



Александр Кокшаров  
аналитик журнала «Рынок ценных бумаг»

## О ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСКАХ ГАЗПРОМА

В соответствии с планом либерализации рынка акций ОАО «Газпром» в конце 2005 г. были сняты ограничения на приобретение акций нерезидентами на внутреннем рынке, а также отменены ограничения на торговлю акциями холдинга на российских биржах. Это позволило увеличить ликвидность бумаг и сделало бумаги Газпрома более доступными для участников рынка. Последним этапом, завершившим процесс либерализации, стала вступившая в действие программа АДР Газпрома.

### КОНВЕРТАЦИЯ АКЦИЙ ГАЗПРОМА В АДР И ОБРАТНО

7 марта 2006 г. Газпром направил в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) регистрационное заявление по форме Ф-6 с целью повышения уровня программы депозитарных расписок (ДР) общества, выпущенных в соответствии с положением S, до программы ДР первого уровня. Эмитентом новой программы депозитарных расписок, как и раньше, является *Bank of New York* (США), попечителем счета — ИНГ Банк (Евразия), а банком-кастодианом, хранящим и ведущим учет акций, — Газпромбанк. Депозитарные расписки в рамках программы ДР первого уровня будут свободно обращаться на внебиржевом фондовом рынке США, а также на европей-

ских фондовых рынках. Максимальный объем обыкновенных акций, которые могут являться базисным активом для всех ДР Газпрома, не превысит 35% уставного капитала ОАО.

Вместе с реализацией программы АДР более высокого уровня изменяется количество акций, приходящихся на 1 АДР. Количество акций в 1 АДР снижено с 10 до 4.

Программа депозитарных расписок первого уровня вступила в действие 18 апреля. Рассмотрим этапы выпуска депозитарных расписок на акции Газпрома (рис. 1).

**1.** Владелец/брокер дает поручение Газпромбанку (иному местному кастодиану или регистратору ЗАО «СР-ДРАГа») на перевод акций Газпрома для зачисления на счет Газпромбанка, открытого *The Bank*

*of New York International Nominees*. По месту подачи поручения брокер получает уведомление об операции.

**2.** Владелец/брокер направляет уведомление и передаточное письмо в ИНГ Банк (Евразия) для целей выпуска ДР.

**3.** ИНГ Банк (Евразия) в качестве попечителя счета направляет инструкцию Газпромбанку для перевода акций на счет *The Bank of New York International Nominees*, открытый в Газпромбанке. Газпромбанк подтверждает ИНГ Банк (Евразия), что акции депонированы на счет *The Bank of New York International Nominees*.

**4.** ИНГ Банк (Евразия) подтверждает *The Bank of New York*, что акции были получены.

**5.** *The Bank of New York* выпускает депозитарные расписки на кастодиальный счет владельца/брокера.

В целях сокращения расходов на перерегистрацию акций Газпрома в реестре Газпромбанк предложил своим клиентам открыть у себя транзитный счет и переводить акции на счет *The Bank of New York* внутри своих регистров через него.

Процедура выпуска депозитарных расписок с использованием транзитного счета состоит из следующих этапов (см. рис. 1):

1. Инвестор открывает транзитный счет в Газпромбанке.

2. Владелец/брокер дает поручение по месту хранения активов на перевод акций Газпрома для зачисления на транзитный счет инвестора в Газпромбанке и на последующее списание акций с транзитного счета на счет *The Bank of New York International Nominees*. По месту подачи поручения владелец/брокер получает уведомление об операции, проведенной по счету.

3. Владелец/брокер направляет полученное уведомление и передаточное письмо в ИНГ Банк (Евразия) для целей

выпуска ДР, указывая ссылку на номер транзитного счета.

4. ИНГ Банк (Евразия) в качестве попечителя счета направляет инструкцию Газпромбанку на зачисление акций на счет *The Bank of New York International Nominees*. Газпромбанк осуществляет перевод акций с транзитного счета инвестора на счет *The Bank of New York International Nominees* внутри своих учетных регистров и информирует о проведенной операции попечителя счета.

5. ИНГ Банк (Евразия) посылает в *The Bank of New York* подтверждение о переводе Акции для выпуска депозитарных расписок.

6. *The Bank of New York* выпускает депозитарные расписки на кастодиальный счет владельца/брокера.

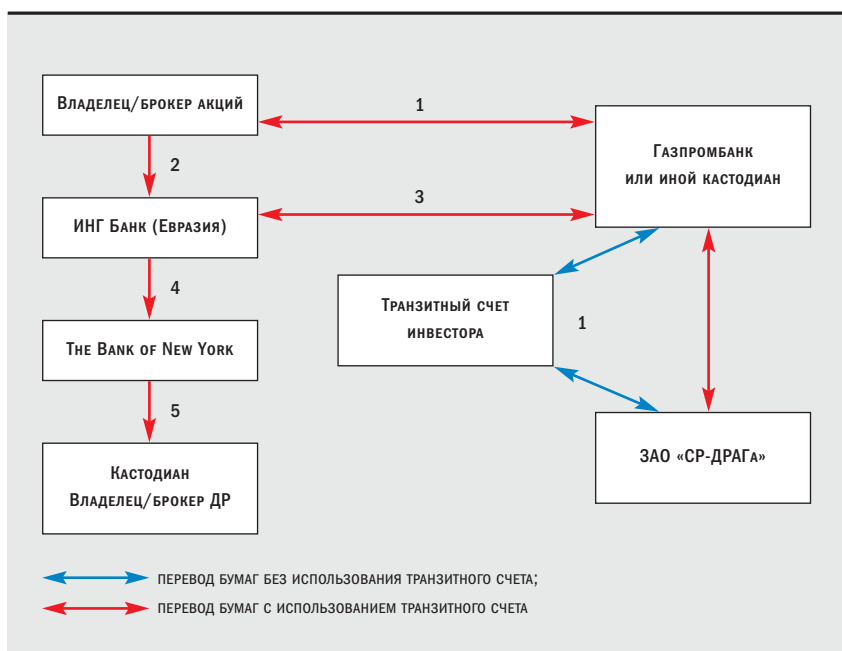
Решение о повышении уровня ДР Газпрома сделало еще более доступными акции газового холдинга и повысило их ликвидность. Если раньше стоимость 1 АДР составляла в среднем 100 долл., то после дробления 1 расписка стоит около 40 долл.

Спрэд между АДР и внутренними акциями практически снизился до нуля (рис. 2).

## СООБЩЕНИЕ MSCI

Новая программа АДР позволила американскому инвестиционному банку *Morgan Stanley* увеличить долю Газпрома в своих индексах: в *MCSI Emerging Markets* — с 0,38 до 2,45%, в *MCSI Russia* — с 5,85 до 29,15%. Решение о ребалансировке всту-

Рисунок 1. ЭТАПЫ ВЫПУСКА ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК НА АКЦИИ ГАЗПРОМА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ И БЕЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ТРАНЗИТНОГО СЧЕТА



Источник: Газпромбанк.



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Александр Разуваев**

начальник аналитического отдела ФК «Мегатрастойл»,  
канд. экон. наук

**Как Вы оцениваете проведенное Газпромом повышение программы депозитарных расписок до первого уровня? Каковы дальнейшие шаги по развитию внешнего рынка?**

Газпром снял все ограничения на обращение своих ценных бумаг, сделал депозитарные расписки более привлекательными для иностранных инвесторов. Естественно, данный фактор был важнейшим для динамики котировок акций, именно данное событие стало основой переоценки газового холдинга до 300 млрд долл.

Сейчас на рынке идет достаточно жесткая коррекция. Однако вес Газпрома в индексах *MSCI* еще не достиг целевых значений. Поэтому действия, направленные на повышение привлекательности Газпрома в глазах мирового финансового сообщества, еще окажут поддержку капитализации компании. В долгосрочном плане возможно появление бумаг Газпрома на *NYSE*.

Об этом в прошлом году говорил менеджмент компании, и для реализации данных планов есть все предпосылки. Газпром является «витриной» современного российского капитализма.

**Какие факторы в среднесрочной перспективе будут оказывать наибольшее существенное влияние на рынок акций Газпрома?**

В июле ожидается появление международной отчетности газового холдинга за прошлый год. Рынок также ждет новых приобретений Газпрома в нефтяном и электроэнергетическом секторе. Существенное влияние будет оказывать и динамика мировой фондовой конъюнктуры. На мой взгляд, в текущем году мы увидим серьезный подъем российского рынка. Котировки Газпрома достигнут коридора в 14–16 долл. за акцию. В долгосрочном плане важнейшее значение будут иметь экспортные цены на газ, которые следуют за мировой нефтяной конъюнктурой.

пило в силу 1 июня 2006 г. Одновременно был проведен первый этап увеличения в индексе количества акций Газпрома с более высоким коэффициентом иностранного участия *FIF* (*foreign inclusion factor*) и изменилась методика расчета цен на акции. Планируется, что цена акции «Газпрома» в дальнейшем будет рассчитываться не по стоимости АДР, а по местной цене на акцию по состоянию на 31 мая 2006 г. *MSCI* исключит из индекса АДР Газпрома с коэффициентом 0,3 и добавит котирующиеся в РТС акции с *FIF* 0,2.

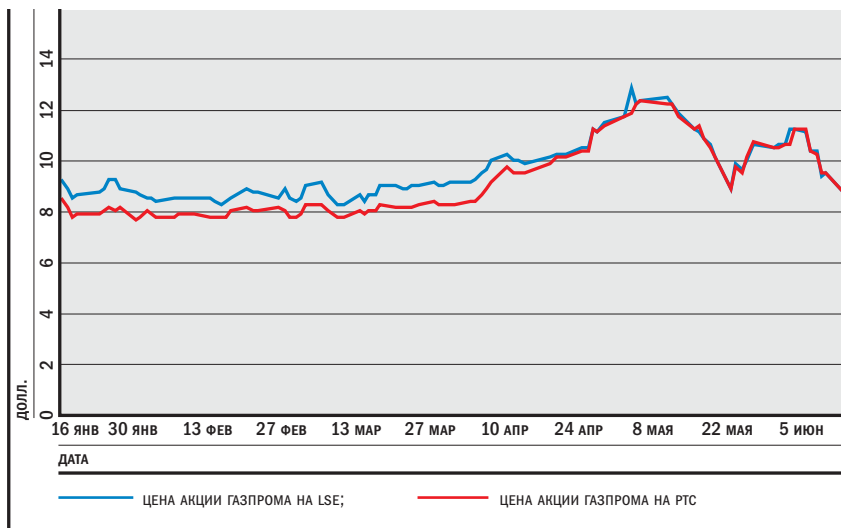
В результате российский газовый холдинг будет иметь в индексах самый большой вес, опередив корейскую компанию *Samsung*, вес которой составляет 4%.

## РЕАКЦИЯ РЫНКА

Ожидания инвесторов относительно повышения уровня программы депозитарных расписок, решение *Morgan Stanley* о пересмотре индекса *MSCI*, а также благоприятная ситуация на ми-

Однако закрепиться на достигнутых уровнях не удалось, и меньше чем за 10 дней Газпром потерял 88 млрд долл. своей стоимости. С 10 по 22 мая капитализация крупнейших отечественных компаний снизилась в среднем на 25%. По мнению многих аналитиков, резкое снижение котировок на российском фондовом рынке в целом и рынка акций Газпрома в частности объясняется не столько разочарованием инвесторов в компании, сколько следствием общих тенденций, развивающихся на мировых рынках. Ничего удивительного нет в том, что после продолжительного роста наступило падение. Большинство индексов развивающихся рынков, значительно выросших с начала года, в среднем упали на 10–15%. Например, бразильский индекс *Bovespa* упал на 15%, индийский индекс *Sensex* – на 17%, индонезийский фондовый индекс *Indonesia Composite Index* – на 17%. Когда начинается коррекция, уровень корреляции между рынками значительно повышается. Так, аналитики компании *Hermitage Capital Management* установили, что с 10 по 22 мая корреляция между индексом РТС и индексом *MSCI Emerging Markets Index* равнялась 99%, между РТС и турецким индексом *XU100* – 96%, между РТС и бразильским индексом *Real* – 91%. До начала коррекции корреляция между РТС и названными индексами была значительно ниже – 48,35 и 34% соответственно.

Рисунок 2. ДИНАМИКА АДР ГАЗПРОМА НА LSE И РТС (С 10 ЯНВАРЯ ПО 31 МАЯ 2006 Г.)

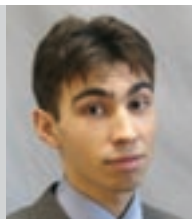


Предполагается, что в августе этого года в ходе второй фазы пересмотра вес Газпрома в индексе *MSCI Emerging Markets* увеличится до 4,79%, в индексе *MSCI Russia* – до 45,14%.

ровых финансовых рынках привели к значительному росту котировок Газпрома – за период с 5 апреля по 10 мая капитализация компании выросла на 100 млрд долл.

## ДАЛЬНЕЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Включение акций Газпрома в состав индекса *MSCI* незначительно активизиро-



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Тимур Хайрулин**  
аналитик ИК «Финам»

Повышение уровня депозитарных расписок Газпрома позитивно для акций компании. Депозитарные расписки на 35% обыкновенных акций смогут свободно обращаться на внебиржевом фондовом рынке США, а также на европейских фондовых рынках. Также это даст возможность конвертации обыкновенных акций Газпрома в депозитарные расписки. Подобное изменение сделает акции российской компании более доступными для западных инвесторов.

Важным следствием либерализации рынка акций компании станет пересмотр веса Газпрома в индексе *MSCI Emerging Markets*, который возрастет с 0,38 до 4,79% к концу года. Увеличение доли Газпрома в индексе *MSCI*, на который ориентируется часть зарубежных институциональных инвесторов, приведет к дополнительному спросу на акции компании. В среднесрочной перспективе наиболее существенное влияние на динамику акций

Газпрома, помимо последствий либерализации рынка акций, будут оказывать конъюнктура на рынке углеводородов, и успехи (или неудачи) Газпрома в достижении договоренностей с западными компаниями по совместной разработке Штокмановского и Южно-Русского месторождений.

Также стоит понимать, что динамика акций Газпрома зависит не только от внутренних факторов. В частности, в последнее время все большее влияние на акции Газпрома оказывают внешние факторы. Тенденция к росту процентных ставок в мире негативна как для товарных рынков, так и для развивающихся фондовых рынков. При этом нисходящую динамику демонстрируют и индексы фондовых рынков развитых стран, что обусловлено происходящими процессами перераспределения ликвидности в сегмент денежных и долговых инструментов. В таких условиях даже значимые успехи газового монополиста могут быть проигнорированы рынком.

вало покупки бумаг газового холдинга. В ходе торгов 1 июня акции прибавили около 2%, но к концу дня начались провалы и цены на бумагу вышли в ноль. Планы *Morgan Stanley* по изменению ин-

активы и акции прежде всего развивающихся рынков, снижение которых в последнее время приобрело лавинообразный характер. В результате с 1 по 8 июня индекс РТС снизился на 7%, и сейчас до-

ния цен на газ для Украины и Белоруссии. Президент Украины В. Ющенко сообщил на встрече в Донецке, что повышение цен на газ неизбежно. Газпром ведет переговоры о повышении расценок на газ до 200 долл. за 1 тыс. куб. м.

8 июня 2006 г. стало известно, что с 2007 г. газ в Белоруссию будет также продаваться по цене 200 долл. за 1 тыс. куб. м. По словам представителей Газпрома, сохранение цены на газ на прежнем уровне для Белоруссии возможно только при достижении дополнительных договоренностей на высшем, а не на корпоративном уровне.

Напомним, что в конце апреля правительство Газпрома одобрило уточненный бюджет компании, который предусматривает получение дополнительных доходов от продажи газа на сумму 270,6 млрд руб. Часть этих средств (около 100 млрд руб.) пойдет в бюджет в виде выплаты экспортной пошлины и налога на прибыль, а также на выплату дивидендов сверх первоначального плана (около 10 млрд руб.). Также сверхдоходы пойдут на погашение займов, взятых на покупку Сибнефти. На сегодняшний день погашено 10,5 млрд из 13 млрд долл. ■

## В среднесрочной перспективе существенное влияние на динамику акций Газпрома будет оказывать конъюнктура на рынке углеводородов.

декса *MSCI* были ожидаемы рынком, и текущие уровни цен учитывают интерес западных фондов к акциям газового концерна.

В настоящее время российский фондовый рынок стоит на перепутье. Главный вопрос состоит в том, будет ли новая волна снижений? И если будет, то насколько глубокой? Не добавляет оптимизма повышение процентной ставки в Корее и Турции, вследствие чего ведущие азиатские индексы снижаются.

В условиях глобального ужесточения денежной политики международные инвесторы пересматривают рискованные премии и сокращают долю вложений в сырьевые

вольно трудно прогнозировать дальнейшее развитие ситуации. Скорее всего, в ближайшие месяцы нас ждут разнонаправленные колебания.

Снятие ограничений на операции с ценными бумагами Газпрома облегчило не только ввод, но и вывод средств, что в долгосрочной перспективе может привести к повышению волатильности котировок (в мае акции Газпрома были одними из самых волатильных).

В среднесрочной перспективе существенное влияние на динамику акций Газпрома будет оказывать конъюнктура на рынке углеводородов. В настоящее время активно обсуждаются вопросы повыше-



### КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Андрей Рожков**

аналитик Инвестиционной группы «Капиталь»

Последние четыре недели на российском рынке акций наблюдается нисходящий тренд, ставший логическим продолжением сильного восходящего тренда, наблюдаемого уже 1,5 года. Причиной коррекции стали возросшие инфляционные риски и, как следствие, ужесточение денежно-кредитной политики США, выразившееся в повышении стоимости заимствований. Вместе с тем падение цен на сырьевые товары привело к уменьшению привлекательности акций соответствующих предприятий.

В настоящее время, когда, по всей видимости, основная часть нисходящего тренда уже реализовалась, можно ожидать более слабого снижения. Однако волатильность цен акций, вероятно, останется еще довольно высокой, причем изменение будет зависеть по большей части от внешних факторов — конъюнктуры рынка нефти и металлов, а также от экономической статистики США, которая будет формировать ожидания инвесторов в отношении дальнейших шагов денежно-кредитной политики ФРС США.

На наш взгляд, в качестве бумаг, восстановление которых будет наиболее активным после завершения нисходящего тренда, можно выделить акции Газпрома и ЛУКОЙЛа из «первого эшелона» и бумаги ВСМПО-Ависмы, Северстали из «второго эшелона». Наши ожидания обусловлены сырьевой направленностью и монополистическим положением Газпрома, в то время как для ЛУКОЙЛа, помимо сырьевой принадлежности, важными являются четкая стратегия развития бизнеса и стремление улучшать корпоративную политику.

Немало значит и интерес стратегического инвестора *ConocoPhillips* к акциям компании.

Для выделенных предприятий «второго эшелона» фактором поддержки выступает сильное, почти монопольное положение компании в отрасли при законтрактованном спросе крупных потребителей. Акции Северстали могут демонстрировать динамику лучше остальных компаний сектора и лучше рынка, поскольку перспектива объединения с европейской *Arcelor* ставит компанию в один ряд с европейскими производителями металла.

Мы полагаем, что в ближайшие недели снижение российского рынка акций может продолжиться. Такая динамика может быть обусловлена выводом средств западных хеджевых фондов с сегмента развивающихся рынков по причине ожиданий повышения ставки ФРС США и удорожания кредитных заимствований. На наш взгляд, размеры падения окажутся меньшими, чем в начале нисходящей волны коррекции. При этом индекс РТС может опуститься до 1050–1100 пунктов. Поддержку рынку акций будет оказывать высокая рублевая ликвидность российских инвесторов. Однако в условиях низкой деловой активности в летние месяцы интерес к бумагам компаний может существенно сократиться, вследствие чего более характерным окажется боковая динамика цен бумаг. Такой сценарий динамики рынка на летний период согласуется с нашим прогнозом, в соответствии с которым мы ожидаем значение индекса РТС на конец 2006 г. на уровне 1550 пунктов.