций не дают возможности оценить вероятность осуществления сценария кризиса второй волны.

В ближайшие три месяца заседания Федеральной резервной системы США, на которых будут приниматься решения о дальнейшем характере монетарной политики, состоятся дважды — 11 декабря 2007-го и 29–30 января 2008 года. Исходя из данных по росту ВВП в третьем квартале (он составил 3,9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года) замедления темпов экономического роста в США сейчас не наблюдается. Кроме того, рост ВВП США в годовом выражении, прогнозируемый на уровне 3,5%, является очень хорошим показателем для развитой экономики. Ценовой индекс, отражающий личное потребление (PCE), вырос в третьем квартале на 1,7%; базовая инфляция в США остается несколько выше 2%, что, тем не менее, является приемлемым уровнем инфляционного риска, с точки зрения ФРС США. Исходя из всех этих данных говорить, что замедление темпов экономического роста США, связанное с кризисом ликвидности, уже началось, нельзя.

Но есть и удручающие цифры. Из недавно опубликованной отчетности Merrill Lynch следует, что по итогам третьего квартала 2007 года убытки банка составили $7,9 млрд; крупнейший британский банк Barclays списал в убытки $2,7 млрд; потери Citigroup, по оценкам, могут достигнуть в четвертом квартале порядка $10 млрд.

Кирилл Тремасов, начальник аналитического управления Банка Москвы: «Ситуация складывается таким образом, что крупнейшие международные банки демонстрируют в своей отчетности очень большие убытки по операциям с ценными бумагами. При этом речь идет о бумагах третьего эшелона, которым каждый из этих банков ставил свою персональную оценку, то есть эти бумаги не имеют рыночной оценки. Соответственно, подсчитать масштабы возможных последствий практически невозможно. Тем не менее обращает внимание на себя то, что все кризисы, которые до сих пор случались на рынке, случались всегда неожиданно. Сейчас, напротив, идет постоянное обсуждение и попытка подсчета возможных убытков от второй волны кризиса из США. Поэтому интуитивно есть ощущение, что все не так плохо, как кажется».

Есть и еще один обнадеживающий момент. На фоне ожидания падения на развитых рынках риски, которые по определению несут в себе инвестиции в активы развивающихся стран, для инвесторов несколько нивелируются. По крайней мере, пока. Так, по данным Emerging Portfolio Fund Research, за неделю, с 5 по 9 ноября, чистый приток средств в фонды акций и облигаций развивающихся стран составил $2,69 млрд. И напротив, отток средств инвесторов из фондов США составил за тот же период $8,44 млрд.

Александр Варюшкин, портфельный управляющий УК «Альфа-капитал»: «Исторически длинные займы под процентную ставку ниже 6% считаются дешевыми деньгами. Низкие длинные процентные ставки и поиск доходных инструментов, по определению связанных с повышенным риском, приведут к тому, что деньги инвесторов пойдут в рисковые активы. Инвесторы посидят, подумают и пойдут покупать доходные рисковые активы на эти дешевые деньги. Я оцениваю потенциал роста российских активов к концу года в 10% с текущих значений (2400 пунктов по индексу РТС) и в 15% (на уровень свыше 2500 пунктов) к концу зимы».

**ПРЕДВЫБОРНАЯ ВОЛНА** По сравнению с другими emerging markets у российского рынка акций есть и еще один фактор инвестиционной привлекательности — высокие цены на нефть. В середине ноября цены на декабрьские фьючерсные контракты на Нью-Йоркской товарной бирже уже достигали уровня $98,62 за баррель марки WTI. При этом в середине ноября генеральный секретарь ОПЕК Абдалла Салем аль-Бадри заявил, что Организация стран-экспортеров нефти не считает необходимым увеличивать квоты на поставки нефти. «Честно говоря, мы не считаем необходимым выбрасывать больше нефти на рынки»,— сказал он.

По оценкам аналитиков, повышение цен на нефть на фоне ожиданий увеличения спроса способно принести в трехмесячной перспективе неплохие дивиденды инвесторам в российские активы. Вячеслав Буньков, старший аналитик компании «Атон»: «Согласно нашим прогнозам, индекс РТС достигнет к концу года уровня 2470 пунктов. Причем если в прошлом году после новогодних праздников рынок обвалился на фоне подешевевшей нефти, то этой зимой мы ожидаем прямо противоположного развития событий. Из-за роста спроса и проблем мировых компаний с добычей цены после Нового года могут пойти вверх. Тем более что, по прогнозам синоптиков, эта зима будет значительно холоднее предыдущей. Главные двигатели российского рынка — акции нефтяных компаний — на фоне высоких цен на сырье (а цена на нефть в 2008 году может закрепиться выше уровня $100 за баррель) начнут расти после невнятной динамики в 2007 году. Сочетание дорогой нефти и улучшения ситуации на мировых финансовых рынках может привести к росту российского рынка до уровня 2700 пунктов по индексу РТС на конец февраля».

Еще одним элементом поддержки российского рынка аналитики называли и приближение разрядки некоторой внутриполитической напряженности, связанной с предстоящими парламентскими и президентскими выборами. Динамика рынка в предыдущие выборные циклы подтверждает обоснованность подобных предположений. В 1999 году за полгода, предшествовавшие моменту выборов президента, индекс РТС прибавил 184%. Правда, тогда высокие достижения индекса были связаны с низким стартовым уровнем рынка, еще не до конца оправившегося после дефолта 1998 года. К президентским выборам 2004 года рынок подошел с гораздо более скромными результатами — 18% за предшествующее полугодие, и эта цифра в целом соответствует консенсус-прогнозу аналитиков на нынешнюю зиму (+17%). Ольга Шкред, аналитик ИК «Файненшл Бридж»: «В конце 2007—начале 2008 года президентские и парламентские выборы окажут поддержку индексу РТС и снизят вероятность коррекционного движения вниз. Уровень 2200–2210 пунктов по индексу РТС может стать поддержкой для индекса и нижней точкой до конца первого квартала 2008 года, а индекс будет иметь хорошие шансы на достижение уровня 2600–2650 пунктов к середине–концу февраля. В случае негативного внешнего фона вероятен переход к снижению в район 2090 пунктов к середине декабря и более активный рост в январе-феврале, что выведет индекс РТС на уровень 2500–2550 пунктов к середине марта».

Практически идентичные оценки дали эксперты ИФ «Олма» и банка «Петрокоммерц». При этом, по словам начальника аналитического управления банка Олега Соломина, «оценка фундаментально справедливого уровня индекса РТС исходя из оценки входящих в его состав акций на текущий момент составляет 2524 пункта. Мы считаем, что российский рынок акций вполне способен достичь этой отметки к концу февраля».

**НЕФТЯНАЯ ГАВАНЬ** Говоря о ближайших перспективах акций конкретных компаний, эксперты напоминают инвесторам, что в начале 2008 года последует выход годовых отчетов российских компаний. По словам ведущего аналитика ИФ «Олма» Антона Старцева, в третьем квартале 2007 года многие из компаний, акции которых входят в число «голубых фишек», показали довольно слабые результаты, и отчеты за год помогут инвесторам понять, было ли снижение чистой прибыли временным явлением либо это становится неприятной тенденцией.

С другой стороны, участники рынка при принятии инвестиционных решений опираются в основном на отчетность по международным стандартам, которая, как правило, выходит гораздо позже, чем отчетность по РСБУ. Вячеслав Буньков: «Зимой „Роснефть“ опубликует отчетность за третий квартал, в которой будет отражен положительный эффект от покупки активов на аукционах по продаже имущества ЮКОСа. Я полагаю, что на фоне высоких цен на нефть это приведет к пересмотру оценок акций инвесторами в сторону повышения. „Роснефть“ в этом году стала крупнейшей в России нефтяной компанией, а рынок, на мой взгляд, до сих пор этот факт не отыграл».

Есть многочисленные сторонники покупки акций и другой сырьевой госкорпорации — «Газпрома». Александр Варюшкин: «В этом году сектор российских нефтяных компаний показал не самую высокую доходность, при том что цены на нефть все время росли. По идее основным бенефициаром этого процесса должен будет выступить „Газпром“, у которого в отличие от нефтяных компаний отсутствует прогрессирующая шкала налогообложения». Кроме этого, аналитики полагают, что накануне президентских выборов многие участники рынка будут рассматривать государственные компании как защитные акции от политических рисков. По этой причине акции «Газпрома» (прогнозируемый потенциал роста от 15 до 20%) и Сбербанка (потенциал роста +19%) рекомендовали к покупке большинство опрошенных BG экспертов.

В пользу покупки акций госкомпаний аналитики приводят и еще один аргумент. Олег Соломин: «Позитивным событием для рынка станет планируемое на начало февраля размещение части средств стабилизационного фонда, объемом до 600 млрд рублей, на счетах российских коммерческих банков. Данное событие, вероятно, приведет к притоку части размещенных средств в акции крупнейших государственных компаний — Сбербанка, ВТБ, „Газпрома“, „Роснефти“, „Транснефти“, что вызовет рост рыночных котировок этих бумаг». Правда, коллеги господина Соломина склонны считать данную теорию несколько надуманной.

Стоит также отметить, что большое число сторонников получила идея инвестирования в акции телекоммуникационного сектора. По словам Кирилла Тремасова, «за последний год в секторе МРК произошло фундаментальное улучшение картины, поэтому акции межрегиональных компаний являются сейчас достаточно инвестиционно привлекательными». По оценкам Ольги Шкред, потенциальный рост котировок в течение зимы может составить у МТС и СЗТ 32%, котировки акций «Центртелекома» имеют потенциал роста 37%, а котировки бумаг «Волгателекома» выглядят недооцененными на 17%.

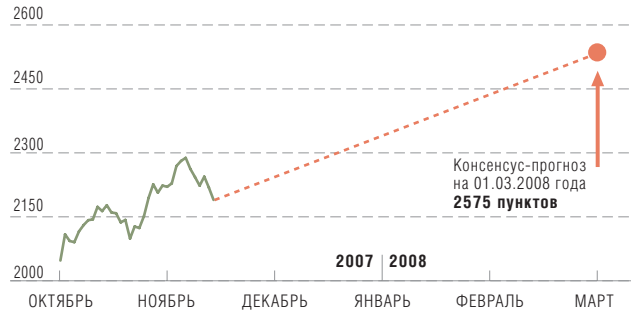
Акции компаний металлургического сектора получили противоречивые рекомендации участников рынка. Многие аналитики полагают, что высокие цены на черные и цветные металлы уже полностью учтены в стоимости бумаг и факторов роста в отсутствие новых данных у предприятий сектора нет. Тем не менее акции двух предприятий сектора цветной металлургии — ГМК «Норильский никель» и «Полюс Золота» — некоторые аналитики рекомендуют покупать.

Вячеслав Буньков: «Интересными для вложения станут акции „Норильского никеля“, однако ситуация во многом будет зависеть от параметров выделения из компании энергетических активов. Если дата закрытия реестра по получению акций „Энергополюса“ придется на весну, то до конца зимы акции могут вырасти на 20–25%. Кроме того, компания представляет большой интерес с фундаментальной точки зрения, и вложение в ее акции представляется привлекательным даже без учета выделяемых активов». Рекомендации покупать акции «Полюс Золота» дали и аналитики ИК «Файненшл Бридж», которые оценили потенциал роста их котировок в 21%.

На фоне приближения второго этапа реформы РАО «ЕЭС России», по оценкам участников рынка, можно ожидать повышенного интереса инвесторов к акциям энергокомпании. По словам Кирилла Тремасова, долгосрочная стратегия — покупка акций РАО ЕЭС и последующее получение выделяемых активов летом следующего года — способна принести инвесторам доходность выше рыночной. Согласно оценкам Вячеслава Бунькова, совокупная стоимость выделяемых активов превышает текущую капитализацию РАО ЕЭС на 50%. По мере приближения лета данный разрыв будет заметно сокращаться. Аналитик полагает, что к концу зимы котировки акций РАО вырастут на 25–30% по отношению к ценам середины ноября. ■

**ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС В 1999-2000 ГОДАХ** ИСТОЧНИК: БИРЖА РТС.

**ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС В 2003-2004 ГОДАХ** ИСТОЧНИК: БИРЖА РТС.




**ДИНАМИКА ИНДЕКСА РТС В 2007 ГОДУ** ИСТОЧНИК: БИРЖА РТС.

# БЕЗДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

**РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРЕЖИВАЕТ НЕ ЛУЧШИЕ ВРЕМЕНА. ОЖИДАВШИЙСЯ В НОЯБРЕ ПРИТОК ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ ИЗ ГОСБЮДЖЕТА НЕ СОСТОЯЛСЯ ИЗ-ЗА НЕОБХОДИМОСТИ БОРЬБЫ С ИНФЛЯЦИЕЙ. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ НА РЫНКЕ НАБЛЮДАЮТСЯ И НЕКОТОРЫЕ ПРИЗНАКИ ВОЗМОЖНОГО ПОТЕПЛЕНИЯ. НО НАСТУПИТ ОНО НЕ РАНЬШЕ НАЧАЛА СЛЕДУЮЩЕГО ГОДА.** ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

**ЗИМНЯЯ СПЯЧКА** Продолжающийся кризис ликвидности в мировой финансовой системе вынуждает нерезидентов не торопиться с возвращением на российский рынок.

В настоящее время предварительные итоги ипотечного бедствия на международных рынках оцениваются в $81 млрд чистых убытков, однако далеко не у всех компаний вышла соответствующая отчетность, и не исключено, что эта цифра может увеличиться по крайней мере вдвое.

В России тоже обстановка не из лучших — рост инфляции в сентябре-октябре стал неприятным сюрпризом для властей накануне выборов. В борьбе с инфляцией пришлось не только заморозить административным способом цены в розничных магазинах, но и пожертвовать обещанной долговому рынку помощью. Дополнительная бюджетная ликвидность на рынок не вышла.

В результате рынок впал в затяжной боковой тренд. Массированных продаж уже нет. Но нет и покупок. Например, в октябре обороты рынка корпоративных облигаций были на 20% выше, чем в сентябре. Но за первые две недели ноября объемы торгов упали по сравнению с октябрьскими результатами почти на 30%. Участники рынка отмечают низкую активность и советуют инвесторам переждать.

Марианна Ткаченко, портфельный управляющий УК «Альянс РОСНО Управление активами»: «Рынок рублевых долгов находится в спячке, первичных размещений по минимуму. Большую часть ноября ставка МБК находилась в диапазоне 5–8%, это, в свою очередь, определяло настроения на рынке облигаций — больших покупок не наблюдалось. Инвесторы продолжают смотреть на наиболее ликвидные бумаги первого эшелона, однако и они показывают негативную динамику.

Длинные выпуски ОФЗ прореагировали положительно на снижение ставки ФРС, они восстановились до уровней апреля-мая. Из облигаций первого эшелона можно обратить внимание на динамику бумаг АИЖК. Так, у 7-го выпуска АИЖК котировки выросли на 2% после присвоения компании рейтинга на уровне странового. Также можно отметить 3-й выпуск Россельхозбанка, который за последний месяц прибавил 100 б. п., и 3-й выпуск РЖД, подросший на 40 б. п.».

Игорь Морий, начальник отдела по работе с долговыми ценными бумагами Первого республиканского банка: «Сегодня рынок рублевых облигаций потерял оптимистичный настрой начала ноября и пребывает в малоактивном состоянии. Инвесторы предпочитают почти не проявлять себя, а достигнутые в начале ноября котировки снизились. Такая ситуация складывается в силу того, что ожидавшиеся ранее бюджетные вливания так и не поступили, точнее, сведены к минимуму с целью ограничить темпы роста инфляции. Это подтолкнуло инвесторов к выходу из ликвидных облигаций секторов первого эшелона. Сейчас, по нашему мнению, больший интерес возникает к коротким облигациям второго и третьего эшелонов».

Станислав Кучинский, начальник отдела управления активами Промсвязьбанка: «После роста в октябре рынок облигаций с ноября находится в боковом тренде. Росту рынка мешает отсутствие притока денежных средств, а также негативный зарубежный новостной фон. Нерезиденты не проявляют заметной активности на облигационном рынке. На денежном рынке ситуация стабильная, ставки по однодневным МБК — в районе 5–7% годовых. Банки довольно активно используют операции репо с ЦБ для привлечения ресурсов. Средняя ставка привлечения в ноябре составляет 6,05% годовых.

Отмечу, что после глубокого падения рынка облигаций в августе-сентябре облигации первого эшелона восстановились гораздо быстрее бумаг второго, а особенно третьего, эшелона. К примеру, облигации 4-го выпуска ЛУКОЙЛа на пике цен в июле торговались с доходностью к погашению 6,8% годовых. Сейчас эти облигации торгуются с доходностью 7,15% годовых. В то же время многие облигации третьего эшелона торгуются с доходностью, превышающей доходность до коррекции рынка на 2,5–3,5%, при сравнительно небольшом сроке до погашения или оферты. Такая ситуация отражает переоценку рисков вложений в облигации низких эшелонов. Еще одним подтверждением ухудшения отношения инвесторов к рискованным облигациям является то, что эмитенты, чьи бумаги имели оферту в сентябре-октябре, вынуждены были выкупать почти весь объем эмиссии даже после значительного увеличения купонной ставки на новый период».

**РАННЯЯ ВЕСНА** Если текущая ситуация явно не настраивает на оптимистический лад, то прогнозы обнадеживают больше. Всякий кризис рано или поздно заканчивается. И после выхода всех корпоративных отчетов и определения общей величины убытков от кризиса ликвидности у нерезидентов может вновь появиться аппетит к инвестированию в развивающиеся рынки.

Сроки возвращения нерезидентов тоже понятны: январь-март следующего года. Именно в этот период с последствиями кризиса все будет окончательно ясно. Другое дело, если экономика США все же сорвется в рецессию. Тогда возвращения внешних инвестиций можно будет ждать несколько лет, да и сам мировой экономический ландшафт может серьезно измениться. Однако, судя по тому, что доходности UST в настоящее время находятся на уровне 4,2% годовых (при ставке ФРС 4,5%), участники мирового рынка полагают, что на заседании в декабре ФРС США еще раз может понизить ставку. А это будет означать еще большее облегчение для банков и финансовых институтов.

Да и в России на долговом рынке ожидается позитив. Бюджетные средства, конечно, пока заморожены. Однако их нельзя придерживать до бесконечности: бюджетникам надо платить. К тому же государство в августе-октябре объявило о начале широкомасштабных программ финансирования институтов развития. Эти средства рано или поздно окажутся сначала на финансовом, а затем частично и на долговом рынке. Участники рынка называют февраль и март как время долгожданного потепления.

Игорь Морий: «Предстоящие налоговые выплаты конца года могут породить очередной дефицит ликвидности, что вынуждает инвесторов занять выжидательные позиции. Многие эксперты полагают, что бюджетных денег не стоит ожидать до президентских выборов. Принимая во внимание эти факторы, мы склонны считать, что рынок облигаций останется пассивным не только до новогодних праздников, но и после них. Предположительно такая картина продлится до политических событий марта, после которых можно будет ожидать приток бюджетных средств. В условиях сегодняшнего рынка мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на короткие облигации второго и третьего эшелонов с высокой эффективной доходностью».

Станислав Кучинский: «До конца ноября рынок облигаций будет находиться в боковом тренде с вероятностью коррекции цен вниз. Основными факторами такого положения дел являются отсутствие свежих ресурсов и налоговые выплаты второй половины ноября. Однако в декабре я ожидаю улучшения ликвидности и умеренный рост цен на рынке. Я бы рекомендовал к покупке облигации второго эшелона с погашением или офертой до конца 2009 года».

Дмитрий Зак, начальник отдела долговых обязательств ИК «Капиталъ»: «Часть инвесторов, пассивы которых формируются за рубежом, не торопятся возвращаться в рискованные активы, опасаясь проблем с рефинансированием в валюте; другая часть банально пытается скопить жирок, и об инвестировании на долгий период для них не идет и речи. С другой стороны, бонды поддерживают крупнейшие российские финансовые институты, у которых нет проблем с ликвидностью, а также сложившиеся уже относительно высокие уровни доходности по наиболее надежным инструментам».

**ПЕРВЫЕ ВСХОДЫ** Для инвестора, у которого горизонт инвестирования три-четыре месяца не вызывает отторжения, сейчас самое время для покупок. Многие достойные бумаги выглядят перепроданными, а их доходности — завышенными. С другой стороны, если известно, что эмитент пользуется поддержкой на региональном или федеральном уровне или осуществляет потенциально прибыльный инвестиционный проект (а почти все прибыльные крупные инвестиционные проекты в России сейчас так или иначе связаны с государственной поддержкой), уровень риска по таким бумагам невысок.

Кроме того, в последнее время стал постепенно восстанавливаться и рынок первичных размещений. Видимо, многие эмитенты поняли, что эра дешевых денег в России закончилась и дальнейшее ожидание лишь усугубляет их положение. К тому же четвертый квартал уже наполовину прошел, и если стоит задача размещения займа в 2007 году, то дальше откладывать уже нельзя. В результате средний объем еженедельных размещений в период с середины октября по середину ноября составил около 7 млрд руб. А ведь еще недавно бывали периоды отсутствия размещений рублевых облигаций по полтора месяца. Участники рынка советуют инвесторам вкладываться в новые бумаги именно сейчас, чтобы к началу весны получить приличную доходность.

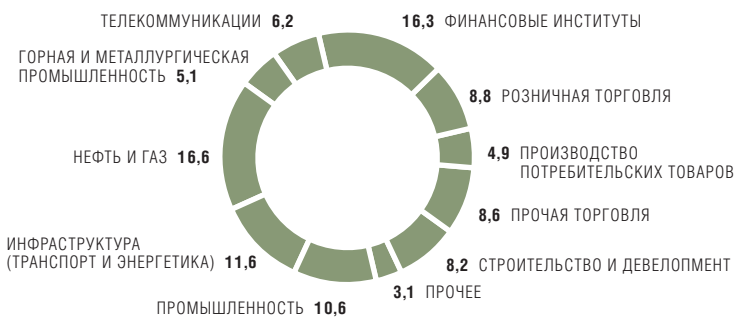
Марианна Ткаченко: «В сложный период стоит выбирать бумаги компаний, поддержку которым может оказать государство, то есть стратегически важных отраслей. В банковских бондах мы тоже видим определенный потенциал роста, но здесь больше рисков, связанных с негативным восприятием сектора в целом, поэтому имеет смысл ограничить присутствие эмитентов данного сектора в инвестиционном портфеле. С горизонтом инвестирования три-четыре месяца имеет смысл рассматривать выпуски, погашающиеся или предъявляемые к оферте в этот период: 3-й выпуск „Северо-Западного телекома“, „ГАЗ-Финанса“, „Татэнерго“. В более рисковый портфель можно купить 4-й выпуск „Русского стандарта“. По нашему мнению, положительная динамика будет в бумагах АИЖК, 4-м выпуске ЮТК, 2-м выпуске „Трансмашхолдинга“, 2-х выпусках „Уралвагонзавода“ и „Вагонмаша“. Стоит также присмотреться к бумагам УРСА Банка и Транскредитбанка».

Кроме того, у инвесторов есть возможности извлечь доход на рынке рублевых облигаций из окончания реформы РАО ЕЭС. В начале ноября на вторичный рынок вышли бумаги региональных сетевых компаний. И участники рынка рекомендуют инвесторам, не боящимся риска, присмотреться к ним повнимательнее. Скрытые возможности этих эмитентов могут приятно удивить и стать торговой идеей.

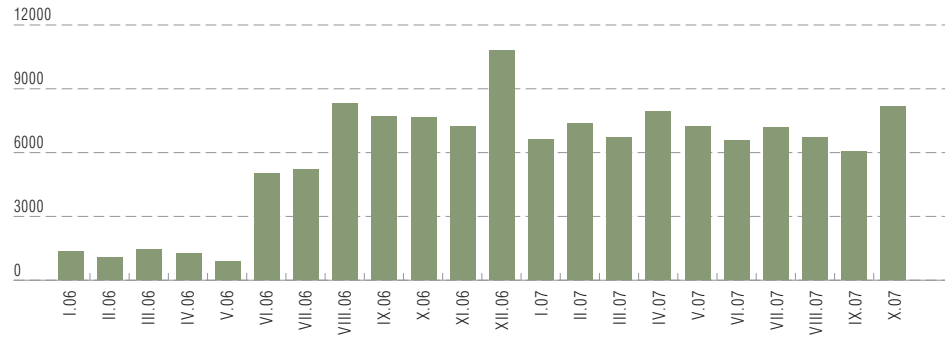
Дмитрий Зак: «С горизонтом инвестирования около четырех месяцев мы рекомендуем покупать выпуски региональных сетевых компаний (РСК), которые помимо квазисуверенного кредитного качества обладают скрытым пут-опционом, позволяющим получить дополнительную доходность. Сейчас на рублевом рынке обращаются облигации трех региональных распределительных компаний — ОАО „Челябэнерго“, ОАО „Кубаньэнерго“, ОАО „Пермьэнерго“, которые в ходе реформы должны будут войти в состав МРСК. В случае такой реорганизаций закон дает право требовать погашения задолженности в течение 30 дней с момента опубликования сведений или направления уведомлений о реорганизации, то есть исполнения досрочной оферты.

Собрания акционеров всех РСК по вопросу консолидации должны состояться в январе. Завершение формирования МРСК запланировано на конец первого квартала 2008 года, однако для этого требуется соответствующее распоряжение правительства, которое еще не подписано. Существует риск задержки сроков, однако, по нашим оценкам, присоединение РСК к МРСК произойдет в конце первого или в начале второго квартала 2008 года. Таким образом, имеет смысл покупать эти бумаги сейчас по цене ниже номинала и исполнить право досрочного погашения в 2008 году. При этом итоговый доход будет складываться из купонных платежей и прироста в цене облигации. Потенциал доходности от вложения в данные инструменты на полгода составляет 10,9–13,7% годовых.

Так, 1-й выпуск „Кубаньэнерго“ сейчас торгуется по цене 98,9% от номинала, эффективная доходность к предполагаемой досрочной оферте составит 10,9%. Цена 1-го выпуска „Пермьэнерго“ составляет 98% от номинала, что соответствует доходности к возможной оферте на уровне 13,4% годовых. Максимальный же доход в данном случае принесут облигации 1-го выпуска „Челябэнерго“ — при цене 98% от номинала доходность к скрытому пут-опциону составляет 13,68%». ■




**ДОЛЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОТРАСЛЯМ (%)** ИСТОЧНИК: МДМ-БАНК.



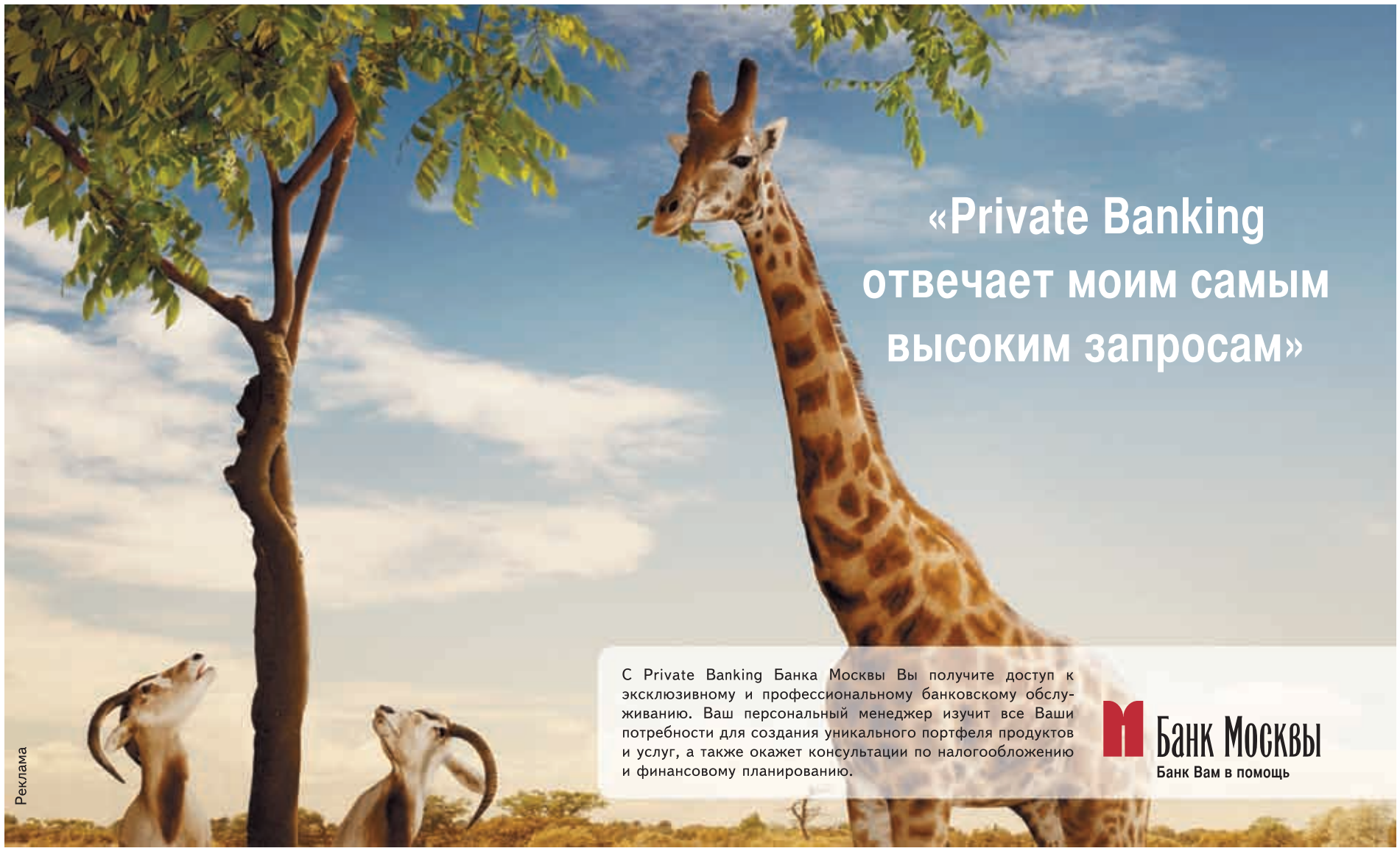

**ОБЪЕМ ТОРГОВ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ НА ММВБ (МЛН РУБ.)** ИСТОЧНИК: ММВБ.

# СВОДНЫЙ СПИСОК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ, СОВЕРШИВШИХ НАИБОЛЬШИЙ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (АКЦИЯМИ И ОБЛИГАЦИЯМИ, В ТОМ ЧИСЛЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ, МУНИЦИПАЛЬНЫМИ И КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ) ЗА ТРЕТИЙ КВАРТАЛ 2007 ГОДА*

| МЕСТО | НАИМЕНОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО УЧАСТНИКА | СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (МЛН РУБ.)** | ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (%)** |
|---|---|---|---|
| 1 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ГАЗОВОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ ГАЗПРОМБАНК | 7383729,86 | 18,82 |
| 2 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ | 5840739,18 | 14,89 |
| 3 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ТРОЙКА ДИАЛОГ | 2590028,25 | 6,60 |
| 4 | ООО КИТ ФИНАНС | 2260437,53 | 5,76 |
| 5 | ООО КОМПАНИЯ БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС | 1209659,24 | 3,08 |
| 6 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ФИНАМ | 1001394,95 | 2,55 |
| 7 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК БАНК МОСКВЫ | 989027,77 | 2,52 |
| 8 | ОАО МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ СВЯЗИ И ИНФОРМАТИКИ | 899787,97 | 2,29 |
| 9 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ДИ СИ КЭПИТАЛ | 672820,62 | 1,71 |
| 10 | ООО БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ РЕГИОН | 631792,86 | 1,61 |
| 11 | ЗАО МЕЖДУНАРОДНЫЙ МОСКОВСКИЙ БАНК | 625724,43 | 1,59 |
| 12 | ООО АТОН | 521597,06 | 1,33 |
| 13 | ООО РЕНЕССАНС БРОКЕР | 516136,92 | 1,32 |
| 14 | ЗАО БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА) | 506357,74 | 1,29 |
| 15 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НОВАЯ МОСКВА | 496157,89 | 1,26 |
| 16 | ОАО БАНК УРАЛСИБ | 440780,84 | 1,12 |
| 17 | ОАО БРОКЕРСКИЙ ДОМ ОТКРЫТИЕ | 434742,16 | 1,11 |
| 18 | ОАО БАНК ВТБ | 405092,40 | 1,03 |
| 19 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПЕТРОКОММЕРЦ | 387729,16 | 0,99 |
| 20 | ОАО АЛЬФА-БАНК | 375247,10 | 0,96 |
| 21 | ООО АЛОР + | 366725,29 | 0,93 |
| 22 | ЗАО БАНК ВТБ 24 | 364717,71 | 0,93 |
| 23 | ЗАО РАЙФФАЙЗЕНБАНК АВСТРИЯ | 323108,01 | 0,82 |
| 24 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СИТИБАНК | 322095,47 | 0,82 |
| 25 | ООО ИК ИСТ КЭПИТАЛ | 320357,20 | 0,82 |
| 26 | ОАО ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК | 304285,95 | 0,78 |
| 27 | ЗАО МЕЖДУНАРОДНЫЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 266650,53 | 0,68 |
| 28 | ЗАО ОБЪЕДИНЕННАЯ ФИНАНСОВАЯ ГРУППА | 257386,09 | 0,66 |
| 29 | ОАО ЮТРЭЙД.РУ | 251114,89 | 0,64 |
| 30 | ОАО «УРСА БАНК» | 247275,12 | 0,63 |
| 31 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРОМСВЯЗЬБАНК | 247128,17 | 0,63 |
| 32 | ООО ИК ВЕЛЕС КАПИТАЛ | 235649,54 | 0,60 |
| 33 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ОРГРЭСБАНК | 225847,08 | 0,58 |
| 34 | ООО УРАЛСИБ КЭПИТАЛ | 194937,71 | 0,50 |
| 35 | ООО БРОКЕРСКО-ДИЛЕРСКАЯ КОМПАНИЯ УРВБ-ФИНАНСЫ | 190113,33 | 0,48 |
| 36 | ООО ДОЙЧЕ БАНК | 185272,45 | 0,47 |
| 37 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК ТРАСТ | 181244,14 | 0,46 |
| 38 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЦЕРИХ КЭПИТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ | 178138,34 | 0,45 |
| 39 | ОАО БАНК ЗЕНИТ | 173614,54 | 0,44 |
| 40 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СТРОЙКРЕДИТ | 167419,22 | 0,43 |
| 41 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ МЕТРОПОЛЬ | 166907,30 | 0,43 |
| 42 | ОАО БИНБАНК | 164247,64 | 0,42 |
| 43 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРОБИЗНЕСБАНК | 157614,20 | 0,40 |
| 44 | ОАО ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК | 156271,48 | 0,40 |
| 45 | ОАО БАНК ИНВЕСТИЦИЙ И СБЕРЕЖЕНИЙ ИНВЕСТСБЕРБАНК | 155906,43 | 0,40 |
| 46 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЦЕНТРОКРЕДИТ | 150066,35 | 0,38 |
| 47 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АК БАРС | 140909,39 | 0,36 |
| 48 | ЗАО ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) | 138217,33 | 0,35 |
| 49 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСКОВСКИЙ ДЕЛОВОЙ МИР | 136766,56 | 0,35 |
| 50 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОЮЗ | 130589,76 | 0,33 |
| 51 | ООО УРАЛЬСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ | 113330,78 | 0,29 |
| 52 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЛЕФКО-БАНК | 111907,38 | 0,29 |
| 53 | ООО МОРГАН СТЭНЛИ БАНК | 102341,12 | 0,26 |
| 54 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АБСОЛЮТ БАНК | 100347,57 | 0,26 |
| 55 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ РИГРУПП-ФИНАНС | 99078,98 | 0,25 |
| 56 | ООО БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ АДЕКТА | 93264,27 | 0,24 |
| 57 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РОСБАНК | 87665,94 | 0,22 |
| 58 | ООО КАПИТАЛТРАСТ (СЕКЬЮРИТИЗ) | 82985,40 | 0,21 |
| 59 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕВЕРНЫЙ МОРСКОЙ ПУТЬ | 82508,18 | 0,21 |
| 60 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ КАПИТАЛЬ | 81821,53 | 0,21 |
| 61 | ОАО ТРАНСКРЕДИТБАНК | 72978,78 | 0,19 |
| 62 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТАТФОНДБАНК | 71992,90 | 0,18 |
| 63 | ГОСУДАРСТВЕННАЯ КОРПОРАЦИЯ БАНК РАЗВИТИЯ И ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (ВНЕШЭКОНОМБАНК) | 60927,61 | 0,16 |
| 64 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТРАНСКАПИТАЛБАНК | 58652,13 | 0,15 |
| 65 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ГАРДАРИКА ИНВЕСТИЦИИ | 57474,37 | 0,15 |
| 66 | ООО ЕВРОПЕЙСКО-АЗИАТСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК | 57105,81 | 0,15 |
| 67 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЭМ ДЖИ СЕКЬЮРИТИЗ | 54610,12 | 0,14 |
| 68 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСКОВСКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦИИ И РАЗВИТИЯ | 52625,49 | 0,13 |
| 69 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ДЖ. П. МОРГАН БАНК ИНТЕРНЕШНЛ | 51987,49 | 0,13 |
| 70 | ОАО НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК ТРАСТ | 51307,47 | 0,13 |
| 71 | ОАО МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК | 51136,15 | 0,13 |
| 72 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АК БАРС ФИНАНС | 48733,35 | 0,12 |
| 73 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 47801,05 | 0,12 |
| 74 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК БАНК ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ | 46129,26 | 0,12 |
| 75 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ СИЯНИЕ | 45785,63 | 0,12 |
| 76 | ОАО ИНКАСБАНК | 45712,14 | 0,12 |
| 77 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК РОССИЯ | 44945,39 | 0,11 |
| 78 | ЗАО МОСКОВСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЕВРАЗИЯ-ЦЕНТР | 44094,16 | 0,11 |
| 79 | ОАО БАНК РАЗВИТИЕ-СТОЛИЦА | 43886,62 | 0,11 |
| 80 | ООО ВИКА-БРОКЕР | 43618,77 | 0,11 |
| 81 | ООО МЕРРИЛЛ ЛИНЧ СЕКЬЮРИТИЗ | 43289,57 | 0,11 |
| 82 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ СОЛИД | 42398,45 | 0,11 |
| 83 | ЗАО АТОН БРОКЕР | 42271,13 | 0,11 |
| 84 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НОВИКОМБАНК | 38422,80 | 0,10 |
| 85 | ЗАО БАЛТИЙСКОЕ ФИНАНСОВОЕ АГЕНТСТВО | 36452,85 | 0,09 |
| 86 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ИНТЕРПОМБАНК | 35556,52 | 0,09 |
| 87 | ООО ЦЕНТРИНВЕСТСЕКЬЮРИТИС | 35340,36 | 0,09 |
| 88 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ГАЗИНВЕСТ | 34816,06 | 0,09 |
| 89 | ЗАО Ю БИ ЭС СЕКЬЮРИТИЗ | 33333,26 | 0,08 |
| 90 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОЛИДАРНОСТЬ | 33200,95 | 0,08 |
| 91 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК | 33072,04 | 0,08 |
| 92 | ООО УНИВЕРСАЛЬНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПАРТНЕР | 32956,71 | 0,08 |
| 93 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ | 32720,98 | 0,08 |
| 94 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПРОСПЕКТ | 31581,83 | 0,08 |
| 95 | ОАО КИТ ФИНАНС ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 31287,94 | 0,08 |
| 96 | ООО НЭТТРЭЙДЕР | 30942,38 | 0,08 |
| 97 | ОАО ПЕРВЫЙ ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАНК | 30651,47 | 0,08 |
| 98 | ООО РЕНЕССАНС ОНЛАЙН | 30185,67 | 0,08 |
| 99 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСКОВСКИЙ ИНДУСТРИАЛЬНЫЙ БАНК | 29076,14 | 0,07 |
| 100 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ФАЙНЕНШЛ БРИДЖ | 28316,91 | 0,07 |
| 101 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ БАРРЕЛЬ | 27729,00 | 0,07 |
| 102 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РАСЧЕТНЫЙ ОБЪЕДИНЕННЫЙ СОЮЗНЫЙ ЕВРОПЕЙСКИЙ БАНК | 27208,92 | 0,07 |
| 103 | ОАО БАНК ВОЗРОЖДЕНИЕ | 26798,64 | 0,07 |
| 104 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АЙ ТИ ИНВЕСТ | 25894,93 | 0,07 |
| 105 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КРАСБАНК | 25834,16 | 0,07 |
| 106 | ООО ЭЙЧ-ЭС-БИ-СИ БАНК (РР) | 25633,57 | 0,07 |
| 107 | ОАО МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГА | 25444,89 | 0,06 |
| 108 | ОАО БАНК РОССИЙСКИЙ КРЕДИТ | 24918,69 | 0,06 |
| 109 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ МЕГАТРАСТОЙЛ | 24556,02 | 0,06 |
| 110 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК КАПИТАЛ | 24276,67 | 0,06 |
| 111 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НАЦИОНАЛЬНЫЙ СТАНДАРТ | 24122,33 | 0,06 |
| 112 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГАЗБАНК | 23844,96 | 0,06 |
| 113 | ООО ПЕРМСКАЯ ФОНДОВАЯ КОМПАНИЯ | 23706,16 | 0,06 |
| 114 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ДВМ-ИНВЕСТ | 22934,20 | 0,06 |
| 115 | ООО ГОЛДМАН САКС | 22445,35 | 0,06 |
| 116 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ УНИВЕР | 22209,20 | 0,06 |
| 117 | ОАО СТОЛИЧНЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК | 22114,58 | 0,06 |
| 118 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЭНЕРГОКАПИТАЛ | 21740,34 | 0,06 |
| 119 | ЗАО НОВОСИБИРСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ РЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ВНЕШТОРГБАНКА | 21736,62 | 0,06 |
| 120 | ОАО БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГ | 20953,49 | 0,05 |
| 121 | ОАО БАЛТИЙСКИЙ БАНК | 20858,50 | 0,05 |
| 122 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КРЕДИТНЫЙ АГРОПРОМБАНК | 20142,70 | 0,05 |
| 123 | ЗАО АЛОР ИНВЕСТ | 20114,06 | 0,05 |
| 124 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЭКСПОБАНК | 20002,29 | 0,05 |
| 125 | ЗАО АБН АМРО БАНК А.О. | 19772,64 | 0,05 |
| 126 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК | 19726,10 | 0,05 |
| 127 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК ОХРАНЫ ОКРУЖАЮЩЕЙ СРЕДЫ | 19707,19 | 0,05 |
| 128 | АОЗТ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ГАЗФИНТРАСТ | 19526,93 | 0,05 |
| 129 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГЛОБЭКС | 19132,73 | 0,05 |
| 130 | ООО ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК ВЕСТА | 18767,34 | 0,05 |
| 131 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК | 18622,46 | 0,05 |
| 132 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЕВРОФИНАНСЫ | 18298,75 | 0,05 |
| 133 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СПУРТ | 17769,23 | 0,05 |
| 134 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СИБИРЬГАЗБАНК | 17096,76 | 0,04 |
| 135 | ЗАО СУРГУТНЕФТЕГАЗБАНК | 17037,62 | 0,04 |
| 136 | ОАО ДОХОДНЫЙ ДОМ | 16734,95 | 0,04 |
| 137 | ОАО ИК РУСС-ИНВЕСТ | 16458,44 | 0,04 |
| 138 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СУДОСТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК | 15683,94 | 0,04 |
| 139 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ФИНАНСОВЫЙ СОЮЗ | 15376,92 | 0,04 |
| 140 | ЗАО ГАЗЭНЕРГОПРОМБАНК | 15089,04 | 0,04 |
| 141 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ДЕВОН-КРЕДИТ | 14962,40 | 0,04 |

## СВОДНЫЙ СПИСОК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

| МЕСТО | НАИМЕНОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО УЧАСТНИКА | СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (МЛН РУБ.)** | ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (%)** |
|---|---|---|---|
| 142 | ОАО РОССИЙСКИЙ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫЙ БАНК | 14843,30 | 0,04 |
| 143 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССОБАНК | 14726,50 | 0,04 |
| 144 | ЗАО ОКТАН-БРОКЕР | 14677,77 | 0,04 |
| 145 | ООО ХОУМ КРЕДИТ ЭНД ФИНАНС БАНК | 14358,46 | 0,04 |
| 146 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЭЛТРА | 14159,65 | 0,04 |
| 147 | ОАО РОССИЙСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК | 14130,17 | 0,04 |
| 148 | ЗАО КОНВЕРСБАНК | 13251,49 | 0,03 |
| 149 | ООО Ю БИ ЭС БАНК | 13207,16 | 0,03 |
| 150 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССКИЙ ИНДУСТРИАЛЬНЫЙ БАНК | 12752,27 | 0,03 |
| 151 | ЗАО БРОКЕРСКАЯ ФИРМА ЛЕНСТРОЙМАТЕРИАЛЫ | 12694,77 | 0,03 |
| 152 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РН-ИНВЕСТ | 12679,00 | 0,03 |
| 153 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БАНК ИННОВАЦИЙ И РАЗВИТИЯ | 12455,59 | 0,03 |
| 154 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МАСТЕР-БАНК | 12452,18 | 0,03 |
| 155 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ТОРГОВЫЙ БАНК | 12282,22 | 0,03 |
| 156 | ООО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПЭКО-М | 12251,59 | 0,03 |
| 157 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИРМА ОЛМА | 12133,49 | 0,03 |
| 158 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ИНТЕРФИН ТРЕЙД | 12045,61 | 0,03 |
| 159 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ИНТРАСТ | 11809,28 | 0,03 |
| 160 | ЗАО ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ РОССИЙСКИЙ ЭКСПОРТНО-ИМПОРТНЫЙ БАНК РОСЭКСИМБАНК | 11764,37 | 0,03 |
| 161 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РОСТИНВЕСТ | 11667,08 | 0,03 |
| 162 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК САРОВБИЗНЕСБАНК | 11564,17 | 0,03 |
| 163 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ОЗМК-ИНВЕСТ | 11529,43 | 0,03 |
| 164 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ИНТЕРПРОГРЕССБАНК | 11341,36 | 0,03 |
| 165 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЭЛЕКТРОНИКА | 11319,12 | 0,03 |
| 166 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СДМ-БАНК | 10823,99 | 0,03 |
| 167 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РИКОМ-ТРАСТ | 10347,54 | 0,03 |
| 168 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕВЕРО-ВОСТОЧНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 10020,59 | 0,03 |
| 169 | ОАО ПЕРВЫЙ РЕСПУБЛИКАНСКИЙ БАНК | 9930,00 | 0,03 |
| 170 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КРЕДИТ-МОСКВА | 9882,93 | 0,03 |
| 171 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК СОДЕЙСТВИЕ ОБЩЕСТВЕННЫМ ИНИЦИАТИВАМ | 9673,28 | 0,02 |
| 172 | ООО УНИВЕРСАЛЬ-ИНВЕСТ | 9664,61 | 0,02 |
| 173 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК КАЛИОН РУСБАНК | 9652,83 | 0,02 |
| 174 | ЗАО СТАНДАРТ БАНК | 9643,46 | 0,02 |
| 175 | ОАО ВСЕРОССИЙСКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ РЕГИОНОВ | 9514,88 | 0,02 |
| 176 | ООО УНИВЕР КАПИТАЛ | 9481,43 | 0,02 |
| 177 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПРОФИТ ХАУЗ | 9323,19 | 0,02 |
| 178 | ЗАО ДРЕЗДНЕР БАНК | 8927,01 | 0,02 |
| 179 | ОАО АРБАТ КАПИТАЛ МЕНЕДЖМЕНТ | 8815,04 | 0,02 |
| 180 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АЛЬБА АЛЬЯНС | 8790,17 | 0,02 |
| 181 | ЗАО БАНК РУССКИЙ СТАНДАРТ | 8678,44 | 0,02 |
| 182 | ЗАО КОММЕРЦБАНК (ЕВРАЗИЯ) | 8333,39 | 0,02 |
| 183 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ВОСТОК-ИНВЕСТ | 8251,18 | 0,02 |
| 184 | ЗАО БАНК ВЕСТЛБ ВОСТОК | 8173,29 | 0,02 |
| 185 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ ЧЕЛЯБИНСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК ЧЕЛЯБИНВЕСТБАНК | 8102,58 | 0,02 |
| 186 | ЗАО РУССКИЕ ФОНДЫ | 8098,86 | 0,02 |
| 187 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ТРАСТ-ИНВЕСТ | 7878,90 | 0,02 |
| 188 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ДНБ НОР МОНЧЕБАНК | 7878,30 | 0,02 |
| 189 | ООО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ЕВРОГРИН | 7857,47 | 0,02 |
| 190 | ООО АВК-ЦЕННЫЕ БУМАГИ | 7846,54 | 0,02 |
| 191 | ООО АКВИЛА ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ | 7642,33 | 0,02 |
| 192 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ИНТРАСТБАНК | 7369,92 | 0,02 |
| 193 | ОАО БАНК СЕВЕРНАЯ КАЗНА | 7258,87 | 0,02 |
| 194 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АГРОИМПУЛЬС | 7144,05 | 0,02 |
| 195 | ЗАО УНИВЕРСАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГУМАНИТАРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НОВЫЙ СИМВОЛ | 7064,67 | 0,02 |
| 196 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК СТАВРОПОЛЬЕ | 6700,02 | 0,02 |
| 197 | ОАО РОССИЙСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ДОРОЖНЫЙ БАНК | 6687,38 | 0,02 |
| 198 | ОАО ЖЕЛДОРБАНК | 6677,68 | 0,02 |
| 199 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЛОКО-БАНК | 6524,21 | 0,02 |
| 200 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ АЛЕМАР | 6493,83 | 0,02 |
| 201 | ООО ПЕРВЫЙ ЧЕШСКО-РОССИЙСКИЙ БАНК | 6336,36 | 0,02 |
| 202 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РОССИЙСКИЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 6306,66 | 0,02 |
| 203 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТРАНСПОРТНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 6269,19 | 0,02 |
| 204 | ООО АНТАНТА-КАПИТАЛ | 5822,30 | 0,01 |
| 205 | ОАО КРАСНОДАРСКИЙ КРАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 5807,14 | 0,01 |
| 206 | ОАО ПЕРВАЯ ВСЕСИБИРСКАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИКСИ | 5783,51 | 0,01 |
| 207 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РАСЧЕТНО-ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР | 5758,12 | 0,01 |
| 208 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТОЛЬЯТТИХИМБАНК | 5743,02 | 0,01 |
| 209 | ОАО КОМИ РЕГИОНАЛЬНЫЙ БАНК УХТАБАНК | 5598,58 | 0,01 |



(495) 500-30-55, www.mmbank.ru

ОАО "Банк Москвы". Ген. лицензия Банка России № 2748 от 14.10.2004.

## СВОДНЫЙ СПИСОК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

| МЕСТО | НАИМЕНОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО УЧАСТНИКА | СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (МЛН РУБ.)** | ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (%)** |
|---|---|---|---|
| 210 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АВАНГАРД | 5538,23 | 0,01 |
| 211 | ООО ВАШ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПАРТНЕР | 5517,79 | 0,01 |
| 212 | ЗАО ДЕНИЗБАНК МОСКВА | 5407,87 | 0,01 |
| 213 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МЕЖОТРАСЛЕВОЙ ПРОМЫШЛЕННОЙ ИНТЕГРАЦИИ | 5315,09 | 0,01 |
| 214 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ НЕВА-ИНВЕСТ | 5252,84 | 0,01 |
| 215 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ГОРИЗОНТ | 5060,95 | 0,01 |
| 216 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ НООСФЕРА | 5016,07 | 0,01 |
| 217 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЛАВЯНСКИЙ КРЕДИТ | 4982,06 | 0,01 |
| 218 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕВЕРО-ВОСТОЧНЫЙ АЛЬЯНС | 4969,14 | 0,01 |
| 219 | ООО РТК-БРОКЕР | 4872,43 | 0,01 |
| 220 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КЕДР | 4803,44 | 0,01 |
| 221 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЧЕЛИНДБАНК | 4683,54 | 0,01 |
| 222 | ООО ГОФМАКЛЕР | 4676,72 | 0,01 |
| 223 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СИСТЕМА | 4637,67 | 0,01 |
| 224 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ИНТЕРСПРЭД-ИНВЕСТ | 4540,80 | 0,01 |
| 225 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ КАПИТАЛИСТ | 4525,26 | 0,01 |
| 226 | ООО СЛАВИНВЕСТБАНК | 4516,35 | 0,01 |
| 227 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЛАВЯНСКИЙ БАНК | 4460,13 | 0,01 |
| 228 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ БИТЦА-ИНВЕСТ | 4436,87 | 0,01 |
| 229 | ООО ДОНСКОЙ НАРОДНЫЙ БАНК | 4412,53 | 0,01 |
| 230 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЕВРОПЕЙСКИЙ ТРАСТОВЫЙ БАНК | 4331,11 | 0,01 |
| 231 | ООО ИФГ ПАРТНЕР | 4122,71 | 0,01 |
| 232 | ООО АЛТЫН ИНВЕСТ | 3962,92 | 0,01 |
| 233 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОЦИАЛЬНЫЙ ГОРОДСКОЙ БАНК | 3822,51 | 0,01 |
| 234 | ОАО МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ЮГО-ВОСТОК | 3779,10 | 0,01 |
| 235 | ООО БАЛТИЙСКАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ | 3716,03 | 0,01 |
| 236 | ООО СТОЛИЧНАЯ ФИНАНСОВАЯ ГРУППА | 3709,04 | 0,01 |
| 237 | ООО НОРД-КАПИТАЛ | 3706,08 | 0,01 |
| 238 | ЗАО ТРИНФИКО | 3703,59 | 0,01 |
| 239 | ОАО БАНК ВТБ БРОКЕР | 3581,93 | 0,01 |
| 240 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ МАКСВЕЛЛ КАПИТАЛ | 3504,44 | 0,01 |
| 241 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЭЛЕМТЭ | 3493,08 | 0,01 |
| 242 | ООО ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР ЛИНВЕСТ | 3489,36 | 0,01 |
| 243 | ЗАО ВОСТОЧНАЯ ФОНДОВАЯ КОМПАНИЯ | 3353,78 | 0,01 |
| 244 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПЕРВЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ | 3320,38 | 0,01 |
| 245 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЛАНТА-БАНК | 3240,37 | 0,01 |
| 246 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЦЕНТРАС-КАПИТАЛ | 3219,13 | 0,01 |
| 247 | ЗАО СВЕРДЛОВСКИЙ ГУБЕРНСКИЙ БАНК | 3163,86 | 0,01 |
| 248 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЮНИКОР | 3161,31 | 0,01 |
| 249 | ООО АТЛАНТИКА. ФИНАНСЫ И КОНСАЛТИНГ | 3038,61 | 0,01 |
| 250 | ОАО НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОСМИЧЕСКИЙ БАНК | 3031,69 | 0,01 |
| 251 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПОЛИС-ИНВЕСТ | 2996,43 | 0,01 |
| 252 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ ЗАПАДНО-СИБИРСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК | 2979,54 | 0,01 |
| 253 | ОАО ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ДАЛЬКОМБАНК | 2854,93 | 0,01 |
| 254 | ЗАО ФИМ ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ | 2814,63 | 0,01 |
| 255 | ЗАО АРБАТ КАПИТАЛ | 2781,05 | 0,01 |
| 256 | ООО МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК СЕНАТОР | 2657,20 | 0,01 |
| 257 | ООО КОРПОРАЦИЯ МОНОЛИТ | 2626,38 | 0,01 |
| 258 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФИА-БАНК | 2603,26 | 0,01 |
| 259 | ООО ФИНКОМ | 2471,38 | 0,01 |
| 260 | ООО БАНК ТАНДЕМ | 2398,66 | 0,01 |
| 261 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСКОММЕРЦБАНК | 2290,43 | 0,01 |
| 262 | ООО СОВЛИНК | 2180,21 | 0,01 |
| 263 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ОБЪЕДИНЕННЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 2158,42 | 0,01 |
| 264 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ТАТИНК | 2122,78 | 0,01 |
| 265 | ОАО МОСКОВСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ТЕМПБАНК | 2072,56 | 0,01 |
| 266 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПОЛЯРНАЯ ЗВЕЗДА | 2011,50 | 0,01 |
| 267 | ООО ПРОМПТИНВЕСТКАПИТАЛ | 1992,22 | 0,01 |
| 268 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАНК ПРОМЫШЛЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ | 1981,42 | 0,01 |
| 269 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ЮГ-ИНВЕСТБАНК | 1978,93 | 0,01 |
| 270 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ МЕЛОН | 1938,11 | 0,00 |
| 271 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЛИБРА КАПИТАЛ | 1861,70 | 0,00 |
| 272 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССКИЙ СЛАВЯНСКИЙ БАНК | 1811,24 | 0,00 |
| 273 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ | 1797,27 | 0,00 |
| 274 | ЗАО МЕЖДУНАРОДНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК | 1761,85 | 0,00 |
| 275 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МИЛБАНК | 1710,82 | 0,00 |
| 276 | ООО БАНК КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ | 1701,44 | 0,00 |
| 277 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК БАНК ВЫСОКИХ ТЕХНОЛОГИЙ | 1699,52 | 0,00 |
| 278 | ООО АККОРД-ИНВЕСТ | 1680,20 | 0,00 |
| 279 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АББ | 1654,56 | 0,00 |
| 280 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННО-ТРАСТОВЫЙ БАНК КАЗАНСКИЙ | 1592,91 | 0,00 |
| 281 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК БАНК НА КРАСНЫХ ВОРОТАХ | 1578,02 | 0,00 |
| 282 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЕРМАК | 1567,15 | 0,00 |
| 283 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГУБЕРНСКИЙ | 1563,24 | 0,00 |
| 284 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АКРОПОЛЬ | 1525,74 | 0,00 |
| 285 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ | 1525,01 | 0,00 |
| 286 | ЗАО ЭЛЕКТРОННАЯ ТОРГОВАЯ СЕТЬ ДАЙРЕКТ | 1514,52 | 0,00 |
| 287 | ОАО РАЙ, МАН ЭНД ГОР СЕКЬЮРИТИЗ | 1466,04 | 0,00 |
| 288 | ООО ТАИФ-ИНВЕСТ | 1432,81 | 0,00 |
| 289 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СМОЛЕНСКИЙ БАНК | 1430,98 | 0,00 |
| 290 | ЗАО АМИ-БАНК | 1401,25 | 0,00 |
| 291 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НАЦИОНАЛЬНЫЙ ЗАЛОГОВЫЙ БАНК | 1395,25 | 0,00 |
| 292 | ООО МЕДИЦИНСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АВЕРС | 1333,41 | 0,00 |
| 293 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЮНИАСТРУМ БАНК | 1329,13 | 0,00 |
| 294 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЦБ-РАСТРО | 1320,08 | 0,00 |
| 295 | ООО ВАЙС ЭДВАЙС | 1313,56 | 0,00 |
| 296 | ЗАО БАНК ПРОФСОЮЗНОЙ СОЛИДАРНОСТИ И СОЦИАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ СОЛИДАРНОСТЬ | 1302,74 | 0,00 |
| 297 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МЕТРОПОЛЬ | 1273,67 | 0,00 |
| 298 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФУНДАМЕНТ-БАНК | 1252,07 | 0,00 |
| 299 | ОАО БАНК АЛЕКСАНДРОВСКИЙ | 1250,25 | 0,00 |
| 300 | ОАО ВОЛГО-КАСПИЙСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК | 1247,90 | 0,00 |
| 301 | ОАО УНИВЕРСАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦЕНТР | 1243,98 | 0,00 |
| 302 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРИМОРЬЕ | 1172,83 | 0,00 |
| 303 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЮГРА | 1171,56 | 0,00 |
| 304 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ БИЗОН ПЛЮС | 1160,39 | 0,00 |
| 305 | ЗАО АГ КАПИТАЛ | 1137,34 | 0,00 |
| 306 | ОАО РБ СЕКЬЮРИТИЗ | 1136,71 | 0,00 |
| 307 | ЗАО ДЖИ АЙ ДИ ИНВЕСТ | 1135,90 | 0,00 |
| 308 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПРАЙМ МЕНЕДЖМЕНТ ГРУПП | 1130,80 | 0,00 |
| 309 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТРАНСПОРТНЫЙ | 1122,71 | 0,00 |
| 310 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ ИНСТРОЙИНВЕСТ | 1105,19 | 0,00 |
| 311 | ЗАО АКЦЕПТ-ЛТД | 1104,42 | 0,00 |
| 312 | ОАО ОБЪЕДИНЕННЫЕ ФИНАНСЫ | 1102,62 | 0,00 |
| 313 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ДЕЛЬТА-ИНВЕСТ | 1101,60 | 0,00 |
| 314 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГАЗИНВЕСТБАНК | 1095,18 | 0,00 |
| 315 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ БАКСОН-ИНВЕСТ | 1088,76 | 0,00 |
| 316 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГРАНД ИНВЕСТ БАНК | 1058,55 | 0,00 |
| 317 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ МЕЖРЕГИОНПРОЕКТ | 1029,69 | 0,00 |
| 318 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПРОГРЕСС-КАПИТАЛ | 1015,65 | 0,00 |
| 319 | ОАО НОВОСИБИРСКИЙ СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЛЕВОБЕРЕЖНЫЙ | 985,93 | 0,00 |
| 320 | ОАО БАНК КОНВЕРСИИ СНЕЖИНСКИЙ | 984,14 | 0,00 |
| 321 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АЛЬПИНЭКС АВСТРИЯ | 946,38 | 0,00 |
| 322 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕМБАНК | 935,67 | 0,00 |
| 323 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТВЕРЬ | 910,85 | 0,00 |
| 324 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЮЖНЫЙ РЕГИОН | 872,57 | 0,00 |
| 325 | ОАО БАЛТИЙСКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 869,90 | 0,00 |
| 326 | ООО ПЕРВЫЙ КЛИЕНТСКИЙ БАНК | 856,89 | 0,00 |
| 327 | ЗАО ПЛАНЕТА КАПИТАЛ | 842,65 | 0,00 |
| 328 | ОАО УРАЛЬСКИЙ ТРАСТОВЫЙ БАНК | 839,33 | 0,00 |
| 329 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОДЕЙСТВИЯ КОММЕРЦИИ И БИЗНЕСУ | 835,14 | 0,00 |
| 330 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РУССКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ТРАДИЦИИ | 789,68 | 0,00 |
| 331 | ООО ВСХ-ХОЛДИНГ | 780,01 | 0,00 |
| 332 | ЗАО ИФК ЧЕТВЕРТОЕ ИЗМЕРЕНИЕ | 764,41 | 0,00 |
| 333 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЦЕНТР-ИНВЕСТ | 758,14 | 0,00 |
| 334 | ООО ЭМИ ТРАСТ | 751,72 | 0,00 |
| 335 | ООО АКСИОМА | 745,76 | 0,00 |
| 336 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПЕРСПЕКТИВА ПЛЮС | 711,47 | 0,00 |
| 337 | ЗАО КОРПОРАЦИЯ ФНДС | 702,60 | 0,00 |
| 338 | ЗАО УНИВЕРСАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОЦИАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ И РЕКОНСТРУКЦИИ БЕЛГОРОДСОЦБАНК | 697,27 | 0,00 |
| 339 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ НЕФТЯНОЙ ИНВЕСТИЦИОННО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 687,72 | 0,00 |
| 340 | ЗАО АБСОЛЮТ-ИНВЕСТ | 675,29 | 0,00 |
| 341 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ВЕКТОР СЕКЬЮРИТИЗ | 674,21 | 0,00 |
| 342 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ФОРА-КАПИТАЛ | 650,95 | 0,00 |
| 343 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ВИТУС | 650,60 | 0,00 |
| 344 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-ТОРГОВЫЙ БАНК | 641,54 | 0,00 |
| 345 | АОЗТ ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ЦЕННЫЕ БУМАГИ | 629,66 | 0,00 |
| 346 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ГЕЛА | 607,23 | 0,00 |
| 347 | ООО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ УНИВЕРСИТЕТ | 606,74 | 0,00 |
| 348 | ОАО СОЦИАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРИМОРЬЯ ПРИМСОЦБАНК | 600,91 | 0,00 |
| 349 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ КАРТИКС | 591,03 | 0,00 |
| 350 | ООО НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ РАСЧЕТНАЯ ПАЛАТА | 579,75 | 0,00 |
| 351 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МЕЖБАНКОВСКОЕ ОБЪЕДИНЕНИЕ ОРГБАНК | 558,15 | 0,00 |
| 352 | ООО ФИНАНСОВЫЙ ПАРТНЕР | 534,02 | 0,00 |
| 353 | ООО АЛЛЕН-ФИНАНС | 527,59 | 0,00 |

## СВОДНЫЙ СПИСОК ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ (ОКОНЧАНИЕ)

| МЕСТО | НАИМЕНОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО УЧАСТНИКА | СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (МЛН РУБ.)** | ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ СДЕЛОК С ЭМИССИОННЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (%)** |
|---|---|---|---|
| 354 | ООО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ЦЕНТР-ТРАСТ | 521,96 | 0,00 |
| 355 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РАЗВИТИЯ ГАЗОВОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ СЕВЕРА СЕВЕРГАЗБАНК | 511,25 | 0,00 |
| 356 | ООО АККОРД-ТРЕЙДИНГ | 508,25 | 0,00 |
| 357 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ФИНВЕСТ | 497,15 | 0,00 |
| 358 | ООО ТРЕЙДФИНАНС | 475,39 | 0,00 |
| 359 | ЗАО КОНТО | 472,48 | 0,00 |
| 360 | ОАО ЕКАТЕРИНБУРГСКИЙ МУНИЦИПАЛЬНЫЙ БАНК | 470,57 | 0,00 |
| 361 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СТРАТЕГИЯ | 466,75 | 0,00 |
| 362 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГАРАНТИ БАНК-МОСКВА | 439,64 | 0,00 |
| 363 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ БАНК МЕЖТОПЭНЕРГОБАНК | 437,32 | 0,00 |
| 364 | ООО МЕКОМ | 424,08 | 0,00 |
| 365 | ОАО ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ БАНК | 423,66 | 0,00 |
| 366 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОЮЗНЫЙ | 415,99 | 0,00 |
| 367 | ЗАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ЭКТОИНВЕСТ | 409,27 | 0,00 |
| 368 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФЛОРА-МОСКВА | 398,10 | 0,00 |
| 369 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АЛЕФ-БАНК | 386,82 | 0,00 |
| 370 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НАРОДНЫЙ ДОВЕРИТЕЛЬНЫЙ БАНК | 371,69 | 0,00 |
| 371 | ООО АКТИВ ФИНАНС | 360,74 | 0,00 |
| 372 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННО-КОММЕРЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННО-СТРОИТЕЛЬНЫЙ БАНК ПО НИЖЕГОРОДСКОЙ ОБЛАСТИ | 339,02 | 0,00 |
| 373 | ООО ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 329,01 | 0,00 |
| 374 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ФАЙНЕКС | 316,42 | 0,00 |
| 375 | ООО БРОКЕРСКАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ КЕНИНГ | 315,92 | 0,00 |
| 376 | ОАО НБД-БАНК | 315,18 | 0,00 |
| 377 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРЕОДОЛЕНИЕ | 312,32 | 0,00 |
| 378 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕВЕРНЫЙ НАРОДНЫЙ БАНК | 311,43 | 0,00 |
| 379 | ОАО НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК РАЗВИТИЯ | 301,58 | 0,00 |
| 380 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК АСПЕКТ | 296,08 | 0,00 |
| 381 | ЗАО ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР ИНФИНА | 294,92 | 0,00 |
| 382 | ЗАО ЦЕНТР ФОНДОВЫХ ОПЕРАЦИЙ ТАНТЬЕМА | 287,56 | 0,00 |
| 383 | ОАО ПРОМЫШЛЕННЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ АВТОВАЗБАНК | 284,73 | 0,00 |
| 384 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ИНТЕЛЛЕКТ-КАПИТАЛ | 264,81 | 0,00 |
| 385 | ЗАО ФИНАНС-ИНВЕСТ | 260,79 | 0,00 |
| 386 | ЗАО ТСЛ ИНТЕРНЕЙШНЛ | 238,47 | 0,00 |
| 387 | ООО ИК ЭЛФИН-ФИНАНС | 232,74 | 0,00 |
| 388 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ ЦЕНТР ФОНДОВЫХ ОПЕРАЦИЙ | 231,57 | 0,00 |
| 389 | ЗАО ПЕРВОУРАЛЬСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК | 212,96 | 0,00 |
| 390 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЭНЕРГОБАНК | 204,79 | 0,00 |
| 391 | ОАО МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК | 198,83 | 0,00 |
| 392 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ГАРАНТ КАПИТАЛ | 198,75 | 0,00 |
| 393 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСВОДОКАНАЛБАНК | 194,82 | 0,00 |
| 394 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК СЕТЕВОЙ НЕФТЯНОЙ БАНК | 173,80 | 0,00 |
| 395 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РУССКИЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ | 172,63 | 0,00 |
| 396 | ОАО МОРСКОЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК | 170,94 | 0,00 |
| 397 | ООО УРАЛСИБ ВЕБ-БРОКЕР | 170,91 | 0,00 |
| 398 | ЗАО БАЙКАЛЬСКИЙ ФОНДОВЫЙ ДОМ | 165,58 | 0,00 |
| 399 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ПРАДО-БАНК | 165,20 | 0,00 |
| 400 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 160,59 | 0,00 |
| 401 | ОАО ФОНДОВЫЙ ЦЕНТР МИК-Ф | 152,74 | 0,00 |
| 402 | ЗАО ПАРТНЕРЫ | 151,62 | 0,00 |
| 403 | ОАО МАСС МЕДИА БАНК | 151,17 | 0,00 |
| 404 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ДЕРЖАВА | 142,15 | 0,00 |
| 405 | ООО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПРОФИНВЕСТ | 140,84 | 0,00 |
| 406 | ЗАО ПРОМЫШЛЕННЫЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ БАНК | 133,29 | 0,00 |
| 407 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЛУЖНИКИ-БАНК | 126,01 | 0,00 |
| 408 | ООО ФОНМИ И КО | 116,96 | 0,00 |
| 409 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КРОСНА-БАНК | 113,19 | 0,00 |
| 410 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК КУЗНЕЦКБИЗНЕСБАНК | 113,03 | 0,00 |
| 411 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЭКОНОМИКС-БАНК | 112,92 | 0,00 |
| 412 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФОРА-БАНК | 106,40 | 0,00 |
| 413 | ООО НЕРЮНГРИНСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НЕРЮНГРИБАНК | 102,50 | 0,00 |
| 414 | ООО БСТ КВАНТУМ | 99,35 | 0,00 |
| 415 | ООО РЕЙТИНГ-ИНВЕСТ | 99,24 | 0,00 |
| 416 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КРЫЛОВСКИЙ | 98,60 | 0,00 |
| 417 | ЗАО ГАРАНТ-М | 96,79 | 0,00 |
| 418 | ОАО РОСТОВСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ДОНХЛЕББАНК | 96,03 | 0,00 |
| 419 | ЗАО БАНК ЖИЛИЩНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ | 93,55 | 0,00 |
| 420 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АЛМАЗ-ИНВЕСТ-БАНК | 88,03 | 0,00 |
| 421 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК РОСТ | 85,62 | 0,00 |
| 422 | ОАО РЕГИОНАЛЬНАЯ НЕФТЕГАЗОВАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ | 81,27 | 0,00 |
| 423 | ОАО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПРИОРИТЕТ | 80,03 | 0,00 |
| 424 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ФИНАНСОВЫЙ СТАНДАРТ | 78,79 | 0,00 |
| 425 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ОХОТНЫЙ РЯД | 76,43 | 0,00 |
| 426 | ЗАО СТИН-ФИНАНС | 75,59 | 0,00 |
| 427 | ООО БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ НОРД-КАПИТАЛ | 75,47 | 0,00 |
| 428 | ЗАО ФИНБРОКТРАСТ | 67,26 | 0,00 |
| 429 | ООО МФС СЕКЬЮРИТИЗ ЛТД | 64,50 | 0,00 |
| 430 | ОАО ГОРОДСКОЙ БАНК НИЖНИЙ НОВГОРОД | 59,97 | 0,00 |
| 431 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АВТОМОБИЛЬНЫЙ БАНКИРСКИЙ ДОМ | 59,77 | 0,00 |
| 432 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СОВФИНТРЕЙД | 59,65 | 0,00 |
| 433 | ОАО БУРГ КАПИТАЛ БАНК | 56,35 | 0,00 |
| 434 | ОАО ФОНДОВЫЙ ДОМ СЕЛЬМАШИНВЕСТ | 55,75 | 0,00 |
| 435 | ЗАО ЭЛФИН | 54,81 | 0,00 |
| 436 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ ГОЛДЕН СЕКЬЮРИТИЗ | 51,48 | 0,00 |
| 437 | ОАО РУСИЧ ЦЕНТР БАНК | 48,98 | 0,00 |
| 438 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ФИНАНСОВЫЙ ДОМ | 48,44 | 0,00 |
| 439 | ЗАО МОССТРОЙЭКОНОМБАНК | 47,31 | 0,00 |
| 440 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ СОЮЗ | 46,60 | 0,00 |
| 441 | ООО ВОЛГАКАПИТАЛ | 46,59 | 0,00 |
| 442 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК БАНК РАЗВИТИЯ ТЕХНОЛОГИЙ | 45,95 | 0,00 |
| 443 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЭДВАНС | 45,62 | 0,00 |
| 444 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ГАЗСТРОЙБАНК | 45,10 | 0,00 |
| 445 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЮНИТИ ТРАСТ | 41,04 | 0,00 |
| 446 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЛАВЯНСКИЙ МЕЖОТРАСЛЕВОЙ ЭКСПРЕСС БАНК | 39,70 | 0,00 |
| 447 | ОАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК АКЦЕПТ | 37,40 | 0,00 |
| 448 | ОАО СОЦИНВЕСТБАНК | 36,14 | 0,00 |
| 449 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СТЕЛЛА-БАНК | 36,06 | 0,00 |
| 450 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РОСЭНЕРГОБАНК | 35,22 | 0,00 |
| 451 | ООО РУСПРОМИНВЕСТ | 34,96 | 0,00 |
| 452 | ООО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЭРГОБАНК | 31,36 | 0,00 |
| 453 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ТФБ ФИНАНС | 30,49 | 0,00 |
| 454 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ СМ.АРТ | 28,76 | 0,00 |
| 455 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ РУССО-БАЛТ | 25,48 | 0,00 |
| 456 | ООО ЕРМАК БРОКЕР | 20,30 | 0,00 |
| 457 | ОАО КРЕДИТ УРАЛ БАНК | 19,75 | 0,00 |
| 458 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ПРОМАКС | 18,76 | 0,00 |
| 459 | ООО ДИЛЕРСКАЯ ФИРМА M&S | 17,46 | 0,00 |
| 460 | ОАО МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ЗАМОСКВОРЕЦКИЙ | 16,20 | 0,00 |
| 461 | ОАО УГЛЕМЕТБАНК | 16,08 | 0,00 |
| 462 | ООО ГАЗПРОМИНВЕСТХОЛДИНГ | 14,10 | 0,00 |
| 463 | ОАО МЕЖРЕГИОНАЛЬНЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ БАНК ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОТРУДНИЧЕСТВА САХАЛИН-ВЕСТ | 11,08 | 0,00 |
| 464 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР | 10,81 | 0,00 |
| 465 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК РЕГИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ | 10,32 | 0,00 |
| 466 | ОАО МОСКОВСКИЙ НЕФТЕХИМИЧЕСКИЙ БАНК | 10,14 | 0,00 |
| 467 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 9,82 | 0,00 |
| 468 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АВК | 9,66 | 0,00 |
| 469 | ЗАО ХАЙ КЛАСС | 9,23 | 0,00 |
| 470 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЛУКМАР | 8,71 | 0,00 |
| 471 | ЗАО КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНК РАЗВИТИЯ | 7,90 | 0,00 |
| 472 | ЗАО ФИНАНСОВО-ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ КОНТРАКТФИНАНС | 7,29 | 0,00 |
| 473 | ОАО МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК | 7,24 | 0,00 |
| 474 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ЛЕНМОНТАЖСТРОЙ | 7,10 | 0,00 |
| 475 | ООО ПРОМИНВЕСТ | 5,51 | 0,00 |
| 476 | ОАО ОМСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ БАНК ОМСК-БАНК | 4,96 | 0,00 |
| 477 | ЗАО НАЦИОНАЛЬНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ | 4,53 | 0,00 |
| 478 | ЗАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ АСТАР КАПИТАЛ | 3,72 | 0,00 |
| 479 | ООО ИНВЕСТРАСТ | 2,81 | 0,00 |
| 480 | ООО СИНАРА-ИНВЕСТ | 2,74 | 0,00 |
| 481 | ЗАО АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК СЕРВИС-РЕЗЕРВ БАНК | 2,36 | 0,00 |
| 482 | ООО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ БАШКИРСКИЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ | 2,31 | 0,00 |
| 483 | ОАО ИМПОРТНО-ЭКСПОРТНЫЙ БАНК ИМПЭКСБАНК | 2,20 | 0,00 |
| 484 | ЗАО МОСКОВСКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК МОСКОМПРИВАТБАНК | 1,59 | 0,00 |
| 485 | ОАО ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ТАЛА | 1,54 | 0,00 |
| 486 | ОАО АКЦИОНЕРНЫЙ ЛЕСОПРОМЫШЛЕННЫЙ БАНК | 0,70 | 0,00 |
| 487 | ООО ФИНАНСОВОЕ АГЕНТСТВО МИЛКОМ-ИНВЕСТ | 0,62 | 0,00 |
| 488 | ООО СПЕКТР ИНВЕСТ | 0,59 | 0,00 |
| 489 | ЗАО КОМПАНИЯ ФТК | 0,38 | 0,00 |
| 490 | ООО ДЖЕЙ ВИ ПИ ИНВЕСТ | 0,32 | 0,00 |
| 491 | ООО СУРГУТСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК | 0,24 | 0,00 |
| 492 | ОАО НАРОДНОЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ АГЕНТСТВО | 0,21 | 0,00 |
| 493 | ООО БАНК ФИНСЕРВИС | 0,13 | 0,00 |
| 494 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ ПЕТР | 0,08 | 0,00 |
| 495 | ООО ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ РУССКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛУБ | 0,04 | 0,00 |
| 496 | ОАО САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК ТАВРИЧЕСКИЙ | 0,02 | 0,00 |
| 497 | ООО ТРЕЙДФИНАНС | 0,01 | 0,00 |
| 498 | ООО НЕБАНКОВСКАЯ КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫЙ РАСЧЕТНЫЙ ЦЕНТР | 0,00 | 0,00 |

*ПО ИНФОРМАЦИИ, ПРЕДОСТАВЛЕННОЙ ФЕДЕРАЛЬНОЙ СЛУЖБОЙ ПО ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ, НА ОСНОВАНИИ ДАННЫХ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ТОРГОВЫМИ ПЛОЩАДКАМИ. **С ТОЧНОСТЬЮ ДО ВТОРОГО ЗНАКА ПОСЛЕ ЗАПЯТОЙ.

ТЕМАТИЧЕСКИЕ
СТРАНИЦЫ
ГАЗЕТЫ

**Коммерсантъ**

**ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА**
**ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА**
**СМЕЖНИКИ**
**ИНВЕСТОРЫ**
**КОНКУРЕНТЫ**
**АДМИНИСТРАТИВНЫЙ РЕСУРС**

# BUSINESS GUIDE