УРАЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебник

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебник

Под общей редакцией В. А. Татьянникова

Рекомендован Советом
по учебно-методическим вопросам и качеству образования
Уральского государственного экономического университета
в качестве учебника для обучающихся высших учебных заведений
по направлениям подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление»

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2019

УДК 336.761(075.8)
ББК 65.264я73
Р95

А в т о р ы:
В. А. Татьянников (предисловие, гл. 1, 6, 10, 11, 13, 15);
Е. А. Разумовская (гл. 2, 4);
Т. В. Решетникова (гл. 3, 8, 14);
Ю. В. Куваева (гл. 5, 7, 12);
М. И. Львова (гл. 9)

Р е ц е н з е н т ы:
кафедра банковского дела и предпринимательства
ФГБОУ ВО «Государственный университет управления»
(протокол № 3 от 26 сентября 2019 г.);
директор научно-образовательного центра «Финансы»
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова»,
доктор экономических наук, профессор *А. И. Болвачев*

П о д о б щ е й р е д а к ц и е й
канд. экон. наук, доц. В. А. Татьянникова

Р95 **Рынок** ценных бумаг : учебник / [В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова, Ю. В. Куваева, М. И. Львова] ; под общ. ред. В. А. Татьянникова ; М-во науки и высшего обр. Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. – 496 с.

ISBN 978-5-7996-2758-4

Учебник затрагивает многие аспекты рынка ценных бумаг. В нем наиболее полно отражены как классические подходы к роли рынка ценных бумаг в экономике страны, его участникам и видам обращающихся на нем финансовых активов, так и современные тенденции, связанные с новыми финансовыми инструментами и технологиями. Опираясь на мировой опыт развития фондовых рынков, авторы подробно исследовали становление и развитие российского рынка ценных бумаг.

В учебнике учтены все новации законодательства по рынку ценных бумаг на момент его издания, многие вопросы рассматриваются с учетом альтернативной точки зрения, особенно где это касается неустоявшейся практики появления новых финансовых инструментов и технологий их обращения.

Каждая глава имеет самостоятельную направленность и практическую значимость, но общим для всех глав является достижение главной цели инвестирования – обеспечить реальную возможность появления в России финансово грамотного инвестора, совершающего операции осознанно на потенциально перспективном национальном рынке ценных бумаг, что в конечном итоге должно привести не только к улучшению качества и уровня жизни самих инвесторов, но и обеспечить рост экономики страны.

Учебник предназначен для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлениям подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление».

Библиогр.: 80 назв. Рис. 67. Табл. 39.

УДК 336.761(075.8)
ББК 65.264я73

Книга издана при финансовой поддержке ООО «УГМК»

ISBN 978-5-7996-2758-4

© Уральский государственный экономический университет, 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие 6

Глава 1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ
КАК СФЕРА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ 9
1.1. Финансовый рынок и рынок ценных бумаг 9
1.2. Основная цель функционирования рынка ценных бумаг 16
1.3. Основные заемщики и поставщики капитала на рынке ценных бумаг 18
1.4. Классификация рынка ценных бумаг 22
1.5. Функции рынка ценных бумаг 28
1.6. Механизм функционирования рынка ценных бумаг 30
1.7. Индексы фондовых рынков 31

Глава 2. ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ 39
2.1. Понятие ценной бумаги 39
2.2. Ценная бумага как фиктивный капитал 42
2.3. Основные характеристики ценной бумаги как экономической категории 45
2.4. Классификация ценных бумаг 51

Глава 3. СТРУКТУРА И УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 62

Глава 4. ЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ 72
4.1. Акция 72
4.1.1. Понятие, категории, типы и разновидности акций 72
4.1.2. Анализ инвестиционных характеристик акций 76
4.2. Облигация 83
4.2.1. Понятие, сущность, виды и классификация облигаций 83
4.2.2. Корпоративные облигации 87
4.2.3. Биржевые облигации 91
4.2.4. Коммерческие облигации 92
4.2.5. Еврооблигация 94
4.2.6. Показатели доходности облигаций 97
4.3. Депозитарная расписка 100
4.4. Опцион эмитента 105

Глава 5. НЕЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ 112
5.1. Вексель 112
5.2. Чек 119
5.3. Банковский сертификат 121
5.4. Инвестиционный пай 124
5.5. Коносамент 126
5.6. Складское свидетельство 131
5.7. Закладная 133

5.8. Ипотечный сертификат участия ... 136
5.9. Клиринговый сертификат участия ... 138
5.10. Цифровое свидетельство ... 140

Глава 6. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ... 143
6.1. Рынок производных финансовых инструментов, его участники ... 143
6.2. Основные виды производных финансовых инструментов ... 148
6.3. Ценообразование фьючерсных и опционных контрактов ... 168
6.4. Хеджирование финансовыми фьючерсными и опционными контрактами ... 177
6.5. Клиринг и расчеты на биржевом рынке стандартных контрактов ... 181

Глава 7. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ ... 188
7.1. История появления, сущность и роль государственных ценных бумаг ... 188
7.2. Концепция государственного долга: теоретические аспекты и практическая реализация ... 189
7.3. Классификация и виды государственных (муниципальных) ценных бумаг ... 197
7.4. Управление государственным долгом ... 217
7.5. Облигации Банка России ... 223

Глава 8. ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ... 228
8.1. Виды услуг на рынке ценных бумаг, выполняемых профессиональными участниками ... 228
8.2. Брокерская деятельность ... 230
8.3. Дилерская деятельность ... 239
8.4. Деятельность форекс-дилера ... 241
8.5. Деятельность по управлению ценными бумагами ... 246
8.6. Деятельность по инвестиционному консультированию ... 252
8.7. Депозитарная деятельность ... 255
8.8. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг ... 262
8.9. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) ... 267
8.10. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг ... 273

Глава 9. ИНСТИТУТЫ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ... 282
9.1. Понятие коллективного инвестирования, признаки и характерные черты ... 282
9.2. Акционерные инвестиционные фонды ... 283
9.3. Паевые инвестиционные фонды ... 285
9.4. Негосударственные пенсионные фонды ... 293
9.5. Кредитные потребительские кооперативы ... 299

Глава 10. ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ ... 304
10.1. Инвестиционный портфель: понятие, сущность, классификация типов и видов ... 304
10.2. Основные принципы портфельного инвестирования ... 310

10.3. Доходность и риски портфеля, способы оценки и измерения инвестиционных рисков ... 313
10.4. Модель оценки стоимости активов (CAPM) ... 324
10.5. Оценка эффективности управления портфелем ценных бумаг ... 330
10.6. Применение фундаментального и технического анализа при формировании портфеля ценных бумаг ... 333

Глава 11. ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ... 340
11.1. Понятие первичных рынков ценных бумаг ... 340
11.2. Эмиссия ценных бумаг ... 347
11.2.1. Особенности эмиссии отдельных видов ценных бумаг ... 353
11.3. Размещение ценных бумаг ... 365
11.4. Проспект эмиссии и раскрытие информации на рынке ценных бумаг ... 372

Глава 12. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ ... 386
12.1. Понятие вторичного рынка ценных бумаг ... 386
12.2. Рейтинг ценных бумаг ... 388
12.2.1. Листинг ценных бумаг ... 399
12.3. Основные виды сделок на вторичном рынке ... 403
12.3.1. Сделки купли-продажи на рынке ценных бумаг ... 403
12.3.2. Маржинальные сделки ... 404
12.3.3. Операции РЕПО ... 412

Глава 13. ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ... 419
13.1. Теоретические основы интернет-трейдинга на рынке ценных бумаг ... 419
13.2. Системы интернет-трейдинга и виды приказов на рынке ценных бумаг ... 422
13.3. Мобильные приложения для интернет-трейдинга ... 427
13.4. Автоследование на рынке ценных бумаг ... 431

Глава 14. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ... 435
14.1. Государственное регулирование ... 435
14.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг ... 454

Глава 15. СОВРЕМЕННЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ ... 466
15.1. Структурные (структурированные) цифровые продукты ... 466
15.2. Финансовые технологии на рынке ценных бумаг ... 471

Список рекомендуемой литературы ... 486

Список основных сокращений ... 492

ПРЕДИСЛОВИЕ

Вхождение России в мировую систему хозяйственных и финансовых отношений предполагает не только необходимость развития собственной инфраструктуры, соответствующей рыночным принципам хозяйствования, но и практическое, непосредственное участие на едином рынке финансовых услуг. За годы формирования рыночной экономики сделано многое, но до сих пор не удалось масштабно задействовать механизм финансирования экономики страны через инструменты рынка ценных бумаг с привлечением населения как частного инвестора.

Основные направления развития финансовых технологий на период до 2020 г. определяют основные цели и задачи развития инновационных технологий на финансовом рынке Российской Федерации, среди которых поддержка инноваций и обеспечение доступности финансовых продуктов и услуг для населения и бизнеса, что в перспективе будет способствовать устойчивому развитию и повышению конкурентоспособности финансового сектора.

Классификация инвесторов от особо защищаемых до профессиональных еще раз вскрывает проблему отношения каждого из них к финансовым рискам. Ограничения на покупку ценных бумаг, несущих в себе неустранимые систематические (рыночные) риски, позволят неквалифицированным инвесторам адаптироваться к рынку и набрать со временем необходимый опыт.

Изменчивость (волатильность) финансовых рынков в современных условиях возрастает, периодичность финансовых кризисов становится более частой. Государственные регуляторы мировых финансовых рынков, в том числе российский мегарегулятор – ЦБ РФ, предпринимают меры по стабилизации рынка ценных бумаг, предлагают новые финансовые инструменты с предсказуемыми инвестиционными характеристиками (облигации) и льготными условиями налогообложения, например, купонного дохода.

Авторы учебника обобщили непродолжительную по времени существования, но крайне значимую для отечественной практики систему инвестирования свободных денежных средств в ценные бумаги.

Теоретической и методологической базой написания учебника послужили труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, посвященные анализу рынка ценных бумаг, его инструментов, участников и технологий.

Авторы руководствовались законодательными и нормативными актами Российской Федерации по вопросам регулирования рынка ценных бумах, организаторов торговли и других видов профессиональной деятельности, а также различными методическими и справочными материалами, внутренними нормативными документами ПАО «Московская биржа». В качестве информационной базы использовались статистические данные торговых сессий, материалы саморегулируемых организаций (НАУФОР).

Большой опыт авторов в области финансовых рынков поможет студентам, аспирантам, специалистам фондового рынка глубже вникнуть в технологии хед-

жирования рисков, формирования и управления портфелями ценных бумаг, использования в своей практической деятельности интернет-трейдинговых систем заключения сделок с ценными бумагами.

Проведенный анализ системы инвестирования, связанной со взаимоотношениями инвесторов и эмитентов по поводу выпуска и обращения ценных бумаг, получения дивидендов, других фиксированных доходов, а также исследование действий профессиональных участников рынка ценных бумаг по отношению к своим клиентам (инвесторам) будет полезен для всех студентов, поможет им освоить компетенции по изучаемой дисциплине.

Трудно представить в настоящее время инвестора, который бы направил свои свободные денежные средства в какой-либо один актив и не рассматривал бы другие альтернативные возможности инвестирования. Даже сберегая денежные средства от инфляции по договору депозитного вклада, вкладчик задумывается: в какой валюте открыть вклад или, быть может, открыть обезличенный металлический счет, или индивидуальный инвестиционный счет? Все эти вопросы сводятся к главному – инвестор стремится сформировать портфель активов таким образом, чтобы получить доход от инвестирования в меняющихся рыночных условиях, которые по-разному, в том числе негативно, могут влиять на ценообразование входящих в портфель инструментов инвестирования.

По мере выполнения первой задачи перед инвестором встает второй вопрос: можно ли своими действиями повлиять на снижение рисков, входящих в портфель активов. Когда портфель сформирован, инвестор ставит задачу защитить свой портфель от обесценения – от снижения цен, входящих в него активов. Нельзя забывать и о противоположной ситуации: инвестор готовится сформировать инвестиционный портфель и перед ним стоит задача зафиксировать приемлемые цены раньше, чем будет сформирован сам портфель реальных активов, чтобы обезопасить себя от их роста. Оба варианта проблем разрешаются с помощью использования производных финансовых инструментов, главная функция которых – защитить инвестора от неблагоприятного изменения цен базовых активов.

Следует подчеркнуть, что в связи с повышенной волатильностью товарных и финансовых рынков инвесторы, работающие в условиях финансовой нестабильности и разбалансированности ценообразования активов, обязаны обращаться к инструментам страхования рисков от неблагоприятного изменения цен на эти активы гораздо чаще, чем это было 15–20 лет назад.

В учебнике представлена подробная характеристика субъектов рынка ценных бумаг с выделением в их составе профессиональных участников: брокеров, дилеров, форекс-дилеров, управляющих, депозитариев и регистраторов. Анализируются основные аспекты соответствующих видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, их законодательного и нормативного регулирования в Российской Федерации. Рассмотрены вопросы лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, их внутреннего контроля, обязательные требования, предъявляемые к величине их собственных средств, квалификации и профессиональному опыту работы их сотрудников. Показана роль са-

морегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг в современных условиях.

Интернет-технологии в области операций с ценными бумагами чрезвычайно перспективны, и поэтому данный этап развития брокерских услуг можно смело назвать эволюционным.

Для брокеров введение услуги интернет-трейдинга становится модой: практически каждая брокерская компания предоставляет их клиентам. Российская система интернет-торговли не является замкнутой и постепенно интегрируется в глобальную систему электронных фондовых рынков, что вполне естественно с учетом современных процессов мировой глобализации.

Использование интернет-технологий в процессе купли-продажи ценных бумаг значительно упрощает процесс заключения сделок, что очень заманчиво для тех инвесторов, которые ранее на рынке не работали, кроме того, появляется возможность вовлечения в работу фондового рынка большого количества мелких инвесторов.

Увеличение массы мелких инвесторов происходит объективно, во-первых, потому что повышается доступность электронного рынка ценных бумаг, а во-вторых, Интернет – это широкое информационное поле, и современные системы интернет-трейдинга предоставляют клиенту возможности отслеживать состояние портфеля в режиме реального времени, при этом приказы брокеру можно отдавать так же, как и раньше, – по телефону.

Учебник подготовлен с учетом новых тенденций развития финансовых рынков и современных требований к подготовке специалистов для работы на рынке ценных бумаг. Книга не только содержит весь необходимый теоретический материал по данному курсу, но и направлена на формирование практических навыков: проведение классификации ценных бумаг; исчисление доходности по операциям с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами; определение цены акций, облигаций и других видов ценных бумаг; применение различных методов технического анализа для определения наступающего перелома тенденции или ее продолжения.

Перспективы развития российского рынка ценных бумаг огромные, овладение большинством инвесторов практическими навыками инвестирования в ценные бумаги и финансовые инструменты позволит открыть канал финансирования экономики страны, альтернативный банковскому кредитованию.

Авторами глав учебника «Рынок ценных бумаг» являются: В. А. Татьянников (предисловие, гл. 1, 6, 10, 11, 13, 15), Е. А. Разумовская (гл. 2, 4), Т. В. Решетникова (гл. 3, 8, 14), Ю. В. Куваева (гл. 5, 7, 12), М. И. Львова (гл. 9).

Авторский коллектив выражает глубокую признательность и благодарность высокопрофессиональным специалистам Центрального банка РФ и НАУФОР за организацию конференций, деловых встреч, круглых столов с приглашением профессорско-преподавательского состава кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета, посвященных развитию российского финансового рынка и одного из самых перспективных его сегментов – рынка ценных бумаг.

Глава 1

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СФЕРА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

1.1. Финансовый рынок и рынок ценных бумаг

Рыночная экономика представляет собой совокупность рынков. Одним из них является финансовый, который решает задачу распределения денежных средств между участниками экономических отношений. Вместе с тем сам финансовый рынок состоит их отдельных самостоятельных сегментов:

– рынка ценных бумаг;
– кредитного рынка;
– валютного рынка;
– рынка страхования;
– рынка золота.

Наиболее близкими по своей экономической сущности, по функциональным критериям являются кредитный рынок и рынок ценных бумаг как две важнейшие составные части финансового рынка. Это два конкурирующих между собой рынка. И кредитный рынок, и рынок ценных бумаг решают идентичные финансовые задачи: кредитование (финансирование) субъектов экономический отношений, а в итоге – экономики страны.

Переход в 70-е гг. прошлого века на монетарную модель развития потребительского общества, в основе которой лежит система плавающих валютных курсов, привел к резкому увеличению объемов валютного рынка и некоторому умалению рынка золота, значение которого пока остается весомым.

Понятие финансового рынка сложно и многогранно, поэтому точек зрения ученых на толкование данного термина очень много.

Западные ученые и специалисты придерживаются точки зрения, что финансовый рынок – это рынок, на котором осуществляются сделки по покупке и продаже финансовых требований или сделки по их обмену. Под финансовыми требованиями рассматриваются: закладные, облигации, передаваемые вкладные сертификаты, акции, т. е. финансовый рынок представляется в большей степени как рынок ценных бумаг.

Большинство теоретиков и практиков ассоциируют финансовый рынок с реализацией одной из его основных функций – распределением (перераспределением) капиталов. В этом ключе можно найти множество толкований термина «финансовый рынок».

Финансовый рынок – это рынок, на котором осуществляется перераспределение свободных денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами.

Финансовые активы – национальная и иностранная валюты в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, а также золото, ценные бумаги и про-

изводные финансовые инструменты. На основе спроса и предложения формируется цена. Финансовый рынок служит механизмом перемещения потоков денежных сбережений от домашних хозяйств к компаниям, инвестирующим капиталы в свое развитие.

На финансовом рынке происходит консолидация мелких, разрозненных денежных средств в денежный поток, направляемый на цели развития экономики. Ситуация на рынке меняется, меняются и предпочтения инвесторов, в таком случае речь идет о перераспределении свободных денежных средств между отраслями, компаниями.

С учетом классического экономического подхода *финансовый рынок* можно рассматривать как совокупность рыночных экономических отношений и институтов, обеспечивающих функционирование механизма мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов между различными субъектами в различных отраслях и на разных рынках.

Такой подход может быть дополнен, когда в определении будут отражены дополнительно отношения между конкретными заемщиками и поставщиками капитала через осуществление ими операций с финансовыми инструментами. В результате финансовый рынок будет содержать в своем полном определении как экономические, так и институциональные, функциональные, а также правовые атрибуты.

Таким образом *финансовый рынок* – это совокупность рыночных отношений, обеспечивающих мобилизацию и перераспределение временно свободных денежных средств хозяйствующих субъектов, государства и населения путем осуществления операций с финансовыми инструментами.

Распределение денежных средств происходит так, что сам финансовый рынок выступает одновременно источником финансирования и средством инвестирования капитала.

Современное понимание природы финансовой системы не ограничивается сведением ее к классическим формам аккумуляции, распределения и перераспределения финансовых потоков.

Финансовая система – это институциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и, что не менее важно, именно она определяет выбор направлений последующего использования инвестиций.

Распределение ресурсов происходит на финансовых рынках посредством инвестиционных институтов, осуществляющих различные посреднические функции.

Для современной рыночной экономики финансовый рынок является центральным звеном. Это чрезвычайно сложная инфраструктура, где множество финансовых посредников оперируют разнообразными финансовыми инструментами и выполняют широкий набор функций по обслуживанию и управлению экономическими процессами.

В мире известны три наиболее общих *типа финансовых посредников*, которые представлены на рис. 1.

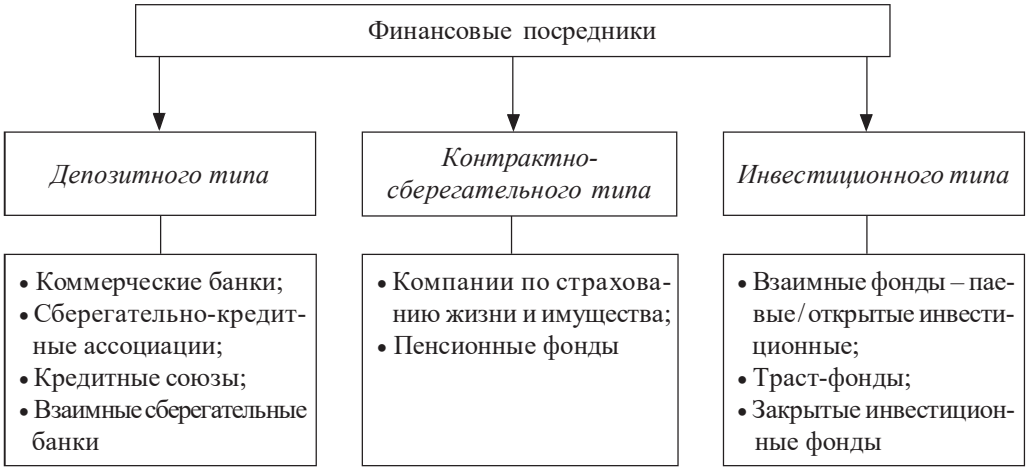


Рис. 1. Типы финансовых посредников

Рынок ценных бумаг занимает существенную долю финансового рынка и является важнейшей составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые в совокупности и составляют финансовый рынок.

Таким образом, рынок ценных бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, но эти рынки объединены по признаку срочности (краткосрочный денежный рынок и средне-долгосрочный рынок капиталов).

На денежном рынке происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности. Это рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года). Денежный рынок обслуживает главным образом движение оборотных капиталов компаний, краткосрочной ликвидности банков и государства. На денежном рынке обращаются валюты и краткосрочные долговые инструменты, к нему же относятся депозиты и кредиты. Поэтому в сегментации финансового рынка некоторые авторы вместо валютного рынка рассматривают более широкую составляющую – денежный рынок, включающий в себя валюты, а другие – дополнительно к валютному рынку рассматривают еще и денежный рынок (структура финансового рынка представлена на рис. 2).

Денежный рынок развивается в России стремительно. Создание нового сегмента денежного рынка – рынка обеспеченных денег (*cash driven repo*) привело к появлению и практическому использованию в качестве обеспечения по сделкам РЕПО нового вида ценной бумаги – клирингового сертификата участия (КСУ). КСУ – неэмиссионная ценная бумага, выдаваемая НКО НКЦ – Национальный клиринговый центр (АО) в обмен на активы, вносимые участником клиринга в имущественный пул (рис. 3).

КСУ решает задачу повышения ликвидности, удлинения сроков сделок на денежном рынке, обеспечиваемых гарантией центрального контрагента, который минимизирует влияние рыночного и кредитного риска на формирующуюся ставку, а также поддерживается маркет-мейкерами на всех сроках.

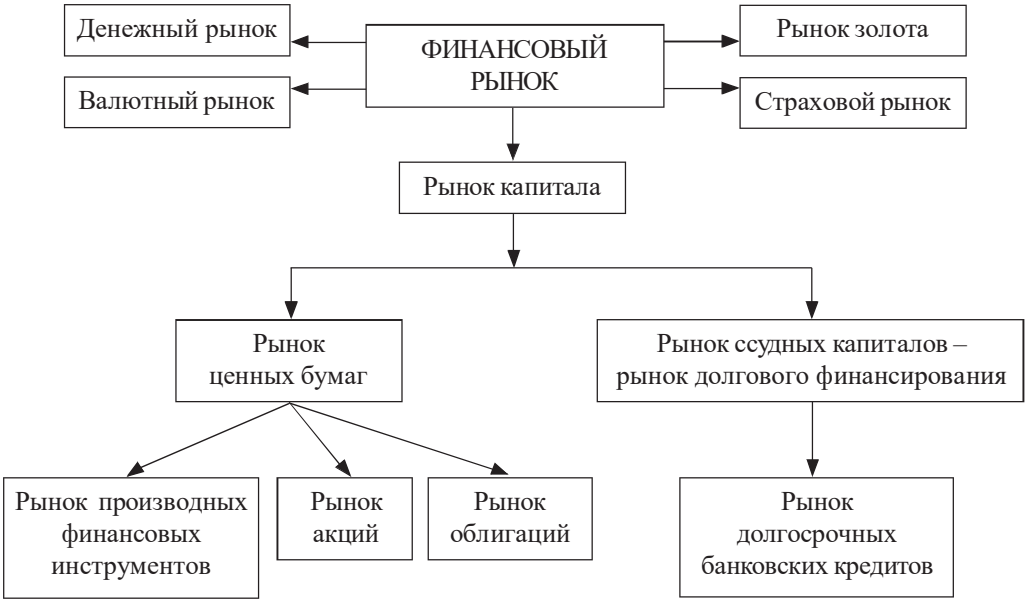


Рис. 2. Структура финансового рынка

Участник клиринга
Внесение ценных бумаг и денежных средств на ТКС пула

НКЦ формирует пул и выдает КСУ

Участник пула

Рис. 3. Имущественные пулы КСУ

Рынок капиталов – это рынок долгосрочных операций, обеспечивающих формирование собственного (акционерного) капитала, привлечение инвестиций. На рынке капиталов представлены такие инструменты, как государственные облигации, облигации и акции акционерных обществ, паи и акции инвестиционных фондов и другие финансовые инструменты для инвестирования.

Денежный рынок и рынок капиталов различается по функциям, инструменты могут и совпадать (например, облигации).

Функции рынка капиталов: формирование и перераспределение капиталов, определение рыночной стоимости компаний, инвестирование и спекулирование.

Самый ликвидный актив – это деньги в форме банкнот и остатков на счетах. Дальнейшая иерархия ликвидности активов может быть представлена следующими активами:

– краткосрочные государственные ценные бумаги (ГКО);

– краткосрочные коммерческие долговые обязательства (векселя, облигации и др.) первоклассных корпораций.

Сегмент денежного рынка – межбанковский рынок (рынок межбанковских кредитов), на нем происходит перераспределение коротких и сверхкоротких банковских ресурсов практически в режиме онлайн. Основные участники – банки, в том числе центральные банки в рамках реализации денежно-кредитной политики. Стерилизация денежной массы (связывание избыточных ресурсов в собственные депозиты и облигации) или, наоборот, расширение денежного предложения через каналы рефинансирования, операций на открытом рынке и валютных интервенций.

Функция денежного рынка – регулирование ликвидности. Центральный банк осуществляет мониторинг процентных ставок на нем. При их росте и недостатке ликвидности он расширяет операции рефинансирования, проводит интервенции в национальной валюте, покупает ценные бумаги, тем самым увеличивает денежную массу и стабилизирует ставки.

Избыток ликвидных средств ведет к росту спроса на иностранную валюту, товары, другие доходные активы, что приводит к инфляции. Центральный банк продает иностранную валюту, ценные бумаги, размещает избыточные резервы коммерческих банков на своих депозитных счетах.

Принципиальное отличие денежного рынка от рынка капиталов – в ликвидности активов и сроках исполнения обязательств.

По экономическому содержанию рынок ценных бумаг есть система, обеспечивающая условия для обмена финансовыми активами посредством выпуска и обращения ценных бумаг.

Существует и такая точка зрения, когда финансовый рынок рассматривают через призму рынка ценных бумаг, дополненного рынком ссудного капитала, состоящим из денежного и кредитного рынков.

Рынок ссудного капитала – совокупность денежных отношений, направленных на мобилизацию свободных денежных средств и предоставляющих их в ссуду в системе финансового рынка.

Денежный рынок – рынок платежных средств, включающий наличные деньги и безналичный платежный оборот.

В данном определении основное внимание уделено только двум сегментам финансового рынка – рынку ценных бумаг и кредитному рынку.

Кредитный рынок перераспределяет временно свободные денежные средства и создает новые денежные средства с помощью банковских кредитов, предоставляемых на обязательных условиях срочности, платности, возвратности.

Но с какой бы стороны не рассматривали сущность финансового рынка, нет ни одного подхода, где бы не присутствовал один из его ключевых сегментов – рынок ценных бумаг.

В классическом виде рынок ценных бумаг представляет собой совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками.

Вместе с тем современное состояние рынка требует дополнения к ценным бумагам и производных финансовых инструментов. Более того, в базовом определении не указана цель экономических отношений между участниками рынка. Учитывая, что перед каждым эмитентом стоит задача повышения рыночной капитализации компании, решение которой позволит каждому акционеру увеличить свое богатство, результатом экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов в рыночной экономике служит не что иное, как выявление равновесной справедливой цены на финансовые активы. Наиболее полную характеристику рынка ценных бумаг можно представить в следующем виде.

Рынок ценных бумаг есть совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками с целью выявления равновесной текущей (справедливой) цены и получения инвестиционного дохода.

Особенностью рынка ценных бумаг является то, что здесь движение денежных средств (в отличие от кредитного рынка) оформляется специальным документом – ценной бумагой, которая «оторвана» от своего «носителя» и может быть свободно куплена, продана (другими словами, способна обращаться) на фондовом рынке.

Усеченная сегментация финансового рынка представлена на рис. 4.

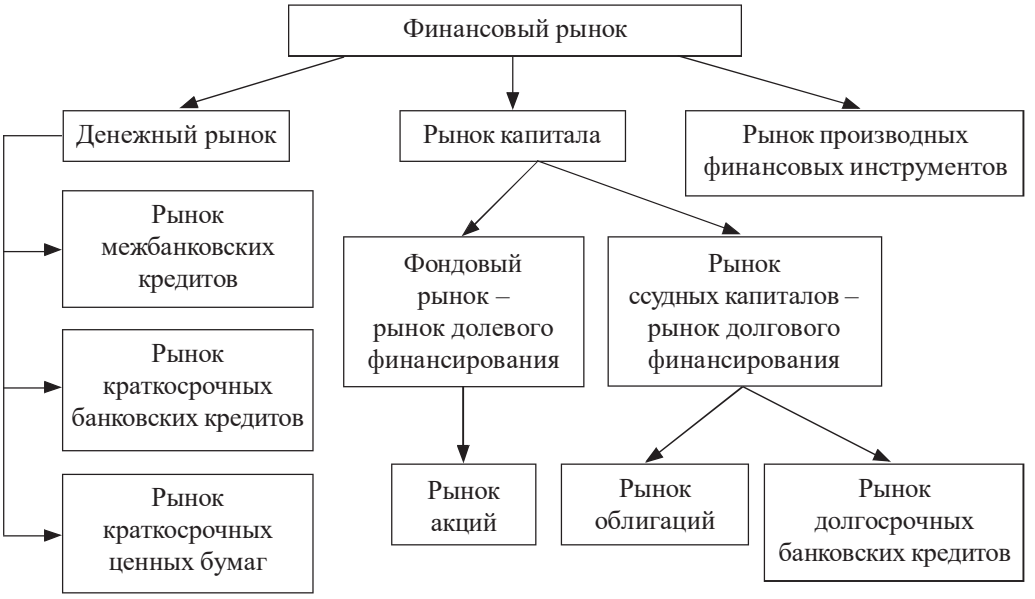


Рис. 4. Усеченная сегментация финансового рынка

Насколько близки понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок»?

По мнению ряда исследователей, фондовый рынок ассоциируется, как правило, с фондовыми биржами. Так ли это на самом деле? Смысл здесь гораздо глубже. В самих фондовых биржах заложена высокоорганизованная совокупность эконо-

мических отношений ее участников (эмитентов, претендующих на получение официальной котировки их ценных бумаг; дилеров, брокеров, управляющих и их клиентов, находящихся в поисках лучших инвестиций свободных денежных средств; депозитариев, клиринговых и расчетных систем, обслуживающих участников торгов; наконец, государства в лице органов власти и управления, определяющего «правила игры» и контролирующего действующее законодательство по ценным бумагам и фондовым биржам), выражаемая, как минимум, через единый национальный рынок, не только связывающий, объединяющий финансовое пространство одной страны, но и являющийся доступным для входа и выхода из него каждому инвестору.

Остается вопрос: существует ли различие между понятиями «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Слово *stock* в Северной Америке обычно ассоциируется с акцией, или, иначе говоря, характеризует долю собственности в корпорации. Но есть множество других ценных бумаг, не являющихся акциями, – это, как правило, долговые обязательства. По мере развития рынка различие между двумя широкими категориями – «акции» и «задолженность» – стало менее значительным.

Следует отметить, что слово «акция» имеет в английском языке два основных эквивалента – *stocks* и *shares*, которые могут трактоваться по-разному в разных странах. В табл. 1 показано, что понимается под этими словами на рынках Великобритании и США.

Таблица 1

Сравнительный анализ терминов *stock* и *share*

Термин	Великобритания	США
Stock	Чаще всего ценная бумага с фиксированным процентом	Ценная бумага, не являющаяся облигацией
Share	Обыкновенная акция	Обыкновенная акция

В 80-х гг. XX в. резко увеличилось число видов и способов применения долговых инструментов (например, ценных бумаг, обеспеченных закладными). Авторы американского университетского учебника Р. Дж. Тьюлз, Э. С. Брэдли, Т. М. Тьюлз считают, что фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций и правительств (иностранных, федеральных, местных органов власти). Раскрывая сущность фондового рынка, экономисты подчеркивают в экономических отношениях его участников по поводу обращения ценных бумаг коллективную оценку текущей стоимости активов.

Таким образом, *фондовый рынок* представляет собой систему взаимосвязанных элементов: экономических отношений и форм поведения их участников. Фондовый рынок раскрывает не только сущность отношений, но и механизм выявления его участниками равновесной текущей (справедливой) цены ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Исходя из анализа идентичной сущности рынка ценных бумаг и фондового рынка, следует признать, что эти понятия являются близкими, но не абсолютно тождественными. Рынок ценных бумаг является более широким понятием, чем фондовый рынок, как минимум, на величину инструментов денежного рынка. Но если при определении фондового рынка сделать оговорку, как сделали американские ученые, что фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций и правительств, добавив при этом все краткосрочные платежные денежные инструменты (ценные бумаги), то понятия станут тождественными. Все зависит от сделанных допущений.

Нельзя не вспомнить еще один вид ценных бумаг – товарораспорядительные ценные бумаги, которые удостоверяют право владельца такой ценной бумаги на определенные товарно-материальные ценности и используются для оптимизации операций, связанных с куплей-продажей различных товаров. В российском законодательстве предусмотрены два вида товарораспорядительных ценных бумаг: складские свидетельства и коносаменты. С учетом данного вида ценных бумаг категория «рынок ценных бумаг» будет шире, чем «фондовый рынок».

Очень важный подход сформулировал Банк России к финансовому рынку. *Финансовый рынок* – это не только отношения между экономическими агентами, это прежде всего отношения между людьми. Экономические агенты – субъекты экономических отношений, принимающие участие в производстве, распределении, обмене и потреблении экономических благ. В трехсекторной (открытой) экономике выделяют три макроэкономических агента: домашние хозяйства (индивиды и их семьи), предприятия и государство. В центре стратегии развития финансового рынка, по мнению Банка России, находится индивид, человек. Способность российского финансового рынка делать лучше жизнь людей, создавать более благоприятные условия для функционирования бизнеса, поддерживать экономический рост стоит в этом перечне на первом месте. Мерилом качества развития рынка в конечном счете является степень удовлетворенности граждан финансовыми продуктами и услугами, общая финансовая культура. Банк России уверен, что такой подход отвечает долгосрочным интересам всех участников финансового рынка и общества в целом.

1.2. Основная цель функционирования рынка ценных бумаг

Для достижения цели функционирования рынка ценных бумаг необходимо выполнить стоящие перед ним задачи постоянного поддержания экономического роста в стране. В настоящее время этому вопросу уделяется первостепенное значение. Не случайно в основных направлениях развития финансового рынка России поставлена следующая иерархия задач:

1. Повышение уровня и качества жизни граждан Российской Федерации за счет использования инструментов финансового рынка.

2. Содействие экономическому росту за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевому финансированию, инструментам страхования рисков.

3. Создание условий для роста финансовой индустрии.

Банк России сократил до четырех количество направлений развития, способствующих достижению указанных целей, расширил их охват и придал им ценностный характер (рис. 5).

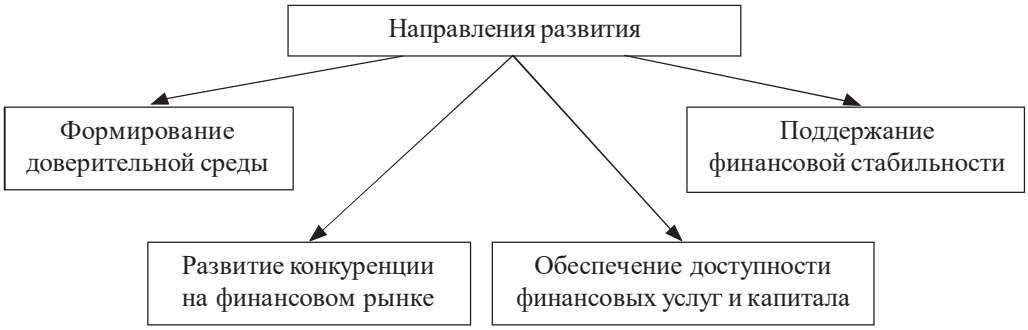


Рис. 5. Направления развития финансового рынка

Позиция России в мире по фактору «Развитие финансового рынка» за 2017–2018 гг. – 107-я. Складывается она из 90-го места по финансированию экономики страны через локальный фондовый рынок, из 94-го места по ценовой доступности финансовых услуг. Россия занимает 112-е место по регулированию фондовых бирж и 121-е место по устойчивости банков (табл. 2).

Таблица 2

Позиции России в разрезе элементов фактора «Развитие финансового рынка» индекса глобальной конкурентоспособности (GCI), 2017–2018

Элемент	Место в рейтинге
Легкость получения кредитов	110
Ценовая доступность финансовых услуг	94
Возможность получения финансовых услуг	101
Финансирование через локальный фондовый рынок	90
Индекс законных прав	49
Возможность получения венчурного капитала	89
Регулирование фондовых бирж	112
Устойчивость банков	121
Фактор «Развитие финансового рынка»	107

Свобода передвижения денежных потоков в те отрасли, где есть лучшие условия для инвестирования, называется ликвидностью. Ликвидность может существовать только при наличии такого числа покупателей и продавцов, которого будет достаточно для того, чтобы иметь относительно сбалансированный спрос и предложение, чтобы действия отдельных участников рынка не могли резко изменить его соотношение, а покупатели и продавцы могли бы без особых усилий найти друг друга и были бы удовлетворены справедливым ценообразованием. Решают все эти вопросы на рынке ценных бумаг как финансовые посредники, так и инфраструктурные институты.

Таким образом, *основная цель функционирования рынка ценных бумаг* состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

В этой связи важно рассмотреть соотношение сбережений и инвестиций в обществе. Конечно, решения о сбережениях и решения об инвестициях принимаются по разным причинам. Люди делают сбережения в надежде обеспечить будущее себе и своим детям, повысить с течением времени уровень жизни. Предприниматели инвестируют свободные денежные средства на приобретение капитальных активов (здания, оборудование и др.) в целях получения прибыли в будущем. Сумма, которую отдельные лица и компании могут отложить на будущее, зависит от размера их дохода. У человека с низким доходом есть очень незначительные возможности для сбережений, а чаще таких возможностей нет вообще. Сумма, которую предприниматели решают инвестировать, зависит в основном от ожидаемых расходов.

Сбережения можно рассматривать как добавочный свободный доход, остающийся после оплаты всех обычных расходов. Для их формирования и существует финансовая система, которая способна влиять на перераспределение имеющихся финансовых ресурсов.

1.3. Основные заемщики и поставщики капитала на рынке ценных бумаг

Любой рынок есть или должен быть сферой приумножения капитала – это аксиома. Наиболее показательным в этой части является товарный рынок. Однако наряду с выпуском товаров (услуг) предприятие (компания) как эмитент может выпускать ценные бумаги, которые обращаются уже на фондовом рынке или рынке ценных бумаг. Рынок ценных бумаг выступает как самостоятельный рынок вложения капиталов, где встречаются основные поставщики и заемщики свободных денежных средств.

Но инвестиции невозможны, если индивидуальные участники экономического процесса не делают сбережений. Склонность к сбережению означает отказ

как от потребления, так и от инвестирования, а это противоречит существующей логике необходимости обращения сберегаемых средств в рост капитала. Склонность к сбережению – это и психологический фактор, так как вполне естественно стремление человека сберегать средства, и с этим фактором нельзя не считаться. Однако одна из самых важных характеристик сбережений – это потенциальные инвестиции. Низкая норма инвестиций приводит к снижению темпов экономического роста, что было характерно для России в 1990–1999 гг. Вместе с тем превышение инвестиций над сбережениями служит источником инфляции, а это не менее опасная проблема для высокоразвитых стран, так как инфляция приводит к обесценению национальной валюты.

За последние 20 лет норма сбережений снизилась практически во всех развитых странах. Чем объясняется эта общая тенденция?

Во-первых, некоторые государства, например, США и Великобритания, осуществляют обширные программы социальной помощи, для реализации которых взимаются налоги с доходов граждан, причем в их распоряжении остаются меньшие суммы, которые можно было бы считать сбережениями.

Во-вторых, в некоторых странах, например, в США, России и других странах, демографическая ситуация такова, что численность людей предпенсионного и пенсионного возраста очень велика по сравнению с другими возрастными группами. Склонность к сбережениям существенно зависит от возраста (пожилые люди к этому более склонны), поэтому различия возрастной структуры населения могут объяснять различия в норме сбережений.

В-третьих, доходы от сбережений в одних странах, например в США, облагаются налогом, а в других – нет (Япония).

В-четвертых, возможно, что крупные внутренние займы, которые размещают правительства для покрытия бюджетного дефицита, уменьшают сбережения.

Наконец, в-пятых, в последнее двадцатилетие в большинстве стран наблюдается тенденция снижения производительности труда. Это значит, что уменьшается предельный продукт капитала. Согласно теории потребления и сбережения – это приведет к снижению доходности от сбережений, а последнее вызовет уменьшение фактических сбережений. Именно данная тенденция наблюдается в настоящее время в мире.

К важнейшим регуляторам денежной массы в обществе, в том числе сбережений, относятся действия центральных банков стран на открытом рынке. Нет полного согласия среди экономистов по поводу того, как именно изменяются ожидания при проведении операций на открытом рынке. С одной стороны, увеличение покупки центральными банками ценных бумаг можно трактовать как экспансионистскую денежно-кредитную политику, в результате которой уменьшатся процентные ставки, возрастут объем производства и инвестиции, повысятся потребительские расходы. С другой стороны, такая политика может стать причиной дальнейшего увеличения денежной массы и инфляции. Инфляционные ожидания заставят кредиторов повышать процентные ставки. Более того, они могут уменьшить инвестиции и потребительские расходы.

Тем не менее, точка зрения, согласно которой покупка ценных бумаг на открытом рынке является признаком экспансионистской денежно-кредитной политики, даже с учетом ожиданий, преобладает среди экономистов.

Существует ли зависимость между реальной процентной ставкой и объемом сбережений? Если реальная процентная ставка растет, то население станет сберегать больше, а потреблять меньше при данном уровне дохода. Если же реальная процентная ставка падает, то, соответственно, сбережения уменьшатся, а потребление возрастет. На уровне отдельного индивида такой зависимости может и не быть.

В классической модели именно процентная ставка приводит к равенству ожидаемых объемов сбережений и инвестиций. Это происходит потому, что объем сбережений находится в прямо пропорциональной зависимости от реальной процентной ставки, тогда как объем инвестиций ей обратно пропорционален. В реальной практике это, скорее, динамическое равновесие.

Динамика развития российского рынка ценных бумаг, сопровождающаяся действиями недобросовестных его участников, подтверждает лишь мотив сохранения денег в обществе. Разница между деньгами и неденежными финансовыми активами (облигациями, акциями, сберегательными сертификатами и т. д.) заключается в том, что деньги по определению – самый ликвидный из финансовых активов. Номинальная цена денег всегда равна одной денежной единице (особенно когда речь идет о твердых валютах: долларе, евро, фунте стерлингов, иене, швейцарском франке). Номинальная цена неденежного актива (например, облигации) может со временем меняться. Это означает, что можно получить как доход, так и убыток.

Периоды времени, когда происходило укрепление курса российского рубля, создавали предпосылки для того, чтобы население хранило свое богатство и в виде неденежных активов, и в виде наличности, при этом корректируя «свои портфели».

Конкуренция банковского и небанковского секторов на рынке финансовых услуг за свободные денежные ресурсы будет возрастать, давая возможность сберегателям самим определять пути инвестирования наиболее выгодного приложения капитала.

Появление свободных денежных средств ставит перед их владельцами непростые вопросы: инвестировать ли их в производственную или иную хозяйственную деятельность (в промышленность, строительство, связь или, как иначе называют, в реальный сектор экономики), а может быть, эффективнее вложить эти средства в недвижимость или драгоценности, драгоценные металлы?

Безусловно, найдутся и те, кто посчитает, что вложения в иностранную валюту на фоне обесценивающейся собственной более выгодны, хотя, вполне естественно, самые осторожные отнесут деньги под проценты на банковский депозит.

Однако даже при подобном «веере» возможностей для инвестирования общество всегда будет иметь и таких владельцев свободных денежных средств, кто посчитает, что ценные бумаги – это и есть самое прибыльное инвестирование.

В этой связи необходимо обратиться к ежегодному исследованию активности граждан на фондовом рынке, проводимому саморегулируемой организацией НАУФОР.

За 2018 г. общая сумма средств, размещенная участниками рынка, удвоилась и превысила сумму 2 трлн руб. (рис. 6).

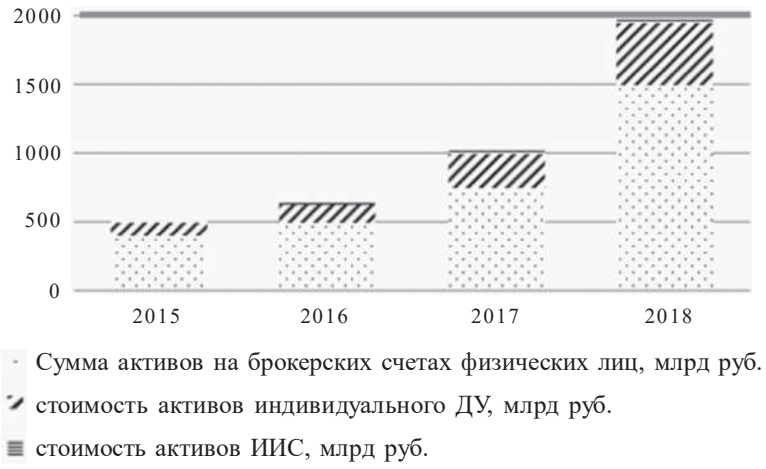


Рис. 6. Инвестиции граждан на фондовом рынке РФ за 2015–2018 гг.[1]

Движение денежных средств между рынками и сегментами внутри них происходит в зависимости от многих факторов, основными из которых являются:

– уровень доходности рынка;

– условия его налогообложения;

– степень риска потери капитала или недополучения ожидаемого дохода;

– организация рынка и удобство для инвесторов, возможность быстрого входа и выхода с рынка, уровень информированности рынка и т. п.

Рынок ценных бумаг создает почву для объединения заемщиков и инвесторов. *Первоклассными заемщиками* (*эмитентами*) выступают предприятия различных форм собственности и государство, а финансовые институты и физические лица – *основные поставщики капитала* (*инвесторы*). Вместе с тем необходимо отметить, что сам финансовый институт также может выступать и заемщиком капитала в целях финансирования собственных операций. Схема взаимодействия участников представлена на рис. 7.

Рынок ценных бумаг, его активы имеют высокую степень цифровизации, поскольку практически все операции совершаются через интернет-терминалы (торговые платформы, мобильные приложения), что требует не только глубокого профессионализма его лицензированных участников, но и постоянного повышения финансовой грамотности одного из основных поставщиков капитала – физических лиц (граждан России).

[1] ПАО «Московская биржа» : [сайт]. URL: http://www.moex.com (дата обращения: 25.07.2019).

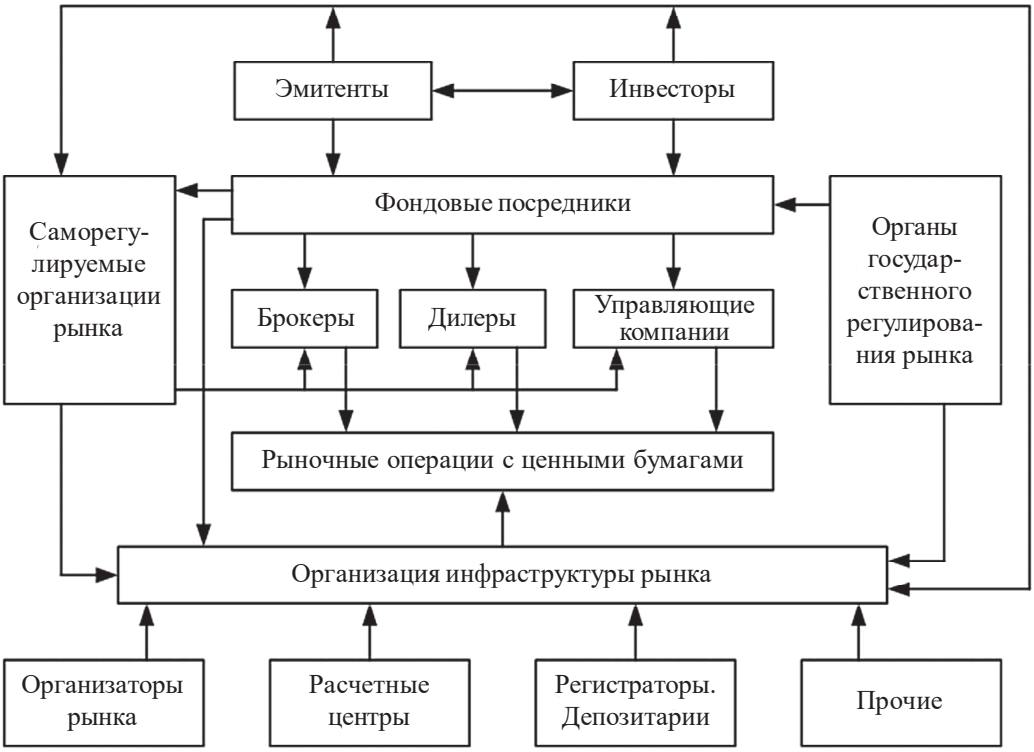


Рис. 7. Схема взаимодействия эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг

1.4. Классификация рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг, как и любой рынок, можно классифицировать по целому ряду признаков, которые в большинстве своем совпадают и с классификационными признаками самой ценной бумаги.

Классификация рынка ценных бумаг представлена в табл. 3.

Становление российского рынка ценных бумаг необходимо рассматривать с учетом того фактора, что рыночной экономике нашей страны предстоит интегрироваться в единое мировое экономическое пространство. В этой связи представляется целесообразным проанализировать соотношение международных и национальных, а также национальных и региональных рынков ценных бумаг.

Каждый национальный рынок, в конечном счете, должен быть доступен для всех инвесторов, только тогда он получит международное признание. Вместе с тем такое толкование ни в коей мере не ставит задачу перед каждым отдельно взятым национальным рынком обязательно претендовать на международный уровень. Именно разделение рынков на международные и национальные создает условия, с одной стороны, для свободного перелива капитала между ними и интеграции

Таблица 3

Классификация рынка ценных бумаг

<table>
<tr><th>Классификационный признак</th><th colspan="3">Вид рынка</th></tr>
<tr><td rowspan="3">По территориальному признаку</td><td colspan="3">Международный (глобальный) рынок ценных бумаг</td></tr>
<tr><td colspan="3">Национальный рынок ценных бумаг</td></tr>
<tr><td colspan="3">Региональный рынок ценных бумаг</td></tr>
<tr><td rowspan="3">По эмитентам ценных бумаг</td><td colspan="3">Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг</td></tr>
<tr><td>Рынок ценных бумаг федерального правительства</td><td>Рынок ценных бумаг субъектов Федерации</td><td>Рынок ценных бумаг органов местного самоуправления</td></tr>
<tr><td colspan="3">Рынок корпоративных ценных бумаг</td></tr>
<tr><td rowspan="3">По экономической природе ценной бумаги</td><td colspan="3">Рынок долевых ценных бумаг</td></tr>
<tr><td colspan="3">Рынок долговых ценных бумаг</td></tr>
<tr><td colspan="3">Рынок производных финансовых инструментов</td></tr>
<tr><td rowspan="2">В зависимости от стадии обращения</td><td colspan="3">Первичный рынок</td></tr>
<tr><td colspan="3">Вторичный рынок</td></tr>
<tr><td rowspan="4">По форме организации торговли</td><td colspan="3">Биржевой рынок</td></tr>
<tr><td colspan="2">Традиционный (классический) рынок</td><td>Электронный (компьютеризированный) рынок</td></tr>
<tr><td colspan="3">Внебиржевой рынок</td></tr>
<tr><td colspan="2">Организованный рынок</td><td>Неорганизованный рынок</td></tr>
<tr><td rowspan="2">По срокам предоставления денег</td><td colspan="3">Денежный рынок</td></tr>
<tr><td colspan="3">Рынок капиталов</td></tr>
<tr><td rowspan="2">По срокам исполнения сделок</td><td colspan="3">Кассовый (спот) рынок</td></tr>
<tr><td colspan="3">Срочный рынок</td></tr>
</table>

денежных ресурсов там, где это более выгодно с позиции инвестирования, а с другой – дает ответ о персонифицированных финансовых активах, обращающихся не только на национальных рынках, но и вышедших в определенный момент времени на международные рынки. Объективно роль одного из самых крупных международных рынков играют Нью-Йоркская и Лондонская фондовые

биржи. По состоянию на 01.01.2019 г. в рейтинге мировых финансовых центров первое место занимает Нью-Йорк. Москва занимает 83-е место из 100 анализируемых городов. Решив несколько узловых проблем по созданию в Москве мирового финансового центра, позиция наша пока не изменилась за последние четыре года.

В 90-е гг. прошлого века в России были попытки создать «региональные» (областные, республиканские) рынки ценных бумаг, но такой подход несостоятелен ни в экономическом, ни в юридическом смысле при единой законодательной базе и едином финансовом пространстве.

Начальный уровень рынка ценных бумаг может быть только национальным по причине того, что основным связующим звеном выступают единая валюта, единые правила обращения ценных бумаг, единые требования к участникам рынка. Разделяя рынки на национальные и региональные, необходимо иметь в виду, что региональный рынок – это объединение нескольких национальных рынков (европейского, азиатского, в рамках Евразийского экономического сообщества – ЕЭС и др.). Поэтому для нас региональным будет рынок на территории бывшего Советского Союза, хотя не исключено рассмотрение России как участницы и европейского, и азиатского региональных рынков. Но конечная цель для любого эмитента, в том числе государства (не исключая и субъекты Федерации, и муниципалитеты), – выйти со своими ценными бумагами на открытый, доступный для всех инвесторов рынок, чтобы получить более дешевые заимствования. И критерием здесь может быть только признанный всеми инвесторами рейтинг выпущенных в обращение ценных бумаг, т. е. рейтинг самого эмитента.

Поэтому интернационализация рынка ценных бумаг означает, что национальный капитал переходит границы стран. Формируется мировой рынок ценных бумаг, по отношению к которому национальные рынки являются самостоятельными.

Для инвестора любой страны, как и для инвесторов любого региона России, важно получить возможность вкладывать свои свободные денежные средства в любые предлагаемые к обращению ценные бумаги.

Национальные рынки можно рассматривать как составные части глобального всемирного рынка ценных бумаг. При этом повышение уровня организованности рынка и усиление регулирующей роли государства имеют одну цель – обеспечить стабильность функционирования рынка (купирование кризисных явлений) и повысить доверие к нему со стороны всех инвесторов.

В России сформирован национальный рынок ценных бумаг, и Россия является полноправным участником процесса его интернационализации.

Национальный (внутренний) рынок охватывает рынок одного единственного государства.

По эмитентам классификация выделяет рынок государственных (федеральных), муниципальных и корпоративных ценных бумаг. Рынок государственных ценных бумаг – это рынок ценных бумаг, эмитентом которых является государство в лице соответствующих органов государственной исполнительной власти как на федеральном, так и на субфедеральном уровне (федеральные и субфедеральные государственнные ценные бумаги). Самостоятельный статус имеет рынок

муниципальных ценных бумаг. Альтернативой рынку государственных и муниципальных ценных бумаг служит рынок корпоративных ценных бумаг, роль и значение которого в рыночной экономике трудно переоценить.

По экономической природе можно рассматривать рынок долевых, долговых ценных бумаг, рынок производных финансовых инструментов. К долевым ценным бумагам можно отнести и паевые ценные бумаги (инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия), удостоверяющие отношения совладения или долевого участия в формировании инвестиционного фонда. К долговым ценным бумагам, опосредующим кредитные отношения, относятся облигации, сберегательные сертификаты, депозитные сертификаты, векселя и др. Особую категорию представляет рынок производных финансовых инструментов, выполняющих одну из главных функций – хеджирования, или страхования, активов от неблагоприятного изменения цен на них. К производным финансовым инструментам относятся классические фьючерсные и опционные контракты, форвардные контракты, депозитарные расписки, опционы эмитента, варранты, свопы.

С точки зрения финансовых инвестиций наибольший интерес представляют первичный и вторичный рынки ценных бумаг.

Законодательно *первичный рынок ценных бумаг* определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для эмиссионных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Таким образом, *первичный рынок* – это рынок, на котором происходит первичное размещение ценных бумаг. В результате продажи бумаг на первичном рынке лицо, эмитировавшее их (т. е. выпустившее их в обращение), получает необходимые ему финансовые ресурсы, а бумаги попадают в руки первоначальных держателей, которые либо оставят их у себя (с целью реализации имущественных или неимущественных прав, которые удостоверяет данная ценная бумага, например, право на получение дивидендов, накопленного купонного дохода, участие в управлении акционерным обществом), либо продадут с целью получения спекулятивного дохода.

IPO (*Initial Public Offering*) – первичное размещение акций, процесс продажи компанией акций на фондовом рынке, в результате которого компания становится публичной, а бумаги – доступными широкому кругу инвесторов. На самом деле на этом этапе развития акционерного общества оно далеко еще не публичное, по российскому законодательству первичное размещение акций происходит в момент учреждения акционерного общества среди его учредителей.

Но каждый из учредителей в дальнейшем может предложить свои акции широкому кругу инвесторов в случае публичного акционерного общества. Таким образом поступало государство в России в процессе приватизации собственности путем акционирования. Юридически это уже будет SPO (*Secondary Public Offering*) – публичное размещение акций, которые принадлежат уже существующим акционерам, как правило, создателям компании или, в частности, государству.

SPO, в отличие от IPO, не влияет на размер уставного капитала акционерного общества. Такое размещение делает компанию более публичной, как правило, приводит к росту числа акционеров.

Процедуру SPO следует отличать от публичного размещения дополнительных выпусков акций, которое называется *follow-on* (доразмещение), или просто *PO* (публичное предложение).

Через процедуру SPO в те или иные времена прошли практически все компании из сферы высоких технологий в США, например «Майкрософт».

Первая и последующая перепродажи ценной бумаги происходят на вторичном рынке. *Вторичный рынок* – это рынок, на котором осуществляется дальнейшее обращение ценных бумаг.

Вторичный рынок играет ключевую роль во всем процессе биржевого оборота. Он позволяет инвесторам активно перепродавать ценные бумаги, фиксировать прибыль, получать краткосрочные доходы, вкладывать денежные средства в ценные бумаги и их производные. Без развитого вторичного рынка дальнейшее обращение ценных бумаг было бы затруднено или вовсе невозможно. А это, в свою очередь, оттолкнуло бы инвесторов, и в итоге общество осталось бы в проигрыше, поскольку все начинания, особенно новейшие, не получили бы необходимой финансовой поддержки, что привело бы к стагнации и регрессу в экономике. Во всем мире важнейшей чертой вторичного рынка ценных бумаг является его ликвидность, т. е. возможность успешной и обширной торговли, способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

По форме организации рынки подразделяются:

– на внебиржевой рынок;

– биржевой рынок – организованный рынок.

Биржевой рынок ценных бумаг ассоциируется с деятельностью фондовой биржи – это организованный рынок ценных бумаг, где торговля осуществляется по строго установленным правилам и регламентам в течение биржевой сессии. Обязательным условием обращения ценных бумаг на фондовой бирже является их допуск (листинг). Биржа устанавливает критерии прохождения листинга и требования по применению процедуры делистинга, в также ранжирует ценные бумаги по уровням (котировальным листам). Проходят листинг только ценные бумаги надежных эмитентов.

В настоящее время в мире насчитывается более 200 бирж, крупнейшими фондовыми биржами являются: Нью-Йоркская (NYSE Euronext), Токийская, Лондонская, Шанхайская, Гонконгская, Фондовая биржа Торонто, Франкфуртская.

Внебиржевой рынок ценных бумаг представляет собой сферу обращения ценных бумаг, не допущенных к биржевой торговле. Чаще всего это акции небольших компаний, которые не прошли листинг из-за ограниченного выпуска в обращение или недостаточной надежности.

Когда говорят, что внебиржевой рынок может быть тоже организованным, то прежде всего имеют в виду, что нет юридического лица, именуемого биржей, но

торговля ценными бумагами осуществляется так же, как на классической фондовой бирже, по строго установленным правилам. Ценные бумаги перед допуском к обращению на таком рынке тоже проходят процедуру листинга, которая немного мягче, чем на фондовой бирже, но компаниям предъявляются требования по величине активов, количеству обращающихся акций и числу дилеров, которые готовы котировать данные акции как маркет-мейкеры. Торговля на организованном внебиржевом рынке осуществляется между профессиональными посредниками – дилерами. Все эти требования подходят к автоматизированной системе котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ), созданной в США в 1971 г. Именно NASDAQ – крупнейший в мире организованный внебиржевой рынок. По рыночной капитализации NASDAQ является вторым в мире рынком после Нью-Йоркской биржи. На самом деле NASDAQ – это «биржа», не случайно в российском законодательстве эта коллизия преодолевается введением более широкого наименования торговой системы – «организатор торговли».

Реальный неорганизованный внебиржевой рынок характеризуется, конечно, тем, что торговля происходит стихийно и без каких-либо всеобщих правил, покупатель весь риск берет на себя. При этом условия сделок оговариваются между покупателем и продавцом. Становление рынка ценных бумаг в новейшей истории России можно охарактеризовать такими критериями. Для неорганизованных рынков больше подходит термин «децентрализованные рынки». Все участники сделок на таких рынках должны совершать операции в рамках законодательства, как правило, при непосредственном участии профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, реестродержателей).

Некоторые авторы по форме организации выделяют отдельно электронные (компьютеризированные) рынки ценных бумаг в рамках биржевых. Чаще всего так и бывает. Это подтверждает эволюция развития бирж. На классическом (традиционном) фондовом рынке биржевая торговля ассоциируется с реальным присутствием брокеров и дилеров в едином зале (в биржевых ямах), и сделки совершаются с помощью жестов (так называемая голосовая торговля). На начальной стадии развития российского рынка ценных бумаг многие биржи использовали такую форму организации торговли. В настоящее время в России практически все действующие биржи являются не чем иным, как электронными биржами, но в мире на биржах США, Англии, Японии остается незыблемой и классическая (традиционная) форма совершения сделок на биржах.

По срокам предоставления денег рынок ценных бумаг классифицируется как денежный рынок и рынок капиталов. На рынке денег образуются краткосрочные обязательства (сроком до одного года), на рынке капиталов – со сроком более года.

Рынок капиталов, по сути, и есть фондовый рынок – организованная система экономических отношений и форм поведения их участников, где, с одной стороны, частные компании (хозяйствующие субъекты, предприятия) и государственные структуры могут получить средства на длительный срок для финансирования

своих проектов, а с другой – инвесторы (частные лица и институциональные инвесторы) могут разместить свободные деньги.

Рынок капиталов – основополагающее понятие в современной экономике. Именно здесь происходит перераспределение активов из депрессивных отраслей в более эффективные за счет спроса и предложения, а также из стагнирующих стран в те, где наблюдается экономический рост.

На рынке капиталов представлены такие инструменты, как государственные облигации, облигации и акции акционерных обществ, паи и акции инвестиционных фондов, вообще бесконечное множество активов, во что инвесторы могут вложить свои деньги. При этом следует отличать рынок капиталов от денежного рынка, где обращаются валюты и краткосрочные долговые инструменты, что еще раз подтверждает, что рынок ценных бумаг несколько больше фондового рынка, эта величина и представляет собой денежный рынок.

По срокам исполнения сделок рынок ценных бумаг может быть кассовым и срочным. Кассовый (кэш-рынок, спот-рынок) – это рынок с немедленным исполнением сделок. Для рынка акций в России переход на систему торговли и исполнения сделок по принципу Т + 2 означает, что все кассовые сделки на фондовом рынке исполняются через 2 рабочих дня после их совершения. Кассовые сделки на валютном рынке – это сделки *today*, *tomorrow*, *spot*. Тогда срочный рынок – это рынок, на котором заключаются разнообразные сделки со сроком исполнения, превышающим 2 рабочих дня.

1.5. Функции рынка ценных бумаг

Подходы к рассмотрению функций рынка ценных бумаг могут быть различными. За базовый принцип формирования функций рынка ценных бумаг возьмем основную цель его функционирования.

Основная цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход. Для этого необходимо аккумулировать финансовые ресурсы и обеспечить возможность их перераспределения путем совершения различными участниками рынка операций с ценными бумагами.

В этой связи на первое место поставим функцию аккумулирования свободных денежных средств для финансирования экономики предприятий (корпораций) страны с целью поддержания экономического роста.

В табл. 4 представлены функции рынка ценных бумаг и их основное содержание.

1. Функция аккумулирующая (мобилизационная), которая состоит в аккумулировании (мобилизации) свободных денежных средств вкладчиков, инвесторов для целей организации и расширения масштабов деятельности хозяйствующих субъектов. Эмиссия ценных бумаг является важнейшей функцией процесса привлечения капитала.

Таблица 4

Функции рынка ценных бумаг

Функция	Содержание
Аккумулирующая (мобилизационная)	Аккумуляция свободных денежных капиталов и сбережений и их последующее использование в качестве инвестиционных ресурсов
Распределительная (перераспределительная)	Обеспечение непрерывного движения финансовых ресурсов из разных источников
Информационная	Информирование участников о текущей ситуации на рынке и формирование стратегии поведения у инвесторов, вкладчиков, пайщиков и т. п.
Ценовая (ценообразование)	Формирование рыночной цены на финансовый актив и возможность ее регулирования в процессе совершения сделок

Учитывая, что на рынке ценных бумаг основными его участниками являются финансовые посредники, роль которых заключается в поиске и сведении незнакомых экономических субъектов, имеющих взаимодополняющие по отношению к финансовым ресурсам потребности, то после аккумулирования свободных денежных средств обязательно наступит этап их распределения и в дальнейшем многократного перераспределения в соответствии с инвестиционными предпочтениями инвесторов.

На второе место выходит функция рынка ценных бумаг, характеризующая риск-профиль инвестора.

2. Распределительная функция (перераспределительная) состоит в движении свободных денежных средств (осуществляется перелив капитала от одной корпорации к другой, между отраслями, между странами в поисках лучших инвестиций).

Все процессы на рынке ценных бумаг могут происходить только при условии владения инвесторами равнодоступной, объективной информации, как заложенной уже в старых ценах, так и новой, появляющейся на рынке. Нельзя не обозначить информационную функцию, роль которой будет только расти в условиях повышенной неопределенности финансовых и фондовых рынков.

3. Информационная функция, которая сообщает вкладчикам, инвесторам, пайщикам о ситуации на фондовом рынке и дает им ориентиры, помогающие рациональнее размещать свои капиталы. Данная функция претерпела серьезные изменения на современном этапе, поскольку информация играет решающую роль в выявлении цен на рынке, эффективность которого все больше ставится под сомнение.

Рассмотрев основные (главные) функции рынка ценных бумаг, необходимо дать ответ еще на один ключевой вопрос – ценообразование активов. Следует отнести к функциям рынка ценных бумаг функцию ценообразования активов.

Но сам рынок как экономическая категория ответа на этот вопрос не дает. Ценообразование биржевых активов нужно отнести к функциям бирж. Ценообразование внебиржевых активов построено на оценочной деятельности, и ответ можно получить от уполномоченных институтов. Вместе с тем в широком понимании стоит отнести к рынку ценных бумаг так называемую ценовую функцию.

4. Ценовая функция включает ценообразование активов на биржевом спот-рынке, а также ценопрогнозирование активов на срочном рынке и другие способы оценки ценных бумаг.

Наряду с обозначенными функциями, присущими целевым параметрам рынка ценных бумаг, с ним связаны следующие специфические функции:

– хеджирование;

– спекулирование;

– арбитражирование.

(Подробное раскрытие специфических функций изложено в гл. 6 «Производные финансовые инструменты».)

Таким образом, функции рынка ценных бумаг позволяют реализовать основную его задачу – мобилизацию свободных денежных ресурсов и доведение их до потребителей, а также выявление равновесной справедливой цены и доведение достоверной и объективной информации до всех участников.

Обозначенные четыре основные функции наиболее точно характеризуют рынок ценных бумаг как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками, чтобы получить не только коллективную справедливую оценку стоимости активов, но и инвестиционный доход.

1.6. Механизм функционирования рынка ценных бумаг

Механизм функционирования рынка ценных бумаг – взаимодействие различных рыночных субъектов, которое относится к осуществлению фондовых операций.

Система взаимодействия участников рынка ценных бумаг, использование ими в повседневной деятельности операций с ценными бумагами зависят как от концепции развития финансового (фондового) рынка в национальной экономике, так и в целом от конкретной финансовой политики государства. Эффективность работы механизма во многом определяется уровнем развития инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг имеет свои особенности, которые связаны со структурой обращающихся ценных бумаг, деловой активностью тех или иных участников рынка, общим состоянием экономики, выбранной моделью рынка. Он должен учитывать специфику и природу отдельных ценных бумаг как финансовых инструментов.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг может быть представлен с двух сторон.

Рынок ценных бумаг с институциональной стороны представляет собой совокупность кредитных и некредитных финансовых организаций, посредством которых осуществляются аккумулирование и перераспределение финансовых ресурсов в экономике. Методы институционального регулирования связаны прежде всего с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими.

С функциональной же стороны – это механизм взаимодействия спроса и предложения на ценные бумаги и финансовые инструменты (активы). Методы функционального регулирования связаны с установлением правил совершения определенных операций (т. е. выполнения определенных функций). Поскольку в большинстве случаев для защиты интересов инвесторов на рынке ценных бумаг основной акцент делается именно на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу регулирования рынка ценных бумаг. Поскольку методы функционального регулирования рынка, составляющие основу всей системы его регулирования, связаны с установлением правил совершения операций, они во многом смыкаются с вопросами деловой этики и обычаев делового оборота.

Таким образом, рынок ценных бумаг есть сфера взаимодействия различных субъектов и в тоже время сфера движения потоков финансовых и денежных ресурсов между различными частями экономической системы.

В зависимости от специфики деятельности различных участников рынка ценных бумаг органами государственного регулирования применяются методы государственного регулирования, позволяющие учесть комплексный характер основных целей и функций рынка ценных бумаг, всю его сложность и противоречивость и обеспечить при помощи различных методов процесс его становления и эффективного функционирования.

1.7. Индексы фондовых рынков

Фондовый индекс – показатель состояния и динамики рынка ценных бумаг. Через сопоставление текущего значения индекса с его предыдущими значениями можно оценить поведение рынка, его реакцию на те или иные изменения как в макроэкономической ситуации, так и деятельности корпораций (слияния, поглощения, дробления акций, отставки и назначения ключевых менеджеров, другие существенные события).

Изначально фондовые индексы связывали с индикаторами, отражающими текущее состояние и основные тенденции развития рынка акций. Чаще всего фондовые индексы формируются биржами. Биржевые фондовые индексы служат измерительным инструментом, позволяющим инвестору формировать суждение о состоянии рынка акций в целом.

С помощью биржевых фондовых индексов можно:

– сформировать инвестору индексный портфель;

– использовать его в качестве бенчмарка (ориентира, эталона) для оценки состояния рынка ценных бумаг.

В зависимости от методики построения индекса и его ориентиров одновременно существует множество различных индексов одного и того же рынка. Это позволяет оценивать рынок акций с нескольких различных точек зрения.

Например, для фондового рынка США обычно приводят несколько индексов: Dow Jones, S & P 500, NASDAQ и др.

Идеальный индекс, который удовлетворял бы одновременно потребностям всех участников рынка, создать невозможно. Поэтому различные индексы отражают одновременно и различные стороны состояния и динамики рынка ценных бумаг, что позволяет его участникам осуществить свой личный выбор на основе анализа нескольких индексов.

В зависимости от того, какие ценные бумаги составляют выборку, используемую при расчете индекса, он может характеризовать:

1) рынок в целом;

2) рынок определенного класса ценных бумаг:

– государственные обязательства;

– корпоративные облигации;

– акции и т. п.;

3) отраслевой рынок:

– телекоммуникации;

– металлургию;

– финансы;

– нефтегазовый сектор;

– электроэнергетику и т. п.

Сравнив динамику различных индексов, можно получить ответ, какие сектора экономики развиваются самыми быстрыми темпами. Индекс может представлять национальный фондовый рынок в целом или определенную торговую площадку на этом рынке (например, индекс фондовой биржи). Фондовые индексы рассчитываются и публикуются различными организациями, чаще всего информационными или рейтинговыми агентствами и фондовыми биржами.

Существуют два основных вида фондовых индексов:

– ценовые;

– капитализационные.

Ценовые индексы отталкиваются непосредственно от цен всех бумаг, которые входят в базу для расчета индекса. В качестве конечного результата обычно выступает среднее арифметическое.

В капитализационных индексах в качестве основы для расчета используется совокупная капитализация предприятий, которая нормируется на определенную дату. Таким образом, подобный индекс учитывает в первую очередь общую динамику роста рынка (капитализация – более надежный показатель, нежели цена,

которая может меняться в результате, например, сплита или дробления, а не реальных изменений в бизнесе компании и оценке ее рынком). В табл. 5 представлены основные мировые фондовые индексы.

Таблица 5

Основные мировые фондовые индексы

Индекс	Страна	Способ взвешивания	Метод расчета
AEX index	Нидерланды	По капитализации	Среднее взвешенное
ATX	Австрия	По капитализации	Среднее взвешенное
CAC 40	Франция	По капитализации	Среднее взвешенное
DAX	Германия	По капитализации	Среднее взвешенное
DJA	США	По цене	Среднее арифметическое
FTSE 100	Великобритания	По капитализации	Среднее взвешенное
Nikkei-225	Япония	По цене	Среднее арифметическое
S & P 500	США	По капитализации	Среднее взвешенное
SSE	Китай	По капитализации	Среднее взвешенное
TOPIX	Япония	По капитализации	Среднее взвешенное
МосБиржа (MOEX)	Россия	По капитализации	Среднее взвешенное
RTS	Россия	По капитализации	Среднее взвешенное

Инвестор как обладатель портфеля ценных бумаг имеет право сравнить доходность своего портфеля с эталоном и оценить либо свой собственный выбор списка ценных бумаг, либо работу нанятого профессионального управляющего портфелем.

Повсеместное использование фондовых индексов – объективная необходимость рыночной экономики. В общем виде фондовые индексы являются показателями, отражающими уровень или изменение цен определенного набора ценных бумаг, включенных в базу расчета фондовых индексов. Широкое распространение фондовых индексов обусловлено тем, что они в интегральной форме характеризуют поведение участников рынка ценных бумаг. Это позволяет использовать индексы как для оценки глобальных рыночных процессов, так и для измерения текущей рыночной конъюнктуры. Однако при пользовании фондовыми индексами необходимо учитывать особенности, которые носят объективный характер и имеют устойчивую тенденцию к росту. Наиболее характерными особенностями могут быть следующие:

1. Область применения фондовых индексов непрерывно расширяется. В настоящее время формулы и методики расчета фондовых индексов усложнились,

а сами они применяются для оценки состояния рынка ценных бумаг и происходящих на нем изменений, для определения макроэкономической ситуации, анализа и прогнозирования конъюнктуры рынка ценных бумаг, оценки эффективности управления портфелем ценных бумаг, а также в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов и в исследовательских целях для определения характеристик свойств рынка ценных бумаг.

2. Фондовые индексы не являются обычными финансовыми показателями – за последние десятилетия они сами превратились в товар. В настоящее время срочными индексными контрактами (фьючерсами и опционами) торгуют более 50 мировых биржевых площадок. Кроме того, все большее распространение получают индексные фонды, которые воспроизводят структуру выбранного фондового индекса, а также ценные бумаги, привязанные к определенным фондовым индексам.

3. В условиях возникающих и развивающихся рынков капитала участникам фондового рынка одновременно предлагается до десятка индексов одного и того же назначения.

4. Существует опасность погрешности формирования фондовых индексов. Последствия играют огромную роль в функционировании рынка ценных бумаг, макроэкономических исследованиях, прогнозировании поведения участников рынка, тенденциях изменений курсов ценных бумаг. Каждый фондовый индекс характеризует определенную среду мирового фондового рынка, учитывая специфику деятельности компаний либо их территориальный признак. Все это предъявляет повышенные требования к фондовым индексам, в первую очередь к их качеству.

5. Необходимо учитывать ускоренное развитие экономических наук на основе широкого применения экономических измерений, совершенствование которых является важнейшим условием изучения экономических объектов, явлений, процессов. Качественные фондовые индексы в теории познания играют ключевую роль как поставщики достоверной информации.

Таким образом, объективные условия современного экономического развития все настоятельнее требуют разработки надежных методов количественной оценки качества фондовых индексов.

Для удобства использования фондового индекса он должен отвечать основным целям, оправдывающим ожидания его пользователей:

- точно и своевременно отражать ситуацию на всем индицируемом им рынке в целом;
- быть хорошим инструментом для прогнозирования направления движения рынка, удобным средством для предсказания ситуации при помощи инструментов технического анализа;
- давать ответ крупным инвесторам, которые производят значительные стратегические инвестиции на различных рынках, на какой из них делать ставку;
- служить инструментом для фьючерсных и опционных контрактов с целью хеджирования рисков как по рынку, так и по отдельным его показателям (например, по процентным ставкам);

• служить базой для создания оптимального портфеля в категориях «надежность» – «доходность»;

• показывать базовую минимальную величину дохода, который должен получить инвестор, работающий на характеризуемом индексом наборе фондовых ценностей либо на аналогичном (коррелируемом) рынке;

• служить инструментом оценки качества работы конкретных управляющих компаний по сравнению со среднеотраслевыми значениями и рынком в целом;

• характеризовать деятельность регулирующих органов на рынке (в стране), на котором обращаются (где эмитированы) приведенные в портфеле индекса инструменты, отражать экономическую ситуацию и инвестиционный климат.

В общем виде фондовые индексы представляют собой среднее изменение цен определенного набора ценных бумаг. Момент или период времени, с которым происходит сравнение, называется базисным. В базисный период цены акций, включенных в тот или иной индекс, трансформируются таким образом, чтобы на эту дату индекс равнялся 10, 100 или 1000 для простоты расчетов.

В различных изданиях рассматриваются разные методики расчета фондовых индикаторов. Но, несмотря на разнообразие фондовых индикаторов, в основе их расчетов лежат три принципиальных метода расчетов:

– средней арифметической простой;

– средней геометрической;

– средней арифметической взвешенной.

При *методе средней арифметической простой* цены акций всех эмитентов, входящих в индекс, на момент закрытия торгов складываются, и сумма делится на количество составляющих для получения средней величины.

Например, берем акцию каждого вида с рынка (цена акции): P_1, P_2, ..., P_n, тогда индекс будет равен:

$$I = \frac{P_1 + P_2 + ... + P_n}{n},$$

где n – количество исследуемых акций.

Каждая акция имеет одинаковый вес вне зависимости от размера компании.

У первого метода есть одно преимущество – простота расчета. Следует, правда, иметь в виду, что даже при самом простом методе расчета реальное исчисление фондового индекса происходит значительно сложнее, поскольку его формула включает в себя различные коэффициенты, позволяющие гармонично при необходимости заменять акции одного эмитента на акции другого, учитывать и более сложные процессы на рынке – слияния, поглощения и т. д.

Наряду с относительной простотой расчетов у метода средней арифметической простой есть существенные недостатки: он не учитывает реальный масштаб рынка акций конкретного эмитента; в его структуре одинаковое место отведено и самой «сильной», и самой «слабой» компании в выборке. По данному методу до сих пор рассчитываются индексы из семейства Dow Jones, а также Nikkei-225.

Индекс *по методу средней геометрической* вычисляется умножением цен акций, составляющих индекс, друг на друга. Из этого произведения затем извлекается корень *n*-й степени:

$$I = \sqrt[n]{P_1 \times P_2 \times ... \times P_n},$$

где n – число акций в индексе.

Как и при использовании метода простой средней арифметической не принимается во внимание тот факт, что объем торговли по акциям разных компаний может быть различным. По методу средней геометрической рассчитываются два известных индекса: FT-30 в Англии и The Value Line Composite Index в США.

Метод средней арифметической взвешенной применяется для того, чтобы отразить в индексе влияние объемных показателей, т. е. используется методика взвешивания цен акций. Наиболее часто в качестве веса используется рыночная капитализация компании. Этот метод наиболее популярен в мировой практике фондовых индексов, поскольку он адекватно учитывает влияние тех акций, по которым капитализация выше и которые более ликвидны.

Виды акций: $X_1 + X_2 + ... + X_k$.

Цены: $P_1 + P_2 + ... + P_k$.

Число акций (объем продаж):

$$n_1 + n_2 + ... + n_k; \quad \sum n_i = n;$$

$$I = \frac{P_1 n_1 + P_2 n_2 + ... + P_k n_k}{n_1 + n_2 + ... + n_k}.$$

Метод средней арифметической взвешенной имеет некоторые вариации: текущее состояние рынка может сравниваться с состоянием рынка либо в базисный, либо в предыдущей период.

К наиболее известным индексам, рассчитываемым по данному методу, можно отнести семейство индексов S & P, сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи, FT-100, DAX и др.

Наиболее общая методика построения «модели» индекса такова:

1. Выбирается рынок. В качестве такового обычно используются либо отдельно взятые торговые площадки-системы, либо совокупность ценных бумаг, обращающихся (выпущенных) в какой-либо стране (регионе).

2. Производится отбор ценных бумаг для включения в листинг индекса. Цель, которую ставит перед собой компания – владелец индекса, – отобрать наиболее значимые для этого рынка ценные бумаги, наиболее полно отражающие его многообразие (репрезентативность). При этом обычно ведется учет и других параметров, важнейшим из которых является ликвидность отобранных ценных бумаг. Здесь очень важен показатель *free-float*, его часто связывают с ликвидностью акций. *Free float* означает долю акций, находящихся в свободном обращении, на рынке за вычетом акций, которыми владеют стратегические инвесторы, топ-менедж-

мент, государство и т. д., т. е. это часть акций, доступных обычным частным инвесторам и спекулянтам (миноритарным акционерам), никак не связанным с самим эмитентом, выпускающим эти акции и не участвующим в стратегическом контроле за предприятием. Обычно величина *free-float* выражается в процентах либо в денежных единицах. Низкий *free-float* акций свидетельствует о том, что частным лицам доступно малое количество акций для заключения сделок купли-продажи, поэтому ликвидность в этом случае может быть низкой.

3. Выбираются информационные партнеры, поставляющие необходимые для расчета индекса параметры. Обычно в качестве таковых используются данные выбранных торговых площадок либо данные информационных агентств по реальным сделкам.

4. Производится «взвешивание» ценных бумаг для определения влияния той или иной на индекс. Обычно в качестве методики «взвешивания» применяется принцип пропорциональности рыночной капитализации, т. е. ценная бумага тем больше значит для рынка, чем выше ее суммарная рыночная капитализация, и наоборот.

5. Непосредственный расчет индекса ведется в основном по двум методикам.

Первая – методика прямого расчета. По этой методике индекс в каждый момент времени (на каждый период) равен результату функции от котировок на этот момент времени (за этот период). Например, при выборе в качестве базовой формулы средневзвешенного арифметического значения индекс в каждый момент времени будет равен частному от суммы произведений цен всех акций, включенных в листинг индекса на их весовые коэффициенты, деленному на сумму весовых коэффициентов.

При «вырожденном» случае (когда весовые коэффициенты равны единице) мы получаем случай с индексами типа Dow Jones, когда индекс равен частному от суммы цен всех акций, включенных в листинг индекса, деленных на количество акций в листинге.

Почти всегда после вычисления индекса его умножают/делят «на коэффициент приведения, который служит для создания запоминающегося числа на начальный момент времени (реже) или для существования условной непрерывной производной на всем графике индекса (чаще), которая может отсутствовать либо из-за событий эмитента (например, сплита акций), либо из-за событий индекса (изменений в листинге).

Вторая – методика индексного расчета. По этой методике в каждый момент времени (на каждый период) вычисляется совокупная стоимость виртуального портфеля как функция от котировок акций на этот момент времени. Полученное значение делится на аналогичным образом полученную стоимость виртуального портфеля на момент начала расчета индекса и умножается на начальное значение (либо делится на предыдущее значение портфеля и умножается на предыдущее значение индекса). Для приведения значений индекса в этом случае используют аналогичную методику.

Для расчетов биржевых индексов:

1. Применяется система условного взвешивания. Для каждой ценной бумаги назначается вес. Чаще всего им является доля данной ценной бумаги в расчете индекса.

2. Индексы имеют временной период для сравнения. Одни индексы сконструированы таким образом, что текущее состояние рынка сравнивается с состоянием рынка в базисный период. Другие осуществляют оценку с предыдущим периодом.

Если при расчетах индекса в качестве веса используется общее количество выпущенных акций, то фактически будут суммироваться рыночные капитализации (произведение цены акции на общее количество выпущенных акций определяет рыночную стоимость, или капитализацию, эмитента). В этом случае изменение индекса соответствует относительному изменению средней рыночной стоимости основных фондов эмитентов акций. Очевидно, что это один из наиболее объективных интегральных индикаторов состояния рынка акций. Индекс, взвешенный по капитализации, имеет четкий макроэкономический смысл и может быть сопоставлен с другими макроэкономическими параметрами, что предоставляет широкие возможности для его использования в практике профессиональных участников рынка ценных бумаг, в макроэкономических моделях и прогнозах. По этому принципу построены индексы S & P 500, NASDAQ, FTSE 100, DAX, а также российские индексы: МосБиржи (MOEX) и РТС. Недостатком этого типа индексов является большая чувствительность индекса к изменению цен на акции с высокой капитализацией.

Индекс ММВБ рассчитывается с 22 сентября 1997 г. (начальное значение равно 100) и представляет собой взвешенный по рыночной капитализации индекс рынка наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению на ПАО «Московская биржа» с включением в котировочные списки. Индекс рассчитывается на основе цен сделок, совершенных в секции фондового рынка биржи в режиме основных торгов с акциями, которые составляют базу расчета данного индекса. В 2017 г. индекс переименован в индекс МосБиржи (MOEX Russia Index). Первый пересмотр индексных корзин по новой методике состоялся 22 декабря 2017 г.

Ключевые изменения методики расчета индексов:

– число акций в основных индексах – МосБиржи (MOEX) и РТС стало переменным (ранее количество бумаг было фиксированным и составляло 50 акций);

– повышены требования к ликвидности ценных бумаг для включения в основные индексы, добавлено требование к раскрытию отчетности по МСФО;

– уточнен подход к отраслевой классификации эмитентов: акцент сделан не на производственный процесс, а на результат деятельности компании и ее конечный продукт.

Индекс РТС рассчитывается с 1 сентября 1995 г., начальное значение равно 100. Ранее индекс РТС являлся официальным индикатором Фондовой биржи Российской торговой системы (РТС), в настоящее время – это индекс МосБиржи (MOEX) в долларах.

Глава 2

ЦЕННАЯ БУМАГА И ЕЕ КЛАССИФИКАЦИИ

2.1. Понятие ценной бумаги

Существует несколько подходов к определению ценной бумаги:

1. Правовой – с позиции Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ), в ст. 142 которого определено: «ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы с обязательными реквизитами, закрепляющий имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении».

Ст. 149 ГК РФ предусматривает наряду с документарной формой закрепление всех указанных прав по ценной бумаге и их удостоверение в специальном реестре – обычном или компьютерном. Такая форма закрепления прав по ценной бумаге называется бездокументарной формой, а сама ценная бумага – бездокументарной ценной бумагой.

2. Научно-академический, в соответствии с которым ценная бумага является инструментом для инвестирования временно свободных денежных активов.

3. Прикладной (практический), который определяет ценную бумагу как средство размещения капитала с целью получения дохода.

Все приведенные определения не противоречат экономической сущности ценной бумаги и ее функциональному назначению. Возвращаясь к формам ценной бумаги, признаваемой законодательством, отметим, что современный финансовый рынок и специфика проводимых на нем операций предопределили преимущественно бездокументарную форму ценных бумаг, что обусловлено цифровизацией финансового сектора мировой финансовой системы. Чрезвычайно сложно сегодня представить операции, даже самые простые, при которых происходила бы техническая передача физических ценных бумаг в форме документа (бумажного бланка), за исключением ценных бумаг, которые могут выпускаться и обращаться исключительно в документарной форме (вексель, чек, коносамент, складские свидетельства). Стремительное развитие финансового рынка привело к колоссальному числу обращающихся на нем ценных бумаг – это миллиарды операций с сотнями миллионов бумаг сотен тысяч эмитентов. При таких темпах рыночной торговли печатать ценные бумаги в документарной (бумажной) форме просто нерационально, поскольку, во-первых, физическая, или «вещная», форма ценной бумаги требует больших затрат на создание, обращение и хранение, нежели бездокументарная; во-вторых, физическая форма сдерживает процесс обращения ценных бумаг – просто невозможно организовать спекулятивную торговлю ценными бумагами в сколько-нибудь крупных масштабах.

Начавшееся еще в 1970-е гг. развитие электронных технологий обработки, хранения и передачи данных полностью вытеснило бумажные ценные бумаги

(за редким исключением). Современные системы учета прав владельцев ценных бумаг в полной мере обеспечивают гораздо более дешевый способ хранения информационных массивов данных, по сравнению с физическими реестрами и хранилищами. Историческая неизбежность привела к объективизации действительной потребности бездокументарных форм существования и функционирования ценных бумаг, которая реализована благодаря цифровым технологиям всех процессов, связанных с их эмиссией, обращением и хранением.

Все представленные определения ценной бумаги предполагают ее существование в бездокументарной форме, поскольку главным в ценной бумаге являются ее свойства, основное из которых – сопряженная с риском доходность, которую бумага может приносить владельцу.

Исторически складывалось, что в двустороннем договоре фиксация имущественных прав его участников осуществлялась посредством долговой расписки, завещания и т. д. Разумеется, что не все имущественные права существуют в формате ценных бумаг – относительно небольшое число видов операций и самих ценных бумаг свидетельствует о том, что множество видов имущественных прав не имеет никакого отношения к ценным бумагам. Ст. 143 ГК РФ указывает, что отнесение тех или иных документов к разряду ценных бумаг определяется законом о ценных бумагах в установленном порядке, а ст. 144 определяет виды прав, удостоверяемых ценными бумагами. Правовой статус ценной бумаги означает, что являться ценной бумагой может не любой документ, даже если он соответствует приведенным в определениях характеристикам.

Правовая сущность ценной бумаги и ее статус устанавливаются законом, поэтому юридически ценная бумага есть «обычная вещь»: в ст. 128 ГК РФ установлены «объекты гражданских прав, к которым относятся вещи, включая деньги и ценные бумаги». Учитывая современный бездокументарный формат ценных бумаг, последние можно определить как «абстрактную вещь».

В ст. 128 ГК РФ предусмотрены общие между ценной бумагой и современными деньгами характеристики, в частности:

– это абстрактные вещи;

– не являются результатами человеческого труда или процесса материального производства;

– могут существовать как в наличной (документарной), так и в безналичной (бездокументарной) форме;

– существуют объективно, в силу закона, а не по волеизъявлению участников рынка.

Различия между деньгами и ценными бумагами состоят в следующем:

– у них различный правовой статус: деньги выполняют функции платежного средства, а ценные бумаги есть имущественное право;

– статус эмитента: право денежной эмиссии имеют государства (центральные банки) или группы стран (Европейский союз – ЕЦБ), а ценные бумаги могут быть эмитированы многими участниками рынка;

– имеют разное функциональное назначение.

Логически возможность приравнивания ценных бумаг к деньгам наделяет некоторые виды ценных бумаг (чек, вексель) свойствами, вполне заменяющими деньги в обращении в качестве платежных средств.

Двойственный характер сущности ценных бумаг проявляется во многих аспектах, в частности:

1. Бумаги одновременно и договор, и предмет договора – ценная бумага как имущественное право имеет прямое отношение к заключаемым на рынке сделкам. Имущественное право всегда сопряжено с имущественными обязательствами на основе договорных условий. Так, в ст. 816 ГК РФ установлены условия договора займа, который может быть заключен путем выпуска и продажи такого вида ценной бумаги, как облигация. Как вещь, ценная бумага может быть предметом многих видов рыночных соглашений. В основе договоров с ценными бумагами традиционно заключаются договоры купли-продажи, залога, кредитования, дарения, наследования и т. п.

2. Имущественные права по бумагам и передаются, и переуступаются, т. е. если ценная бумага выступает и правом, и вещью, то каждый владелец получает ее в одном и том же качестве, что и предыдущий. Передача (отчуждение) ценной бумаги возможна на основе фиксируемых ею имущественных прав рыночной стоимости.

3. Вещественный характер бумаг проявляется и в форме, и в содержании ценных бумаг, и в выполняемых ими функциях.

4. Ценные бумаги несут в себе характеристики и движимого, и недвижимого имущества, и некоторые другие. Так, в соответствии со ст. 130 ГК РФ ценная бумага признается движимым имуществом; недвижимое же имущество по своей природе сопряжено с землей. Юридически недвижимость есть права собственности, которые подлежат государственной регистрации в государственном реестре. В этом аспекте отнесение ценной бумаги к недвижимому имуществу означает, что права собственности на нее требуют государственной регистрации.

Практически существование ценной бумаги связано с разными формами ее регистрации (персонифицированного учета), т. е. ценная бумага обязательно регистрируется:

1) эмитентом, который ее выпустил;

2) государством, если эмитентом является само государство или когда это положено по закону (эмиссионные ценные бумаги). Формально в обоих случаях речь идет о государственной регистрации ценных бумаг, как при государственной регистрации недвижимости;

3) уполномоченным профессиональным участником рынка ценных бумаг (регистратором, депозитарием).

Преодолевая правовую казуистику, можно утверждать, что ценные бумаги нецелесообразно разделять на движимые и недвижимые категории, используя термин «вещь», исходя из их абстрактных форм. Исторически, когда ценные бумаги имели единственную форму – документа, то естественно, что ее относили к разряду движимого имущества или вещей. Переход к бездокументарному формату преодолел это, сделав обязательной регистрацию бумаг как имущества.

Итак, современная ценная бумага имеет вещные признаки как движимого имущества, так и недвижимого; обладает свойствами передачи прав, заключенных в ней; может существовать в документарной и бездокументарной (виртуальной) формах.

2.2. Ценная бумага как фиктивный капитал

Основу отношений с ценными бумагами составляют отношения между эмитентами и инвесторами: эмитенты посредством эмиссии и продажи ценных бумаг привлекают капитал (речь идет об эмиссионных ценных бумагах), а инвесторы, приобретая ценные бумаги, осуществляют инвестиции с целью получения дохода. Такого рода отношения составляют суть финансового рынка – использование неких инструментов для перераспределения капитала на законных условиях.

Можно ли приравнивать такие отношения к кредитным (ссудным) – вопрос дискуссионный и неоднозначный: в соответствии с традиционным мнением кредитные (ссудные) отношения предполагают отчуждение (чаще временное) денег (или других активов) одними участниками (кредиторами) другим – должникам. В финансовой науке такое отчуждение считают отчуждением потребительской стоимости или капитала – в зависимости от формы и других сопутствующих условий.

Отношения отчуждения в операциях с ценными бумагами ближе именно к операциям с капиталом, поэтому обоснованно было бы не применять термин «потребительная стоимость», ограничившись термином «инвестиционная стоимость». Указанная обоснованность определена:

– наличием условий отчуждения;

– сроками, на которые заключается сделка по отчуждению (за исключением покупки акций на неограниченный срок);

– рисками для сторон сделки, которые могут заключаться в изменении конъюнктуры, стоимости бумаг, невыполнении обязательств сторонами и т. п.

Указанные отличия позволяют сосредоточиться на характеристике ценных бумаг как инструменте, позволяющем осуществлять операции по переливам капитала. Однако и эти отношения не следует отождествлять с кредитными (ссудными) по причинам:

– отсутствия традиционного формата условий и гарантий между сторонами (участниками) операций. Действительно, в отличие от кредитного соглашения, в котором предусмотрены условия и обязательства между кредитором и заемщиком, неисполнение которых может быть основанием для обращения в судебные инстанции для урегулирования, при сделке с ценными бумагами таких условий нет – ни по сроку, ни по стоимости, ни по размеру дисконта, что делает финансовые операции иными, нежели просто кредитные;

– неокончательной формы актива, т. е. он не может быть предъявлен для оплаты благ и услуг в той форме, в которой обращается. В основе кредитных отно-

шений традиционно лежат деньги, которые могут быть использованы в любых транзакциях, а ценные бумаги сначала должны быть в деньги трансформированы;

– особых операций по учету и регулированию как со стороны государственных органов, так и со стороны самих участников таких операций. Кредитные операции в этом аспекте несколько менее регулируются, поскольку в их основе – конечный актив, тогда как при операциях с ценными бумагами основу составляет передача прав, а не конечных активов.

В этой связи говорить, что основу операций с ценными бумагами составляют операции с капиталом – не совсем корректно; вернее было бы определить такие операции, как сделки с «около» капиталом или «фиктивным» капиталом. Отметим, что термин «фиктивный» применительно к капиталу не означает подложный или незаконный, в данном случае это опосредованность, предполагающая проведение большего количества операций прежде, чем права, лежащие в основе ценной бумаги, могут быть трансформированы в форму ликвидного актива, который может быть использован в качестве платежного или иного средства в сделках за пределами финансового рынка.

Поэтому говоря о сущности обменных отношений по отчуждению потребительской стоимости, не следует иметь в виду операции с ценными бумагами вообще.

Аналогично ссудные отношения, в которых передается ликвидный актив – чаще всего деньги – не могут полностью быть соотнесены с финансовыми операциями с ценными бумагами, поскольку к последним неприменимы следующие условия:

– нет оснований полагать, что отчуждаемый актив обязательно будет возвращен продавцу (в отличие от обязательности возвращения кредитных средств кредитору) как эмитенту, которому этот актив может быть не нужен, или посредническому продавцу, выступавшему в качестве спекулянта, или любому другому;

– неэквивалентность стоимости, которая заключена в правах, закрепленных ценной бумагой. В отличие от кредита, когда эквивалентность компенсируется доходностью;

– отсутствие оплаты за риск, в отличие от кредита, где предусмотрена оплата риска в кредитной доходности, получаемой кредитором;

– отсутствие обязательности истребования возвращения эквивалентной стоимости, равной отчужденной. Это означает, что нет гарантий роста стоимости ценной бумаги у каждого следующего приобретающего ее владельца – держателя.

Все отмеченные обстоятельства позволяют заключить, что ценная бумага может рассматриваться как фиктивный капитал. Теоретически такая терминология вполне обоснованна и может служить основой для построения общеэкономических характеристик ценной бумаги как фиктивной формы капитала. Основной характеристикой, очевидно, следует признать неопределенность стоимостного эквивалента, который заключен в ценной бумаге, что порождает риски при конвертации.

Существуют и другие характеристики ценных бумаг как одной из форм капитала, что позволяет считать фиктивным капиталом:

– движение потребительной стоимости, которое опосредует отчуждение стоимости или его передачу между участниками сделки;

– капитал как экономическую категорию – это источник дохода, имеющий разные формы и разную доходность;

– объективность условий в отношениях между участниками сделок с ценными бумагами;

– изменение стоимости и эквивалентности только при условии участия ценной бумаги в обращении, т. е. торговля обусловливает качества ценной бумаги как формы капитала;

– подверженность возрастанию и снижению стоимости во времени;

– опосредованность отчужденной стоимости, заключенной в ценной бумаге.

На основе приведенных характеристик можно предложить *следующую формулировку фиктивного капитала*, без сужения до единственно ценной бумаги – *это разнообразные формы активов* (*или их совокупность*), *обладающих всеми признаками* (*свойствами*) *капитала – риском*, *потенциальной доходностью*, *разной степенью ликвидности*, *которые могут быть использованы в операциях финансового характера.*

Означает ли изложенное, что ценная бумага является фиктивным капиталом? Торговля на финансовом рынке есть временное отчуждение потребительной стоимости при неотчуждении стоимости вообще; кредитные операции посредством ценных бумаг – это отчуждение стоимости с одновременным отчуждением потребительной стоимости на определенный период.

Столь неочевидная логика определений сущности современных финансовых инструментов и операций с ними обусловлена широким спектром как самих финансовых инструментов, так и обусловленных этим спектром отношений, которые обеспечивают возможности передачи (и отчуждения) стоимости, составляющей природу отношений с ценными бумагами.

Рассмотрение ценной бумаги как фиктивной формы капитала обусловлено потребностью в самофинансировании рынка ценных бумаг на макроэкономическом уровне, т. е. потребностью в увеличении накопления денежного капитала в первую очередь на рынке ссудного капитала, который является сферой перемещения денежного на традиционных условиях: срочности, платности и возвратности. Капитал, формирующийся в процессе производства, посредством финансового (ссудного) рынка направляется к инвесторам и заемщикам – в зависимости от условий предоставления, формируя кругооборот. Финансовый рынок, обеспечивающий инвесторов ценными бумагами как фиктивным капиталом, способствует росту производства и ускорению товарооборота, движению капитала во всех формах, трансформации денежных сбережений в капиталовложения (инвестиции), научно-техническому прогрессу через обновление основного капитала.

Основной функцией фиктивного капитала следует признать аккумуляцию временно свободных денежных средств инвесторов (корпоративных, государственных, неорганизованных – населения) и их трансформацию в инвестиционные формы. Именно эту функцию выполняют ценные бумаги – их покупка любым имеющим такую возможность инвестором означает финансирование каких-либо процессов посредством фиктивного капитала.

Сущность перемещения (или перелива) капитала состоит в обмене формами капиталов – таким образом происходит их отчуждение на разных условиях, и ведущую роль в данном аспекте имеет фиктивная форма капитала – ценные бумаги. Трансформация капитала из одной формы в другую возможна именно благодаря разнообразию видов и условий обращения ценных бумаг на финансовом рынке.

Без преувеличения можно сказать, что ценные бумаги во всем разнообразии обеспечивают финансирование всех отраслей национальной экономики развитых стран на условиях гибкости и высокой скорости.

Функционирование рынка ценных бумаг реализуется через движение ценных бумаг, т. е. фиктивного капитала: инвесторы позиционируют ссудный капитал как претензию на доход, что обусловлено возможностью превращения его в форму денежного капитала путем реализации долговых ценных бумаг. Эмиссионный акционерный капитал также претерпевает подобные трансформации – из реального, оцененного и трансформированного в акционерный затем он снова через рынок ценный бумаг трансформируется в реальный посредством инвестиций в основные и оборотные средства компаний-эмитентов. Таким образом, происходит кругооборот капитала, завершаемый преобразованием фиктивного капитала в денежный через рынок ценных бумаг. Очевидно, что в этих условиях роль рынка ценных бумаг как саморегулируемого генератора фиктивного капитала, выполняющего важнейшую функцию по перманентной трансформации капитала, невозможно переоценить.

Фиктивная природа капитала, заключенного в ценной бумаге, выявляется лишь тогда, когда ценная бумага в силу различных причин обесценивается. Собственной стоимости ценная бумага не имеет, она имеет цену лишь в качестве будущего чистого дохода, приносимого действительным капиталом, права на которые она представляет. Если же действительный капитал перестает существовать, то одновременно с этим ценная бумага перестает представлять доходность этого капитала, а ценность самой бумаги полностью нивелируется.

2.3. Основные характеристики ценной бумаги как экономической категории

В качестве экономической категории ценная бумага выступает носителем двух типов рыночных отношений:

1. Эмиссионные (первичные) отношения – это отношения между эмитентом ценной бумаги и инвестором, которые являются первичными, поскольку рассматриваются как исходное ссудное, имеющее своим результатом выпуск ценной бумаги в обращение. Дальнейшее обращение бумаги на рынке (отчуждение) составляет ее назначение – ценная бумага становится инвестиционным инструментом.

2. Инвестиционные (вторичные) отношения – это отношения по отчуждению между инвесторами. Инвестиционные отношения столь же обязательное и присущее природе ценной бумаги явление, как эмиссия.

Эмиссионные и инвестиционные отношения по поводу конвертации ценной бумаги формируют экономическую сущность ценной бумаги, т. е. выражают ее существенные характеристики.

Ценные бумаги несут в себе совокупность прав и обладают рядом свойств. Понимание экономической сущности ценных бумаг основывается именно на этом. Ценные бумаги признаются движимым имуществом, поэтому, с экономической точки зрения, их можно рассматривать как актив, или инструмент, перераспределения денежных ресурсов.

Ценные бумаги закрепляют совокупность различных прав: право собственности, право на взыскание долга и доходности (процентов), право получения дивидендов и др., реализация которых, или их передача, возможна только при предъявлении ценной бумаги. Передача (покупка или продажа) ценной бумаги предусматривает переход всех удостоверяемых ею прав. Ценные бумаги могут закреплять личные неимущественные права, например, право акционера на участие в управлении акционерным обществом, право участия в общем собрании акционеров, право голоса на собрании акционеров.

Кроме того, ценные бумаги выступают в качестве прав на ресурсы, поскольку почти все, что окружает нас, и наша деятельность могут рассматриваться как ресурсы и являться объектом собственности или пользования. Имущественные права на ресурсы могут отделяться от них и существовать в самостоятельной вещной форме – в виде ценных бумаг. Каждому виду ресурсов соответствуют свои ценные бумаги, которые, в свою очередь, могут являться предметом собственности, покупаться и продаваться, быть переданными в залог и т. п. (табл. 6).

Таблица 6

Ресурсные ценные бумаги

Виды ресурсов	Ценные бумаги
Земля	Закладная, ипотечная облигация
Недвижимость	Закладная, ипотечная облигация, приватизационный чек, жилищный сертификат
Имущественный комплекс	Акция
Продукция	Коносамент, складское свидетельство
Деньги	Облигация, нота, вексель, банковский сертификат, чек, коммерческие бумаги

Свойства ценных бумаг определяются их функциональным назначением. Так, если исходить из их назначения как прав на ресурсы, то надо понимать, что контракт на покупку или продажу дома, поставку товаров, договор аренды оборудования и другие не будут являться ценными бумагами в универсальном смысле: усло-

вия всех этих сделок носят индивидуальный и разовый характер, а передача прав, возникающих из них, может быть обеспечена только составлением нового договора или переводом прав требования, а не продажей уже заключенного контракта.

Иначе говоря, в качестве ценных бумаг признаются только такие «права на ресурсы», которые отвечают следующим фундаментальным требованиям, составляющим сущность ценных бумаг:

1. Обращаемость как способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке и во многих случаях выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

2. Доступность для гражданского оборота как способность ценной бумаги не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т. п.).

3. Стандартность, когда ценная бумага преимущественно имеет стандартное содержание: стандартность прав, которые предоставляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т. п. Именно стандартность делает ценную бумагу унифицированным инструментом, способным обращаться. Индивидуальные нестандартные контракты ограничены рамками той сделки, для которой они составлены, поэтому они не могут обращаться; для передачи прав по таким контрактам необходимо заключение новых соглашений на индивидуальных условиях.

4. Документальность означает, что ценная бумага – всегда документ, независимо от того, в какой форме она существует: в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам. Документальность придает материальную форму ценной бумаге, способность обеспечить многократное участие в операциях, служить доказательством правомочности прав, закрепленных ценной бумагой.

5. Регулируемость и признание государством предполагает, что ценные бумаги должны быть признаны государством в качестве таковых, что призвано обеспечить раскрытие информации, четкие правила эмиссии и обращения, регулирование и контроль государства, что снижает риски и увеличивает доверие публики.

6. Рыночность определяет обращаемость ценных бумаг как особого вида товара, который должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы и регулирования.

7. Раскрытие информации служит интересам инвесторов, которые инвестируют в ценные бумаги при условии получения равного доступа к информации, как и эмитенты ценных бумаг, желающие располагать полной и достоверной информацией о рыночной конъюнктуре.

8. Ликвидность как способность ценной бумаги к конвертации в денежные средства (в наличной и безналичной формах) без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

9. Риски как возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера как вторичная, производная от реального производства, в большей мере, нежели производственный сектор, чувствительна к вероятностным воздействиям неблагоприятных факторов.

10. Доходность обычно рассматривается инвесторами как свойство, атрибут, непременное качество ценных бумаг как финансовых активов, приносящих доход.

Экономическая категория ценной бумаги реализуется в ее видах, т. е. формах существования фиктивной стоимости капитала – в разделении ценных бумаг в зависимости от того, какие действительные формы существования капитала они замещают (или фиксируют) в эмиссионном отношении.

С другой стороны, экономическая категориальность ценной бумаги – это ее виды, замещающие на рынке действительные товары, деньги и капитал; это означает, что ценная бумага на рынке ценных бумаг отражает указанные объекты собственности или права на них.

Экономическая разновидность ценной бумаги, проявляющаяся в отношении обмена на вторичном рынке или в инвестиционном отношении, целиком определяется тем, какой экономический объект собственности является объектом отчуждения в исходном эмиссионном отношении:

– если в эмиссионном отношении стоимость, временно отчуждаемая инвестором, передается в качестве товара, то и на рынке представляющая ее ценная бумага обращается как фиктивный товар;

– если в эмиссионном отношении стоимость, временно отчуждаемая инвестором, передается в качестве денег, то и на рынке представляющая ее ценная бумага обращается как фиктивные деньги;

– если в эмиссионном отношении стоимость в форме товара или денег временно отчуждается как капитал, то и в инвестиционном отношении ценная бумага представляет собой капитал, т. е. обращается на рынке как фиктивный капитал.

Товарная ценная бумага – это ценная бумага как фиктивный товар. Она есть заместитель товара, свидетельство собственности на временно отчужденную вещь, которое может обращаться на рынке вместо самой этой вещи. Товарная ценная бумага есть форма существования простого товарного ссудного отношения в качестве ценной бумаги. Ее юридическими видами являются складские свидетельства и коносаменты. Временное отчуждение вещи в качестве простого товара, фиксируемое посредством выдачи его владельцу ценной бумаги, есть установление особого стоимостного отношения между эмитентом и инвестором. В соответствии с этим отношением эмитент товарной ценной бумаги получает в свое распоряжение товар только как вещь, т. е. он воздействует лишь на потребительную стоимость товара, а владелец товарной ценной бумаги получает в свое распоряжение стоимость товара, но только, естественно, не непосредственно, так как стоимость нельзя отделить от вещи, а в виде ценной бумаги, т. е. в качестве фиктивной стоимости.

Товарная форма ценной бумаги позволяет отделить потребительную стоимость товара от его стоимости, в результате чего в форме ценной бумаги между

участниками рынка начинает обособленно обращаться стоимость товара без физического перемещения самого товара между ними, т. е. без обращения его потребительной стоимости. Товар может храниться или перевозиться, но это ничуть не мешает его купле-продаже посредством соответствующей ценной бумаги. В виде товарной ценной бумаги стоимость товара получает совершенно новую внешнюю товарную форму существования, отличную от ее потребительной стоимости. Но если, например, находящийся на хранении на складе товар в силу каких-то обстоятельств становится предметом спекуляций, позволяющих получить доход, то капиталом становится и эквивалентная ему ценная бумага, поскольку именно ее продажа и перепродажа приносят владельцу товара уже не только его цену (стоимость), но и добавочную (спекулятивную) прибыль.

Эмитент товарной ценной бумаги совершает какие-то необходимые инвестору как участнику товарного рынка действия с потребительной стоимостью его товара, например, хранит или перевозит его. Если он воздействует на потребительную стоимость вещественного товара, то тем самым создает какую-то новую стоимость, а потому владелец товарной ценной бумаги обязан возместить эмитенту соответствующие затраты или оплатить услуги эмитента.

Денежная ценная бумага – это ценная бумага как заместитель денег, своего рода свидетельство собственности на определенное количество временно отчужденных денег, которое может выполнять платежную функцию денег.

Денежная ценная бумага есть форма существования простого денежного ссудного отношения. Ее юридическими видами являются чеки и векселя.

Сущность денежной ценной бумаги состоит в расщеплении функций определенной денежной суммы между эмитентом ценной бумаги и ее владельцем. Это осуществляется таким образом, что у эмитента деньги остаются только в качестве источника денежной ссуды, а у владельца ценной бумаги деньги предстают только в качестве средства покупки и платежа (расчетов). Иначе говоря, в форме денежной ценной бумаги осуществляется относительное обособление платежно-расчетной функции денег от их употребления в качестве ссуды. Денежная ценная бумага представляет собой разновидность кредитных денег.

Денежная ценная бумага – это рыночная форма существования платежно-расчетной функции денег, относительно обособленной от остальных функций денег.

Эмитент денежной ценной бумаги, казалось бы, тоже может совершенно свободно распорядиться полученными денежными средствами, так как на деньгах не написано никаких ограничений для их использования тем или иным образом. Однако на самом деле денежная ценная бумага погашается деньгами ее эмитента. Поэтому если он употребил полученные деньги окончательно (истратил на покупку чего-то или уплатил налоги государству), то он не сможет рассчитаться с владельцем ценной бумаги, т. е. нарушит исходное эмиссионное отношение. Эмитент может использовать полученные деньги лишь в качестве долгового инструмента, т. е. отдать их на время действия эмиссионного отношения в ссуду кому-то, и эти деньги к нему должны вернуться к моменту расчета по ценной бумаге.

Владелец денег может обменять их на ценную бумагу, если это вытекает из соображений удобства его текущих расчетов или если это приносит ему выгоду, т. е. когда отчужденные деньги превращаются для него в капитал. Денежная ценная бумага одновременно может быть и капиталом, если инвестор отдал эмитенту одну сумму денег, а уплатить данной ценной бумагой он может за большую величину стоимости. Очевидно, что в таком случае его капитал возрастает.

Денежная ценная бумага, как и любая другая, в течение срока своего существования может передаваться от одного владельца к другому рыночным путем. Внешне это обычно имеет форму купли-продажи ценной бумаги, но последняя сама является средством платежа, а потому ее обратный обмен на деньги есть не что иное, как обмен на деньги в качестве ссуды. Для инвестора продажа денежной ценной бумаги есть возврат отчужденных им денег, но для ее покупателя это только «выдача» денежной ссуды. Покупатель денежной ценной бумаги замещает инвестора в эмиссионном отношении, т. е. уже он превращается в кредитора.

Поскольку денежная ценная бумага есть заместитель денег в обращении, а товарная ценная бумага – заместитель товара в обращении, постольку между ними имеются два важных различия:

– возврат эмитентом денег при погашении денежной ценной бумаги внешне ничем не отличается от ее купли-продажи – имеет место обмен ценной бумаги на деньги. При погашении товарной ценной бумаги возвращается сам товар (в обмен на ценную бумагу), а потому погашение не выступает в форме купли-продажи ценной бумаги;

– продажа денежной ценной бумаги на вторичном рынке (т. е. до даты ее погашения), как правило, совершается по цене меньшей, чем возвращаемая по ней сумма денег, так как сумма денег, выдаваемая в ссуду, всегда меньше суммы возвращаемого долга. Продажа товарной ценной бумаги на вторичном рынке совершается в соответствии с текущей рыночной ценой представляемого ею товара.

Итак, ценные бумаги – это не деньги и не материальный товар. Они олицетворяют собой фиктивный капитал. Реальный капитал функционирует в сфере производства, услуг, а ценные бумаги, его олицетворяющие, самостоятельно обращаются на рынке в качестве фиктивного капитала. Их ценность состоит в тех правах, которые они дают своему владельцу.

Ценная бумага – это особый «товар», который обращается на своем собственном рынке – рынке ценных бумаг и не имеет ни вещественной, ни денежной потребительской стоимости, т. е. не является ни физическим товаром, ни услугой. Это всего лишь документ, который продается и покупается по соответствующей цене. Документ, который выражает связанные с ним имущественные и неимущественные права, может самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи и других сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода.

2.4. Классификация ценных бумаг

ГК РФ (ст. 143) устанавливает следующие виды ценных бумаг:
– государственная облигация;
– облигация;
– вексель;
– чек;
– депозитный сертификат;
– банковский сертификат;
– коносамент;
– акция;
– приватизационные ценные бумаги.

Ст. 912 ГК РФ дополняет перечень следующими ценными бумагами:
– двойное складское свидетельство;
– складское свидетельство как часть двойного свидетельства;
– залоговое свидетельство (варрант) как часть двойного свидетельства;
– простое складское свидетельство.

Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» разрешает выпускать ценную бумагу – закладную.

Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» разрешает выпускать ценную бумагу – инвестиционный пай.

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» разрешает выпуск ценной бумаги – опцион эмитента.

Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» разрешает выпуск следующих видов ценных бумаг:
– облигации с ипотечным покрытием;
– ипотечный сертификат участия.

Федеральный закон от 07.02.2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» включил в перечень ценных бумаг клиринговый сертификат участия.

Каждая страна законодательно устанавливает свои собственные виды ценных бумаг, допущенных к выпуску и обращению на национальном рынке. Но в своей основе видовой состав ценных бумаг в разных странах во многом идентичен тем, которые разрешены в России. Иначе говоря, состав ценных бумаг интернационален, так как капиталистическое хозяйство по своей сути не имеет никакого отношения к государственным границам. В странах с более развитым рынком ценных бумаг, как правило, количество их видов больше, чем в странах, где уровень развития фондового рынка ниже. Но такие классические виды ценных бумаг, как акции, облигации, векселя, чеки и некоторые другие, присутствуют практически во всех странах с рыночной экономикой.

Форма ценной бумаги имеет целый ряд реквизитов, или разнообразных характеристик, многие из которых обязательны для соответствующего вида ценных бумаг и задаются законом. Эти характеристики обычно имеют попарно противо-

положный характер (например, документарная или бездокументарная формы существования ценной бумаги), а потому ценные бумаги могут классифицироваться в зависимости от того, какому признаку из соответствующей их пары они отвечают. Совокупность всех этих признаков, собственно, и есть то, что отличает один вид ценной бумаги от других ее видов.

В самом общем виде набор характеристик, которыми обладает каждая ценная бумага, включает:

– временные;

– пространственные;

– рыночные.

Временные характеристики ценной бумаги – это характеристики, измеряемые временем. К ним относятся сроки:

– обращения ценной бумаги;

– выплаты доходов по ней;

– действия тех или иных отдельных прав по ценной бумаге.

Пространственные характеристики ценной бумаги – это формы ее существования как рыночного товара, обособленного от любого участника рынка. Они включают:

– внешнюю форму существования ценной бумаги (документарная или бездокументарная);

– национальную принадлежность ценной бумаги (национальная или иностранная);

– вид рынка, на котором обращается ценная бумага (биржевая или внебиржевая ценная бумага).

Рыночные характеристики ценной бумаги – это ее характеристики, связанные с ее эмитентом или инвестором (владельцем). Они включают:

– порядок фиксации владельца ценной бумаги (предъявительская или именная);

– порядок передачи (форма обращения) (вручение или уступка требования);

– форму выпуска (эмиссионная или неэмиссионная, регистрируемая или нерегистрируемая);

– вид эмитента (государственная или негосударственная);

– вид капитала (собственный или заемный);

– степень обращаемости (рыночная или нерыночная);

– уровень риска (рисковые и безрисковые ценные бумаги);

– наличие дохода (доходная или бездоходная);

– наличие номинала (номинальная или безноминальная).

На практике ценные бумаги различаются по еще большему числу признаков, поскольку речь идет уже о различиях не только между видами ценных бумаг, но и между ценными бумагами одного и того же вида, выпускаемыми разными эмитентами. Ключевое различие ценных бумаг, выступающих на рынке в качестве капитала, естественно, коренится в условиях выплаты доходов по ней с точки зрения растянутости и пропорциональности этого процесса во времени.

Классификация ценных бумаг – это их разделение на попарно-противоположные виды по какому-либо юридическому или экономическому признаку, прежде всего из числа перечисленных ранее. Общепринятыми являются следующие классификации ценных бумаг.

По сроку существования ценные бумаги делятся:

– на срочные – это ценные бумаги, срок существования которых ограничен во времени по условиям их выпуска. Большинство выпускаемых ценных бумаг имеют заранее заданные сроки обращения, что вытекает из того, что лежащее в их основе эмиссионное отношение есть всегда срочное отношение;

– бессрочные – это ценные бумаги, для существования которых не установлены ограничения во времени по условиям их выпуска. Классическим видом бессрочных бумаг являются акции. Бессрочность ценной бумаги означает, что выплата чистого дохода по ней не имеет временных ограничений, а сроки и способы гашения ее заранее неизвестны.

Дополнительно можно различать срок существования ценной бумаги как исторического вида и как ценной бумаги конкретного эмитента. Каждый юридический вид ценной бумаги имеет свое историческое происхождение. Классические ценные бумаги возникли еще в XVI–XVII вв. Но есть и новые виды ценных бумаг, которые появились на рынке лишь несколько десятилетий назад.

Что касается российских ценных бумаг, то большинство из них появилось лишь совсем недавно (с 1990-х гг.), хотя исторически многие современные ценные бумаги существовали и до Октябрьской революции 1917 г., после которой капиталистические отношения, а потому и соответствующие им ценные бумаги временно прекратили свое существование.

Деление ценных бумаг на срочные и бессрочные относится лишь к ценным бумагам конкретных эмитентов. В историческом смысле ценные бумаги есть только срочные бумаги, поскольку бессрочными они не могут быть уже в силу того, что сами отношения капитала не являются вечными.

Срочные ценные бумаги как бумаги, имеющие установленный при их выпуске срок обращения (действия), обычно условно делятся на три вида:

– краткосрочные – бумаги, имеющие срок обращения до 1 года;

– среднесрочные – бумаги, имеющие срок обращения свыше 1 года в пределах до 5–10 лет;

– долгосрочные – бумаги, имеющие срок обращения, обычно превышающий 10 лет. При этом верхняя граница здесь отсутствует. Все зависит от потребностей участников рынка. В мировой практике существуют ценные бумаги, выпускаемые на сроки до 50 и даже до 100 лет.

Бессрочные ценные бумаги могут существовать в двух разновидностях:

– как ценные бумаги, срок существования которых ограничен сроком существования их эмитента. Можно сказать, что срок существования такой ценной бумаги установлен не в ней самой, а находится вне ее – в сроке существования коммерческой организации, выпустившей ее. Примером являются акции;

– как ценные бумаги, срок обращения которых при их выпуске регламентирован лишь самим порядком и условиями их гашения (выкупа). В этом случае ценная бумага существует до момента ее погашения, который определятся эмитентом в зависимости от конъюнктуры рынка. Примером могут являться бессрочные облигации.

Существуют и ценные бумаги, которые занимают как бы промежуточное положение между срочными и бессрочными. Такого рода ценные бумаги обычно называются отзывными ценными бумагами. Отзывная ценная бумага обычно имеет срок окончания своего действия, и с этой стороны она является срочной бумагой.

По юридической форме существования ценные бумаги делятся:

– на документарные (их еще часто называют «бумажными») – ценные бумаги, выпускаемые в форме документа;

– бездокументарные – ценные бумаги, существующие в виде записей на материальных (компьютерных, электронных) носителях, порядок осуществления которых регулируется государством.

С точки зрения своей юридической формы российские ценные бумаги делятся на две группы:

– ценные бумаги, которые могут выпускаться только в документарной форме. К ним относятся векселя, чеки, складские свидетельства, коносаменты и др.;

– ценные бумаги, которые могут выпускаться как в документарной, так и в бездокументарной формах.

Бумажная форма есть исторически первая форма существования ценной бумаги. Развитие рынка ценных бумаг приводит к тому, что все большее число их видов существует уже в бездокументарной форме. В России бездокументарная форма ценной бумаги пока тесно связана с ее принадлежностью к эмиссионным ценным бумагам, т. е. бумагам, размещаемым выпусками, которые подлежат обязательной регистрации со стороны государства.

По форме выпуска ценные бумаги различаются:

– на эмиссионные – это ценные бумаги, выпускаемые в обращение выпусками (обычно крупными партиями), внутри которых все ценные бумаги абсолютно идентичны, и каждый их выпуск подлежит обязательной государственной регистрации, выражающейся в присвоении ему государственного регистрационного номера. Основными видами таких ценных бумаг являются акции и облигации;

– неэмиссионные – это ценные бумаги, выпуски которых не подлежат обязательной государственной регистрации. Обычно это ценные бумаги, выпускаемые поштучно или небольшими партиями, но не обязательно. К этому классу относится подавляющее большинство видов ценных бумаг.

Деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные теоретически имеет под собой основу, состоящую, во-первых, в том, что к эмиссионным ценным бумагам обычно должны относиться наиболее важные для рынка бумаги, т. е. представляющие собой капитал, а во-вторых, выпускаемые в больших количествах, т. е. затрагивающие интересы достаточно большого круга участников рынка. Госу-

дарственная регистрация выпуска ценной бумаги есть форма выражения общерыночного интереса к ней, но она требует существенного времени и затрат со стороны эмитента. По этой причине государственная регистрация является обязательным процессом для эмитента эмиссионных видов ценных бумаг. У него нет права выбора – регистрировать выпуск или не регистрировать.

Выпуск ценных бумаг может сопровождаться их регистрацией не только в органах государственного управления. Так, определенная форма регистрации со стороны Центрального банка имеет место в отношении банковских (сберегательных и депозитных) сертификатов. Особой государственной регистрации подлежит выпуск закладных ценных бумаг. Но в целом большинство остальных видов российских ценных бумаг, независимо от размеров их выпуска, по закону государственной регистрации не подлежат.

На рынке всегда имеет место определенная конкуренция между выпуском эмиссионных и неэмиссионных бумаг, если речь идет о привлечении капитала. Неэмиссионная форма привлечения капитала возможна путем выпуска векселей, инвестиционных паев и т. п.

По принадлежности (форме владения) ценная бумага может быть:

– предъявительской, или ценной бумагой на предъявителя, права по которой принадлежат ее предъявителю;

– именной – ценная бумага, права по которой принадлежат названному в ней лицу.

Именная ценная бумага, в свою очередь, в зависимости от способа передачи прав по ней подразделяется на два юридических подвида:

– простая именная ценная бумага – именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется по договору цессии; юридически простая именная ценная бумага и называется именной ценной бумагой;

– ордерная ценная бумага – именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется путем совершения на ней передаточной надписи (путем приказа) – индоссамента; ордерная ценная бумага – это юридическое название именной ценной бумаги, передаваемой с помощью индоссамента.

Цессия и индоссамент – две формы уступки прав кредитора или в данном случае прав владельца ценной бумаги (инвестора). Их основное различие состоит в следующем. Цессия есть двусторонняя сделка, или договор, между старым и новым собственником ценной бумаги. В случае, когда уступка прав осуществляется за деньги, договор цессии имеет форму договора купли-продажи.

Индоссамент – это односторонняя сделка, т. е. распоряжение (приказ), в соответствии с которым прежний владелец ценной бумаги назначает нового ее владельца.

Предъявительская ценная бумага не фиксирует имя ее владельца, и поэтому ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому. Предъявительские и (простые) именные ценные бумаги по российскому законодательству могут быть эмиссионными или неэмиссионными ценными бумагами. Относительно ордерных ценных бумаг указание на возможность такого деления в законе отсутствует.

По закону существуют ограничения на выпуск ценной бумаги того или иного юридического вида в предъявительской или именной формах. Так, акции могут иметь только именную форму.

Предъявительских акций в нашей стране нет. В США, например, не разрешается выпуск облигаций на предъявителя. Однако теоретически любая ценная бумага может быть как именной, так и предъявительской, поскольку это есть внешняя характеристика по отношению к выражаемому ею имущественному праву.

Необходимо различать принадлежность ценной бумаги как ее собственную характеристику и как ее отношение с участниками рынка. С точки зрения отношений собственности ценная бумага всегда кому-то принадлежит независимо от того, какова ее собственная форма фиксации этой принадлежности. В данном смысле можно говорить, что любая ценная бумага как объект собственности есть именная бумага, ибо она неразрывно связана отношениями собственности с именем своего текущего владельца. В юридическом смысле если отношение собственности на ценную бумагу не прописано в ней самой, то это означает принадлежность ее к классу предъявительских, а не именных ценных бумаг.

По юридическому виду эмитента ценные бумаги подразделяются:

– на государственные – ценные бумаги, эмитентом которых является государство в лице уполномоченных на то его органов;

– корпоративные (негосударственные) – ценные бумаги, эмитенты которых коммерческие организации.

Данная классификация нуждается в существенном пояснении. Во-первых, понятие государства в российском законодательстве не охватывает муниципальные органы власти, которые имеют право выпускать ценные бумаги. Во-вторых, ценные бумаги теоретически могут выпускать (выдавать) и граждане, например, векселя, а не только юридические лица в виде государственных или коммерческих организаций. Поэтому юридически более строгим является деление ценных бумаг на государственные и негосударственные, к которым в этом случае относятся бумаги не только коммерческих организаций, но и частных лиц, и муниципальных образований. Тем не менее, в практическом плане деление ценных бумаг на государственные и корпоративные более обоснованно. С одной стороны, любой гражданин воспринимает муниципальные бумаги как государственные, так как для него любая подобного рода власть есть государственная, как бы она ни подразделялась. С другой стороны, в современной российской практике ценные бумаги (векселя), выпускаемые гражданами, не так уж востребованы. Из этого следует, что все выпущенные российские ценные бумаги есть либо государственные, либо корпоративные.

К государственным ценным бумагам обычно относятся различные виды облигаций, выпускаемых государством.

Корпоративные ценные бумаги выпускаются в обращение акционерными обществами, банками, инвестиционными компаниями и другими коммерческими организациями.

По национальной принадлежности ценные бумаги подразделяются:

– на национальные (российские) – это ценные бумаги, выпущенные национальными эмитентами;

– иностранные – ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами или эмитентами, находящимися в других странах.

На рынке каждой страны теоретически могут обращаться как национальные, так и иностранные ценные бумаги. Российское государство и российские компании могут выпускать ценные бумаги, которые обращаются как на российском, так и на мировом рынках, т. е. на рынках других государств.

По уровню риска, который в силу тех или иных причин присущ ценным бумагам, последние условно могут быть разделены:

– на безрисковые – ценные бумаги, которые имеют самый (максимально) низкий в рыночных условиях уровень риска;

– рисковые – ценные бумаги, уровень риска которых превышает уровень риска, имеющийся у безрисковых ценных бумаг.

Рисковые ценные бумаги, в свою очередь, условно подразделяются на три группы:

1) низкорисковые – ценные бумаги, для которых, с одной стороны, характерно относительно небольшое превышение уровня риска над уровнем риска, присущим безрисковым бумагам, а с другой, уровень риска которых ниже его среднерыночного уровня для обращающихся на рынке ценных бумаг;

2) рисковые – ценные бумаги, уровень риска которых примерно соответствует среднему уровню риска на рынке ценных бумаг;

3) высокорисковые – ценные бумаги, уровень риска которых в той или иной степени превышает средний уровень риска на рынке ценных бумаг.

В мировой практике к безрисковым ценным бумагам относят краткосрочные (на срок 1–3 месяца) государственные долговые обязательства (казначейские векселя). Все остальные ценные бумаги принято называть рисковыми.

К низкорисковым обычно относятся все остальные государственные ценные бумаги.

К среднерисковым чаще всего причисляют корпоративные облигации с кредитным рейтингом, сопоставимым со страновым рейтингом.

В разряд высокорисковых ценных бумаг обычно входят акции.

Но существуют и сверхрисковые, чем обычные акции, инструменты рынка ценных бумаг. К ним относятся так называемые производные финансовые инструменты, которые основаны на срочных контрактах, активом которых в том или ином виде выступают ценные бумаги.

С точки зрения степени свободы обращения, т. е. наличия или отсутствия ограничений на куплю-продажу, ценные бумаги могут делиться:

1) на рыночные – ценные бумаги, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободнообращающимися ценными бумагами;

2) нерыночные – ценные бумаги, которые имеют ограничения или запрет на передачу путем купли-продажи. Они условно могут быть подразделены:

– на частично нерыночные ценные бумаги – ценные бумаги, которые могут продаваться и покупаться на рынке, но при соблюдении наложенных на них ограничений;

– полностью нерыночные ценные бумаги – ценные бумаги, которые по условиям их выпуска вообще не могут продаваться и покупаться на рынке (перепродаваться), а только подлежат возврату их эмитенту.

Сутью рынка является свободная купля-продажа имеющихся на нем товаров, в том числе и ценных бумаг. Поэтому рыночные ценные бумаги есть преобладающий вид ценных бумаг. Но в ряде случаев эмитент может выпустить нужные участникам рынка ценные бумаги с ограничениями на их свободное отчуждение третьим лицам. Например, акции непубличных акционерных обществ в интересах самих акционеров имеют ограничения на свободное обращение. Это, в частности, выражается в том, что такого рода акции никогда не обращаются на фондовых биржах.

Крайним возможным случаем нерыночности ценной бумаги является такой ее вид, когда инвестор не может перепродать ее вообще, а только погасить у самого эмитента. Такие бумаги имеют очень специфическое назначение, которое, собственно, и превращает их в нерыночные. В мировой практике обычно это связано, например, с особыми схемами по пенсионному или медицинскому страхованию.

Как в экономической классификации, так и с точки зрения юридической принадлежности привлекаемого капитала, ценные бумаги делятся:

– на долевые (владельческие) – ценные бумаги, которые представляют собственный (уставный) капитал эмитента;

– долговые – ценные бумаги, которые представляют заемный капитал для их эмитента.

К долевым ценным бумагам относятся акции, а часто еще и ценные бумаги паевого типа, примером которых в российской практике являются инвестиционные паи и др. В отличие от акций, которые представляют собой собственный капитал юридического лица, инвестиционный пай – это не объединенный капитал как капитал юридического лица.

Долговые ценные бумаги в юридическом плане обычно есть иная форма займа капитала участником рынка по сравнению с банковской ссудой, суть которой состоит в прямом обращении к кредитору, минуя посредника в лице банка. Подавляющая часть всех видов ценных бумаг относится к группе долговых бумаг.

Долевые ценные бумаги основываются на договоре учреждения юридического лица, долговые ценные бумаги – на договоре займа (кредитования).

С точки зрения наличия дохода при определенных условиях выпуска ценные бумаги могут быть классифицированы:

– на доходные – ценные бумаги, доход по которым уже заложен в самом эмиссионном отношении, и он выплачивается эмитентом их владельцу. В свою очередь, они имеют две формы:

1) процентные – ценные бумаги, по которым эмитент выплачивает доход, начисляемый (рассчитываемый) им самим;

2) дисконтные – ценные бумаги, по которым эмитент уплачивает доход в форме дисконта (при погашении по номинальной стоимости);

– бездоходные – ценные бумаги, по которым сам эмитент никакого дохода не выплачивает.

Доход по ценной бумаге может начисляться и выплачиваться эмитентом в форме дивиденда или процента. Юридически дивиденд есть доход, выплачиваемый по акции. Его экономическая суть состоит в том, что размер такого дохода обычно заранее не определяется условиями эмиссии, т. е. он заранее неизвестен по своей величине для участников рынка.

Юридически процент – доход, выплачиваемый по облигации (а в общем случае – по ссуде) или иной долговой ценной бумаге. Его экономическое отличие от дивиденда состоит в том, что размер процента обычно заранее известен для владельца ценной бумаги. На практике экономические различия между дивидендом и процентом оказываются размытыми, поскольку имеет место, с одной стороны, выпуск акций (привилегированных) с фиксированным размером дивиденда, а с другой – и выпуск облигаций с нефиксированной ставкой процентного дохода, или с плавающим процентом. Необходимость существования чистого дохода по конкретной ценной бумаге в фиксированном или нефиксированном (плавающем) виде определяется потребностями участников рынка. Возможность наличия у конкретной доходной ценной бумаги обеих экономических форм выплачиваемого (начисляемого) дохода означает лишь то, что в их основе лежит экономически однородное рыночное отношение – отношение ссудного капитала.

Возможна и другая форма получения дохода по ценной бумаге – в виде дисконта, т. е. разницы между номиналом ценной бумаги и более низкой рыночной ценой ее приобретения. Дисконт всегда выплачивается эмитентом, а потому дисконтная ценная бумага есть доходная бумага, нацеленная на получение дохода уже при ее выпуске. Дисконтная ценная бумага позволяет инвестору получить заложенный в ней доход не в виде растянутых во времени выплат, а единовременно – в момент погашения ценной бумаги. Такая форма выплаты дохода тоже представляет интерес для определенного круга инвесторов.

Бездоходная ценная бумага не нацелена на извлечение дохода по своему внутреннему (эмиссионному) содержанию. Но при определенных условиях и она может стать источником дохода. Единственно возможно формой дохода по бездоходным ценным бумагам является положительная разница в их рыночных ценах. Условием наличия такого рода дохода является получение ценной бумагой рыночной цены, т. е. ее обращение на рынке. Поскольку бездоходная ценная бумага выпускается не в целях увеличения капитала, а в качестве товара или платежного средства, постольку она часто не имеет рыночной цены, отличной от рыночной цены представляемого ею товара. Такая ценная бумага для своего владельца есть обычно простое свидетельство на товар или на деньги, но не на капитал.

Доход в виде разницы в рыночных ценах может иметь место по обеим рассматриваемым группам ценных бумаг. Но если для бездоходных бумаг он есть их единственный вид дохода, то для доходных ценных бумаг положительная разница в рыночных ценах представляет собой второй вид дохода, источником которого

уже является не эмитент, а непосредственно сам инвестор. Таким образом, инвестиционный доход или доход, получаемый инвестором (владельцем) ценной бумаги, может состоять из двух частей:

1) выплачиваемый (начисляемый) – доход, который выплачивает эмитент инвестору в соответствии с условиями выпуска ценной бумаги;

2) дифференциальный – доход, который может быть получен от разницы в рыночных ценах по ценной бумаге.

В зависимости от того, в каком качестве ценная бумага обращается на рынке, она может быть:

– инвестиционной (капитальной) – ценная бумага, которая приносит ее владельцу инвестиционный доход. Выражаясь иначе, это ценная бумага как объект для инвестирования, или как объект для вложения денег в качестве капитала, или как доходный рыночный актив, т. е. то, что приносит желаемый инвестором вид дохода. К инвестиционным ценным бумагам в обычных условиях всегда относятся акции и облигации как ценные бумаги, приносящие процентный или дивидендный доход, иначе – просто доходные ценные бумаги;

– неинвестиционной – ценная бумага, обращение которой на рынке не приносит дохода (инвестиционного) ее владельцу. Обычно неинвестиционными являются ценные бумаги, обслуживающие расчеты на товарных или других рынках.

Чаще всего в этой роли выступают коносаменты, складские свидетельства, чеки. Когда говорят о рынке ценных бумаг как о рынке, то обычно имеют в виду рынок именно инвестиционных, а не всех ценных бумаг. Но неправильно было бы относить к инвестиционным только те ценные бумаги, которые приносят определенный условиями их выпуска доход (выплачиваемый доход), т. е. только доходные ценные бумаги. Любая ценная бумага, включая ее бездоходные виды, конечно, при соответствующих обстоятельствах может стать источником дохода в форме разницы в ее рыночных ценах (дифференциальный доход).

Деление ценных бумаг на инвестиционные и неинвестиционные есть не деление их по конкретным юридическим видам, а деление по тому, какую роль они на самом деле выполняют на рынке. Например, акция, которая не обращается на рынке и соответственно не имеет рыночной цены, дивидендный доход по которой ниже уровня инфляции в стране, мало имеет отношения к инвестиционной ценной бумаге, так как не является источником увеличения капитала ее владельца. Но даже если акция и имеет рыночную цену, которая вместо ее увеличения, наоборот, систематически снижается и, соответственно, вложенный в нее капитал инвестора все уменьшается, то и такая акция никак не отвечает понятию инвестиционной ценной бумаги.

В зависимости от наличия номинала ценные бумаги подразделяются:

– на номинированные – ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость, или номинал, в денежном выражении;

– неноминированные – ценные бумаги, не имеющие номинальной стоимости. Они могут существовать в двух видах:

1) относительно номинированные – ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость в относительном выражении (в долях);

2) абсолютно неноминированные – ценные бумаги, по которым номинал не может быть определен вообще.

Юридически номинальная стоимость ценной бумаги, или номинал ценной бумаги, – абсолютная денежная величина, фиксируемая в ценной бумаге при ее выпуске. Это может быть денежная сумма, которую эмитент обязуется вернуть инвестору при гашении долговой ценной бумаги или из которой складывается собственный (уставный) капитал инвестора как юридического лица.

По российскому законодательству инвестиционные ценные бумаги должны иметь номинальную стоимость, кроме ценных бумаг, представляющих собой пай (долю), к которым относятся инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия. В других странах разрешается даже выпуск акций без номинальной стоимости, причиной чего является избежание налогообложения их выпуска (налог на эмиссию уплачивается с номинальной стоимости эмитируемых акций).

С точки зрения сущности любого эмиссионного отношения, лежащего в основе любой ценной бумаги, всегда имеет место процесс передачи определенной величины стоимости от инвестора к эмитенту. Величина передаваемой стоимости и есть номинал эмиссионного отношения, или ценной бумаги, в экономическом его понимании. В этом (экономическом) смысле безноминальных ценных бумаг просто не существует по самой природе эмиссионного отношения как формы отношения отчуждения. Какая-то стоимость всегда должна быть отчуждена инвестором, чтобы возникла ценная бумага. Безноминальность паевых ценных бумаг вытекает из того, что размер стоимости, реально передаваемой инвестором эмитенту пая и обратно, колеблется от пая к паю, а потому он не может быть зафиксирован в качестве юридического номинала пая ни в абсолютном размере, ни в относительном.

Что же касается выпуска акций без указания номинала в денежном выражении, то на самом деле у них номинал есть, только он фиксируется не в абсолютной величине, а в относительном размере – в виде доли акции в уставном капитале компании. Например, объявляется, что выпускается такое-то количество акций, каждая из которых есть одна миллионная доля уставного капитала акционерного общества. Если таким путем будет собран общий капитал размером 100 млн руб., то это означает, что фактически номинальная стоимость одной акции составила 100 руб., хотя юридически данная акция не имеет номинала, поскольку эти 100 руб. не были зафиксированы в качестве номинала акции при ее эмиссии (имеется в виду момент эмиссии до начала собственно продажи акции на рынке).

Следовательно, потенциально возможная безноминальность акции не тождественна безноминальности инвестиционного пая. Безноминальность акции есть скрытая, или опосредованная, форма существования ее номинала. Безноминальность инвестиционного пая есть отсутствие юридического номинала вообще, или, выражаясь иначе, невозможность распространения требования наличия номинала на данный вид ценных бумаг.

Что же касается долговых ценных бумаг, то здесь отсутствие номинала в абсолютном выражении совершенно невозможно, поскольку это противоречит юридической сущности самого долгового отношения.

Глава 3

СТРУКТУРА И УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг – это совокупность экономических рыночных отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками.

Участники рынка ценных бумаг – физические или юридические лица, которые продают, покупают ценные бумаги или обслуживают их обороты и расчеты по ним, вступая между собой в определенные экономические отношения, связанные с выпуском и обращением ценных бумаг.

Всех участников можно разделить на следующие группы:

– эмитенты;
– инвесторы;
– профессиональные участники рынка ценных бумаг;
– регулирующие органы;
– саморегулируемые организации (рис. 8).

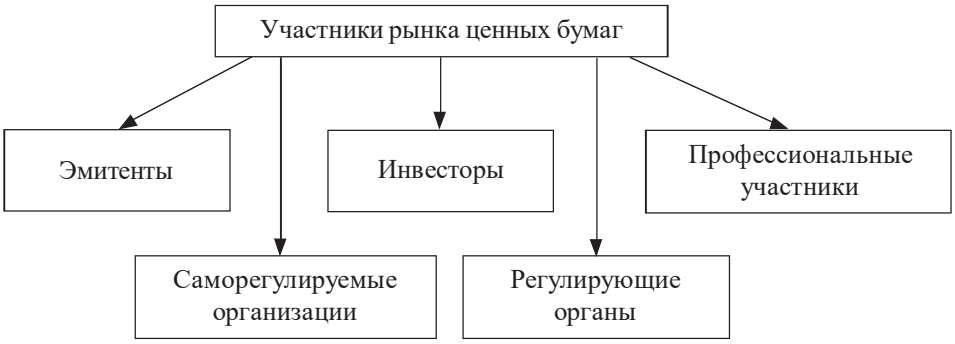


Рис. 8. Участники рынка ценных бумаг

Эмитент – юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами.

Классической *целью* эмитента является мобилизация ресурсов для финансирования хозяйственных нужд или каких-либо проектов. Принимая решение о выпуске ценных бумаг, эмитент должен тщательно проанализировать ситуацию в стране и отрасли, а также перспективы своего развития; определить круг потенциальных покупателей ценных бумаг и их предпочтения; разработать параметры выпуска (объем эмиссии, вид ценной бумаги, номинал, доход).

На рынке ценных бумаг эмитент оценивается по *инвестиционным качествам* выпускаемых им ценных бумаг (доходности, ликвидности и надежности).

Под *доходностью* ценных бумаг понимается возможность определенных ценных бумаг приносить доход своему владельцу.

Доход складывается из двух составляющих:

– дивидендных либо процентных выплат по вложениям в ценные бумаги. Эта составляющая дохода связана с эффективностью деятельности эмитента. Например, размер дивидендных выплат зависит от полученной прибыли, пропорций ее распределения, количества эмитируемых акций и т. д.;

– курсовой (рыночной) разницы, возникающей в результате спекулятивных или арбитражных сделок.

Под *ликвидностью* понимается инвестиционное качество ценных бумаг, которое связано с возможностью быстро превратить ценную бумагу в денежные средства. Как правило, ликвидность ценных бумаг определяется их спросом на фондовом рынке.

Под *риском* (*надежностью*) понимается инвестиционное качество ценных бумаг, связанное с возможностью потери денежных средств от падения курса определенной ценной бумаги.

В состав эмитентов входят:

– *государство* (эмитентом государственных ценных бумаг Российской Федерации выступает Правительство Российской Федерации либо уполномоченное Правительством Российской Федерации Министерство финансов Российской Федерации; эмитентом государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовый орган субъекта Российской Федерации, наделенные законом субъекта Российской Федерации правом на осуществление государственных заимствований субъекта Российской Федерации; эмитентом муниципальных ценных бумаг выступает местная администрация, наделенная уставом муниципального образования правом на осуществление муниципальных заимствований;

– *акционерные общества*;

– *частные предприятия* (могут выпускать только долговые ценные бумаги).

Эмитентов можно классифицировать по ряду признаков (рис. 9).

Инвестор – физическое или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет с целью получения дополнительного дохода.

По *статусу* они подразделяются:

– на институциональных инвесторов (государство, корпоративные структуры, в том числе акционерные общества, специализированные институты, в числе которых коммерческие банки, страховые организации, другие финансовые и фондовые посредники);

– коллективных инвесторов (акционерные инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, кредитные союзы);

– индивидуальных инвесторов (физических лиц);

– квалифицированных и неквалифицированных инвесторов.

Структура инвесторов по статусу представлена на рис. 10.

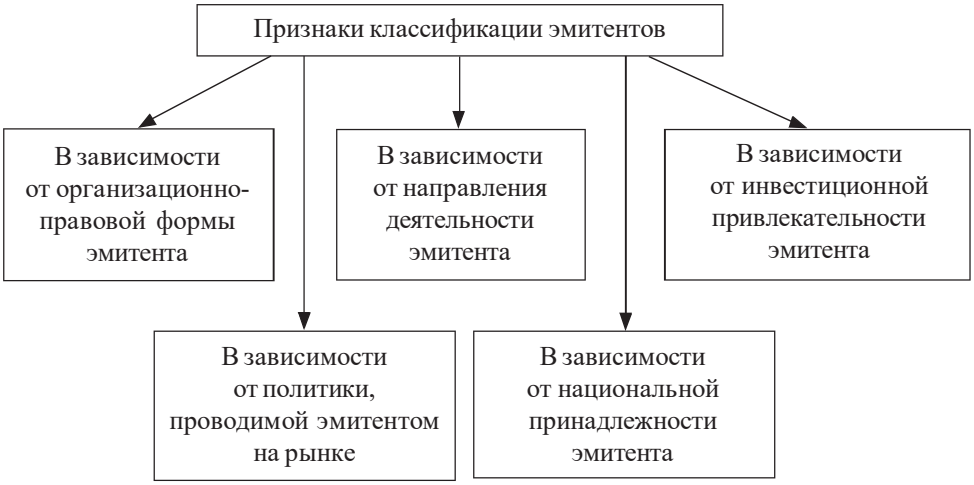


Рис. 9. Признаки классификации эмитента

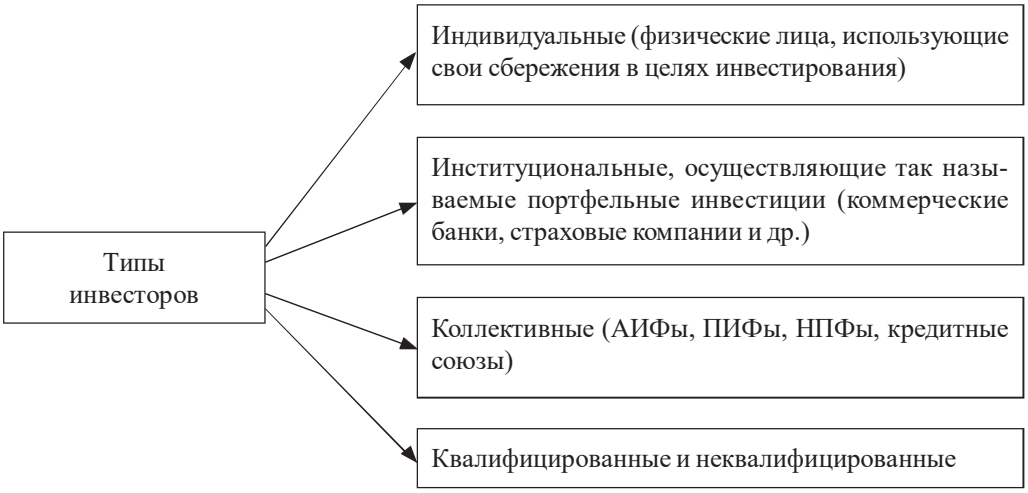


Рис. 10. Классификация инвесторов по статусу

К *квалифицированным* инвесторам – юридическим лицам – относятся:

– профессиональные участники рынка ценных бумаг;

– клиринговые организации;

– специализированные финансовые общества, которые вправе осуществлять эмиссии структурных облигаций;

– кредитные организации;

– акционерные инвестиционные фонды;

– управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных инвестиционных фондов;

– страховые организации;

– негосударственные пенсионные фонды;

– Банк России;

– Агентство по страхованию вкладов и ряд других.

Банк России установил требования, в соответствии с которыми физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором: стоимость ценных бумаг во владении физического лица; опыт работы в организациях, которые совершали сделки с ценными бумагами или заключали договора, являющиеся производными финансовыми инструментами; размер имущества, принадлежащего этому лицу; соответствующее образование или квалификационный аттестат и др.

Признание лица квалифицированным инвестором осуществляется, как правило, брокерами и управляющими в отношении одного или нескольких видов ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Лицо, которое осуществляет признание инвестора квалифицированным, должно вести реестр лиц, признанных им квалифицированными инвесторами.

По *целям инвестирования* выделяют следующие типы инвесторов:

– консервативные – заинтересованы в безопасности вложений, инвестируют средства в основном в государственные ценные бумаги и облигации крупных корпораций с рейтингом не ниже странового;

– умеренно-консервативные – ориентируются на получение текущего дохода по ценным бумагам наиболее устойчивых предприятий и облигациям с высоким рейтингом;

– агрессивные – рассчитывают на преумножение вложений по «акциям роста» – молодых развивающихся предприятий, осваивающих новые ниши на рынках;

– изощренные – максимизирующие прибыль от арбитражных и спекулятивных сделок, профессиональные игроки («быки» и «медведи»);

– стратегические – стремящиеся к установлению контроля над предприятием и получению дохода в перспективе.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг выполняют очень важную роль, заключающуюся в том, что они:

– устанавливают связь между эмитентами и инвесторами, облегчая и ускоряя движение капитала;

– формируют спрос и предложение, консультируя эмитентов по поводу выпуска, а инвесторов – покупки ценных бумаг;

– обеспечивают устойчивость рынка, амортизируя колебания цен путем совершения спекулятивных сделок.

Ключевые задачи профессионального участника следующие:

– привлечение клиентов на рынок ценных бумаг;

– генерирование инвестиционных идей и стратегий, их экспертиза;

– внедрение и реализация риск-менеджмента в деятельность финансовых институтов;

– регулярный анализ текущего состояния рынка ценных бумаг.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг подразделяются на прямых и инфраструктурных финансовых посредников.

Прямые финансовые посредники – те, которые непосредственно обеспечивают процесс нахождения друг с другом продавца и покупателя: брокеры, дилеры, форекс-дилеры и управляющие.

К *инфраструктурным* посредникам можно отнести институты инфраструктуры: регистраторов, депозитарии, клиринговые организации, организаторов торговли, в т. ч. биржи. Эти институты способствуют заключению сделок между участниками рынка ценных бумаг и берут на себя часть рисков: риск неподлинности ценных бумаг, риск непоставки ценных бумаг, риск неполучения денежных средств и т. д.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» выделяют следующие виды профессиональной деятельности, которые подлежат лицензированию Банком России:

– брокерская;
– дилерская;
– деятельность форекс-дилера;
– деятельность по управлению ценными бумагами;
– деятельность по инвестиционному консультированию;
– депозитарная;
– деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
– клиринговая деятельность (регулируется Федеральным законом «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»);
– деятельность по организации торговли, в т. ч. деятельность бирж (регулируется Федеральным законом «Об организованных торгах»).

Брокерской деятельностью признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом (договор о брокерском обслуживании).

Брокер осуществляет свою деятельность на основании договора поручения (от имени клиента); договора комиссии (от своего имени) или агентского договора (либо от своего имени, либо от имени клиента). По агентскому договору брокер, кроме купли-продажи ценных бумаг, может предоставлять корпорации маркетинговые, информационные, консультационные услуги на долгосрочной основе, а также андеррайтинговые услуги по размещению ценных бумаг. При этом брокер имеет право приобрести за свой счет ценные бумаги, которые не размещены в срок, предусмотренный договором с корпорацией.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и(или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и(или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

По отношению к эмитенту дилер может действовать в качестве маркет-мейкера, который за плату оказывает эмитенту услуги по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торговли ценными бумагами в ходе торгов, организуемых биржей.

Дилер имеет право объявлять иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг:

– минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг;

– срок, в течение которого действуют объявленные цены.

Деятельностью форекс-дилера признается деятельность по заключению договоров от своего имени и за свой счет с физическими лицами, не являющимися индивидуальными предпринимателями, на неорганизованных торгах:

– договоров, которые являются производными финансовыми инструментами, обязанность сторон по которым зависит от изменения курса соответствующей валюты и (или) валютных пар и условием заключения которых является предоставление форекс-дилером физическому лицу, не являющемуся индивидуальным предпринимателем, возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного этим физическим лицом форекс-дилеру обеспечения;

– двух и более договоров, предметом которых является иностранная валюта или валютная пара, срок исполнения обязательств по которым совпадает, кредитор по обязательству в одном из которых является должником по аналогичному обязательству в другом договоре и условием заключения которых является предоставление форекс-дилером физическому лицу, не являющемуся индивидуальным предпринимателем, возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного этим физическим лицом форекс-дилеру обеспечения.

Договоры могут заключаться только в отношении валюты, которая имеет цифровой и буквенный коды, установленные федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по оказанию государственных услуг, управлению государственным имуществом в сфере технического регулирования и обеспечения единства измерений.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность форекс-дилера, именуется форекс-дилером. Деятельность форекс-дилера является исключительной и не совмещается с другими видами профессиональной деятельности.

Деятельностью по управлению ценными бумагами признается деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Объектом доверительного управления могут быть:

– акции и облигации коммерческих организаций;

– государственные и муниципальные облигации;

– ценные бумаги иностранных эмитентов.

Не могут быть объектом доверительного управления векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, товарораспорядительные ценные бумаги.

В соответствии со ст. 6.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» в качестве профессиональных участников функционируют *инвестиционные советники*.

Деятельностью по инвестиционному консультированию признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций.

Появление инвестиционных советников связано с необходимостью вовлечения российских граждан на финансовый рынок, принятия ими качественных и обоснованных инвестиционных решений с учетом их инвестиционных целей, способности понимать присущие рынку риски для реализации собственных финансовых планов. Профессиональное сообщество рынка ценных бумаг считает, что инвестиционные советники органично войдут в индустрию финансового рынка. Согласно приведенным НАУФОР данным на финансовом рынке США в 2014 г. работало примерно 285 тыс. финансовых консультантов, каждый из которых обслуживал около 900 американцев, осуществляющих финансовые и инвестиционные операции.

Клиринговой деятельностью признается деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке Банком России. Клиринговая услуга – это услуга по осуществлению клиринга. В свою очередь, под клирингом понимают определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовку документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств, а также обеспечение исполнения таких обязательств.

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Депозитарий учитывает права не только на именные, но и на предъявительские ценные бумаги, а также эмиссионные и неэмиссионные.

Перечислим прямые обязанности депозитария:

– ведение отдельного от других счета депонента с указанием даты и совершение каждой операции по счету;

– регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;

– передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг в качестве номинального держателя, а также на поступление на свой счет доходов по ценным бумагам с целью их перечисления на счет депонента.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются: сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг.

Регистратор осуществляет свою деятельность на основании договора с корпорацией-эмитентом и предоставляет ему необходимую информацию для осуществления прав по ценным бумагам эмитента.

Объектом учета прав регистратора могут быть только эмиссионные именные ценные бумаги.

Деятельность регистратора заключается в ведении системы реестра – совокупности данных, необходимых для фиксации и удостоверения прав владельцев именных ценных бумаг.

Обязанности держателя реестра:

1) открывать и вести лицевые счета зарегистрированным лицам, где учитываются все принадлежащие данному лицу ценные бумаги и факты обременения их обязательствами;

2) предоставлять зарегистрированному лицу, на лицевом счете которого учитывается более 1 % голосующих акций эмитента, информацию из реестра об имени (наименовании) зарегистрированных лиц и о количестве акций каждой категории (каждого типа), учитываемых на их лицевых счетах;

3) информировать зарегистрированных лиц по их требованию о правах, закрепленных ценными бумагами, способах и порядке осуществления этих прав;

4) предоставлять зарегистрированному лицу по его требованию выписку из реестра по его лицевому счету и др.

Договор на ведение реестра заключается корпорацией только с одним юридическим лицом – держателем реестра, который может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа корпораций-эмитентов или лиц, обязанных по ценным бумагам.

Организатор торговли – лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы.

Организованные торги – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров РЕПО и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Публичное обращение ценных бумаг – обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы. Не является публичным обращение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах.

Все виды профессиональной деятельности могут осуществляться только юридическими лицами и только на основании специального разрешения – лицензии, выдаваемой Банком России. Следует иметь в виду, что деятельностью по инвестиционному консультированию может заниматься индивидуальный предприниматель, отвечающий требованиям Банка России.

Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется следующими видами лицензий:

– лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг;

– лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Регулирующие органы – органы, контролирующие и регулирующие взаимодействие участников рынка ценных бумаг. К ним относятся: Банк России, Министерство финансов РФ, Федеральная налоговая служба, Федеральная антимонопольная служба и др.

Охарактеризуем некоторые регулирующие органы, функционирующие на финансовом рынке.

В отношении сферы финансового рынка Министерство финансов РФ выполняет функции по нормативно-правовому регулированию финансового рынка и совместно с Банком России определяет основные направления развития финансового рынка. Также одной из функций является осуществление контроля и надзора за эмиссией государственных и муниципальных ценных бумаг РФ путем регистрации условий их эмиссии и обращения.

Федеральная налоговая служба производит контроль и надзор за юридическими лицами, кредитными и некредитными финансовыми организациями в сфере нарушений законодательства о налогах и сборах и предоставлении ими достоверной бухгалтерской и налоговой отчетности. Вся эта информация передается Банку России для последующего надзора за участниками финансового рынка.

Федеральная антимонопольная служба производит контроль и надзор в сфере защиты конкуренции на различных рынках, в том числе и на финансовом рынке. Под ее надзор попадают участники финансового рынка, предоставляющие финансовые услуги: банковские, страховые, услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг, организаторов торговли и др. Задачами специально созданного Управления контроля финансовых рынков являются: предупреждение и пресечение нарушений антимонопольного законодательства; разработка и обеспечение реализации предложений по развитию конкуренции, совершенствованию рыночных отношений и антимонопольного контроля на финансовых рынках. Федеральная антимонопольная служба РФ также активно взаимодействует с Банком России в обмене информацией о нарушениях со стороны субъектов, предоставляющих финансовые услуги.

Саморегулируемые организации (СРО) – добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующие в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и функционирующие на принципах некоммерческой организации (НКО).

СРО учреждается на добровольной основе профессиональными участниками рынка ценных бумаг в следующих целях:

1) обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;

2) соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

3) защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессионального участника рынка ценных бумаг, являющегося членом СРО;

4) установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами и обеспечения эффективной деятельности на рынке ценных бумаг.

В настоящее время существуют три саморегулируемых организации рынка ценных бумаг:

– Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР);

– Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД);

– Ассоциация форекс-дилеров (АФД).

Глава 4
ЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

4.1. Акция

4.1.1. Понятие, категории, типы и разновидности акций

Акции являются эмиссионными ценными бумагами, закрепляющими права их владельцев (акционеров, инвесторов) на получение части прибыли акционерного общества-эмитента в форме дивидендов; на участие в управлении эмитентом; на часть имущества, остающегося после ликвидации эмитента. Терминология, положения об эмиссии, требования к эмитентам и обращению акций закреплены Федеральным законом № 39-ФЗ от 22.04.1996 г. «О рынке ценных бумаг». Исходя из назначения и экономической сущности, акциям присущи следующие фундаментальные свойства:

– акции – это титулы собственности на имущество акционерного общества-эмитента;

– классические акции не имеют конечного срока обращения, это непогашаемая ценная бумага;

– акционеры несут ответственность, ограниченную инвестированным в ценные бумаги капиталом; инвесторы не отвечает по обязательствам компании-эмитента;

– неделимость прав, закрепленных за владельцами акций.

Самые первые акционерные общества появились еще в XVII в., однако современное развитие началось только в конце XIX в. и связано оно было с бурным развитием капиталистических отношений не только в производственной сфере, но и в финансовой. Создание акционерных обществ обусловлено эмиссией акций, используемых для формирования акционерного капитала, который мог увеличиваться как за счет изменения номинала акций, так и за счет эмиссии новых траншей бумаг, обращение которых на рынке ценных бумаг позволяло использовать бумаги для финансовых операций и получения дополнительных сделок – залоговых, при которых можно использовать бумаги в качестве обеспечения гарантий по обязательствам.

Мировая практика установила необходимость реквизитов ценных бумаг вообще и акций – в частности, как законодательно регулируемых; отсутствие хотя бы одного из обязательных реквизитов делает бумагу неправомочной (недействительной, неподлинной).

Обязательные реквизиты акции как ценной бумаги:

1) фирменное наименование и местонахождение эмитента;

2) наименование бумаги и ее вид – обыкновенная (или привилегированная) акция;

3) порядковый номер;

4) дата эмиссии;

5) номинальная стоимость (может быть не у всех);

6) имя держателя, если это именная бумага;

7) размер уставного капитала на дату эмиссии (если это акция);

8) количество акций данной эмиссии;

9) дата, порядок и форма выплаты дивидендов (если они предусмотрены);

10) размер дивиденда (только для привилегированных акций, в обыкновенных зависит от прибыли);

11) подписи/печати;

12) предприятие-изготовитель бланка.

Выпуск акций называется эмиссией, а акционерное общество, выпустившее их, – эмитентом.

Лица, приобретающие акции – покупатели ценных бумаг с целью получения дивидендного или спекулятивного дохода, называются инвесторами.

Акция есть свидетельство о внесении доли в капитал акционерного общества, дающее право на получение дохода и формальное участие в управлении эмитентом.

Поскольку традиционные акции бессрочны, то, как правило, они не выкупаются акционерным обществом (при определенных обстоятельствах такое бывает), и акционеры отвечают по обязательствам эмитента только в размере инвестиций. При банкротстве акционерного общества не существует гарантий возврата инвестированных средств.

В зависимости от инвестиционных целей и сложившейся в разных странах практики акционирования, выработано множество разновидностей акций, обладающих потребительской, номинальной, эмиссионной и рыночной стоимостью и ликвидностью.

Потребительские свойства акций обусловлены их способностью приносить дивидендный и спекулятивный доходы; последний зависит от динамики рыночной стоимости.

Номинальная (установленная) стоимость формируется эмитентом при выпуске акций и зависит от стоимости компании-эмитента, размеров ее капитала.

Эмиссионная стоимость акций определяется условиями выпуска и размещения при первичном размещении акций (при размещении дополнительных эмиссий). При первом размещении эмиссионная стоимость совпадает с номинальной по российскому законодательству. При повторных выпусках она чаще всего превышает ее и в таком случае говорят об эмиссионном доходе как разности между эмиссионной ценой и номинальной стоимостью. В качестве андеррайтеров выступают инвестиционные и коммерческие банки, брокерские компании.

Рыночная стоимость – это цена акций на вторичном рынке, когда она покупается и продается исходя из рыночной конъюнктуры. Сумма рыночных стоимостей всех акций эмитента формирует его капитализацию. Акции крупных процветающих компаний пользуются повышенным спросом, поэтому инвесторы готовы покупать их по цене, которую запрашивает продавец. Эмитенты, финансовое

состояние которых нестабильно или зависит от нерыночных (политических, например) факторов, вынуждены снижать цену на свои акции.

Для обращающихся на рынке акций существуют разные критерии оценки их стоимости, однако инвесторов в первую очередь интересуют перспективы получения прибыли: потенциальные дивиденды и финансовое состояние компании. В мировой и российской практике для оценки доходности акций используют коэффициент на основе отношения «цена – прибыль» и норму дивидендного дохода.

Коэффициент определяет соотношение между ценой одной акции и прибылью эмитента на одну акцию – это стоимость акции, отнесенная к сумме прибыли на нее.

Норма дивидендного дохода (доходность) отражает годовой доход, который получает инвестор в форме дивидендов – это отношение годовых дивидендов на одну акцию к ее стоимости. Инвесторы рассматривают показатель доходности как свой риск, поскольку важнейшим показателем развития компании является ее будущее развитие. Это как раз показывает доходность – долю полученной прибыли, выплачиваемой акционерам. Остальная прибыль реинвестируется и позволяет компании не прибегать к использованию заемных источников. Высокие значения коэффициента «цена – прибыль» и нормы дивидендного дохода свидетельствуют о повышенном инвестиционном риске, поскольку первый показатель говорит о переоценке рынком стоимости акций, а второй – о том, что эмитент недальновидно использует прибыль, расходуя ее на текущее потребление, а не на развитие.

Принято выделять еще бухгалтерскую (балансовую) стоимость акций, которая зависит от количества эмитированных акций и реального размера капитала: по итогам финансового периода суммируется номинальная стоимость акций, размер резервного капитала и нераспределенной прибыли, и эта сумма делится на количество акций.

Обращаемость акций – это возможность для акционера конвертировать бумаги в деньги, которая во многом определяется ликвидностью бумаг эмитента, всего рынка ценных бумаг, на котором происходят операции. Организация рынка, надежность эмитента, состояние национальной экономики – все это влияет на ликвидность, т. е. скорость превращения активов в деньги без существенных потерь. Акционерные общества развитых стран проводят эмиссию и размещение своих акций на первичном рынке преимущественно при посредничестве инвестиционных и коммерческих банков, банкирских домов, брокерских контор. На вторичном рынке ценных бумаг происходит дальнейшее обращение впервые выпущенных и размещенных акций.

Типологические виды акций объединены в классификационные признаки: по форме собственности, доходности, праву голоса в управлении компанией-эмитентом.

1. По форме собственности различают:

– именные акции, которые имеют форму с указанием владельца – конкретного лица, что в некоторой степени ограничивает возможности их обращения на рынке

ценных бумаг, поскольку они обременены при покупке и продаже необходимостью перерегистрации;

– предъявительские акции, на которых имя владельца не фиксируется; они могут свободно покупаться и продаваться, т. е. обращаться на вторичном рынке без необходимости перерегистрации нового владельца. В России по законодательству выпуск и обращение таких акций не предусмотрены.

2. По характеру доходности акций и правам, заключенным в них, различают:

– обыкновенные (простые) акции – это долевые ценные бумаги, которые дают своим держателям право голоса при управлении компанией-эмитентом на общем собрании акционеров, но величина дивидендного дохода по ним назначается по итогам финансового периода и зависит от финансовых результатов и стратегии развития компании. Акционеры, владеющие обыкновенными акциями, имеют остаточное право на оставшиеся при ликвидации компании активы.

Инвестиционная политика в значительной степени влияет на дивиденды именно по обыкновенным акциям. Выплаты дивидендов по ним осуществляются компанией-эмитентом исходя из стратегических задач: стабильности доходов, перспектив роста, репутации, конкурентной среды и т. д. Практика устойчивых, мощных компаний показывает, что эмитенты стремятся выплачивать стабильные, увеличивающиеся со временем дивиденды, поскольку это порождает доверие и создает впечатление, что компания ведет себя ответственно по отношению к акционерам. Дивиденды по обыкновенным акциям могут выплачиваться как в денежной форме, так и в виде дополнительных акций. В российской практике акционерное общество может выплачивать дивиденды по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев и (или) по результатам года. Выплата дивидендов акциями (*stock dividend*) предполагает, что акционеры вместо денег получают дополнительные акции компании. Дивиденды акциями выплачиваются путем распределения дополнительного выпуска акций среди существующих инвесторов;

– привилегированные (преферентные) акции, по которым выплачивается фиксированный дивидендный доход, который не зависит от финансовых результатов деятельности акционерного общества; при этом такие акции обычно не дают своим владельцам права участия в управлении компанией-эмитентом, т. е. это неголосующие акции. К числу привилегий относится и преимущественное право преферентных акционеров на получение в случае банкротства компании доли ее имущества ранее обычных акционеров.

Привилегированные акции в зависимости от их качеств подразделяются:

а) на кумулятивные, по которым не выплачиваемые несколько периодов дивиденды накапливаются (аккумулируются) и выплачиваются накопленным итогом в удобный для эмитента период. Невыплаты могут быть обусловлены стратегическими задачами развития, для которых необходимо реинвестирование прибыли, а не использование других источников;

б) некумулятивные, по которым назначены фиксированные дивиденды, составляющие либо оговоренную сумму, либо процент от номинальной стоимости

акции. Если эмитентом принято решение о невыплате дивидендов по таким акциям, то накопление по ним не происходит – выплаты пропускаются;

– конвертируемые, которые могут быть обменены чаще всего на долговые бумаги или обыкновенные акции. Конвертация оговаривается отдельно, и о ней объявляется заранее – условия конвертации фиксируются по количеству, срокам и суммам;

– с плавающей ставкой доходности, по которым, в зависимости от полученной эмитентом прибыли или необходимости обслуживания долговых обязательств, величина выплат может изменяться;

– отзывные, которые могут быть выкуплены (отозваны) эмитентом. В отличие от облигаций, такие акции не имеют объявленной даты погашения, но условия выкупа за счет выкупных фондов предусматривают такую возможность. Выкуп обычно осуществляется по номинальной стоимости или с небольшой премией.

Существует масса других возможностей операций с выпущенными и уже обращаемыми акциями, например, дробление акций (сплит), применяемое в связи с понижением цен акции или в целях расширения владения для регистрации на бирже. Дробление не оказывает влияния на рыночную капитализацию и на стоимость инвестиций держателей акций, оно проводится внутри компании, часто сопровождается повышением курсовых котировок акций.

Существует обратный сплит, направленный на сокращение числа акций с целью повышения их цен.

4.1.2. Анализ инвестиционных характеристик акций

Одна из наиболее значительных инвестиционных характеристик акции – ее стоимость, или цена. Различают номинальную и рыночную (курсовую) стоимости.

Номинальная стоимость указана на лицевой стороне сертификата акции, если есть бумажная (документарная) форма, либо, если форма бездокументарная, то номинал указан в электронных документах – реестре, проспекте эмиссии, других инвестиционных документах.

Рыночная стоимость акций постоянно изменяется под влиянием множества самых разных факторов – от геополитических до внутрисекторальных, отраслевых или корпоративных. Изменение рыночной стоимости акции (если это рост) приносит ее владельцу доход в виде курсовых котировочных цен, что может быть значительно выше дивидендной доходности.

В зависимости от формы получаемого дохода принято подразделять акционеров:

1) на инвесторов (вкладчиков), которые предпочитают получать дивидендные доходы;

2) трейдеров (спекулянтов), которые предпочитают получать доход как разницу котировок покупки и продажи акций.

Прогнозирование инвестиционных характеристик акций связано с прогнозированием их рыночной стоимости и основано на двух подходах к анализу: фундаментальном и техническом.

Целью фундаментального анализа являются методы обоснования и расчета внутренней цены бумаги, исходя из экономической информации, имеющейся в распоряжении аналитиков, и тенденций развития эмитента данной бумаги. Фундаментальный анализ позволяет рассчитать инвестиционные цены и составить прогнозы их динамики на разные временные горизонты.

Если внутренняя стоимость акции ниже рыночной – значит, рынок переоценивает компанию-эмитента, в таком случае нужно продавать акции: рыночная стоимость подвижна, меняется быстро.

Если внутренняя стоимость выше рыночной, то акции недооценены, тогда целесообразно их покупать, так как рыночная стоимость будет стремиться к внутренней, а значит, будет расти.

Часто внутренняя стоимость не совпадает с рыночной, но при этом действует «основной постулат фундаментального анализа» – рыночная стоимость стремится к внутренней, расходится с ней и опять может сближаться.

Фундаментальный анализ проводится по трем основным направлениям:

1. Макроэкономический уровень, на котором определяется, насколько благоприятна в данный момент для инвестора общая конъюнктура рынка – национального, международного, а также как она может измениться в краткосрочной перспективе. Исследуются такие макроэкономические показатели, как ВВП/ВНП (в аспекте прогноза), инфляция, безработица, цены на энергоресурсы, возможные риски. Если речь идет об оценке инвестиционного климата в государстве, то принимаются во внимание стабильность налогового законодательства, инвестиционные перспективы, условия кредитования, демографические показатели и общая социально-политическая ситуация.

2. Отраслевой уровень, на котором определяются инвестиционная привлекательность отрасли и ее перспективы, анализируются жизненный цикл продукта, выпускаемого компанией-эмитентом, динамика цен на сырье в отрасли, влияние НТП на отрасль, конкурентоспособность отрасли.

3. Микроуровень – рассматривается сама компания-эмитент с позиции занимаемой доли рынка, структуры управления, структуры капитала, общего финансового положения, оцениваются относительные показатели в динамике.

От финансового анализа всех показателей будет зависеть построение прогнозов доходности и рискованности по акциям. Выделяют два основных направления финансового анализа:

1. «Сверху вниз» означает, что последовательно анализируются инвестиционная привлекательность компании-эмитента с точки зрения макроэкономики, затем отрасли, затем конкретной компании, затем конкретных ее бумаг.

2. Метод анализа «снизу вверх» построен по противоположной логике – сначала проводится внутренний анализ и исследуются тенденции поведения отдельных бумаг компании в разные периоды времени. Затем проводится укрупнение до понимания тенденций, приведших к исследуемым изменениям.

Фундаментальный анализ позволяет получить более объективную оценку деятельности и финансового состояния компании-эмитента с учетом его места в от-

расли, что, в свою очередь, позволяет достаточно точно спрогнозировать настроения существующих и потенциальных акционеров. Как известно, рынок, способный адекватно отреагировать на оперативную информацию, является эффективным.

Технический анализ направлен на выявление закономерной динамики бумаги в анализируемом прошлом. На базе этой динамики прогнозируются изменения характеристик поведения бумаги в будущем. В рамках технического анализа не исследуются фундаментальные факторы, основными объектами технического анализа является динамика цен и объемов торгов акций в прошлом. Методы технического анализа основываются на следующих предпосылках:

1. Движение трендов цен ценных бумаг имеет тенденцию к повторению, что позволяет на основе анализа прошлого строить прогнозы на будущее. Это особенно заметно при повторении ситуаций, например, на сырьевом или финансовом рынке, когда повторяются тенденции в поведении трейдеров.

2. Понятие массовой психологии оказывает влияние на поведение инвесторов: посредством математического инструментария строятся прогнозы тенденций в поведении инвесторов – общеизвестными являются «быки» и «медведи», строящие свои стратегии в определенном диапазоне трендов.

3. Фраза «рынок учитывает все» означает, что любые изменения динамики спроса и предложения на рынке ценных бумаг отражаются на движении цен на торгуемые ценные бумаги. Иными словами, вся существенная информация о товаре (ценной бумаге) уже отражена в самой цене и объеме торгов, и нет необходимости изучать влияние на цену политических, экономических и прочих факторов.

Существуют два направления технического анализа:

1. Графический, основанный на выявлении закономерностей в стоимости ценной бумаги с помощью графиков динамики ее цены. Основные элементы графического анализа:

– линия поддержки – нижняя граница тренда;

– линия сопротивления – верхняя граница, как бы сдерживающая рост.

Выявление тренда – когда волатильность стоимости бумаги укладывается между линиями поддержки и сопротивления, образующими «коридор». Если колебание «пробивает» коридор, то это означает смену тенденции в динамике. Для широты анализа принято одновременно строить линии для разных временных интервалов (краткосрочного, среднесрочного и долгосрочного, отражающих более полный прогноз.

Метод «японских свечей», применение которого позволяет наглядно, в зависимости от внешнего вида свечей формировать тенденцию, преобладающую у стоимости бумаги. Темные свечи означают падение цен, светлые – период роста котировок. Смена динамики сопровождается изменением не только цвета, но и формы тела свечи, и ее «хвоста». Кроме наглядности, позволяющей увидеть динамику цены, японские свечи позволяют оценить объемы торгов при каждой устанавливавшейся в течении торгового периода, цене.

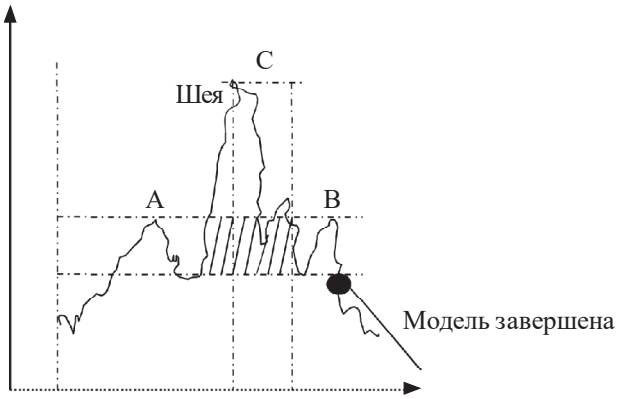
2. Статистический анализ – это метод, основанный на формировании информационных отчетов по каждому торговому периоду (обычно – дню), что служит

основой для анализа на основе сопоставления динамики поведения ценных бумаг от внешней конъюнктуры событий внутри эмитентов, действий властей и т. д. Статистический анализ является более точным методом, но достоверно освещает только «прошлое» торгов, когда влияние произошедших факторов уже отыграно. Его ценность, однако, состоит в возможности повторения тренда при повторении тех же событий, влияние которых уже испытал рынок в прошлом. Статистический метод служит основой для построения аналитических прогнозов и будущей динамики поведения ценных бумаг.

Сущность технического анализа как недостатка состоит в том, что он не рассматривает причины фиксируемой динамики, то, почему цена движется в данном направлении, а учитывает лишь тот факт, что цена уже движется в данном направлении. Поэтому статистический анализ необходимо дополнять экспертным методом, когда аналитики, обозреватели объясняют причины происходящих изменений.

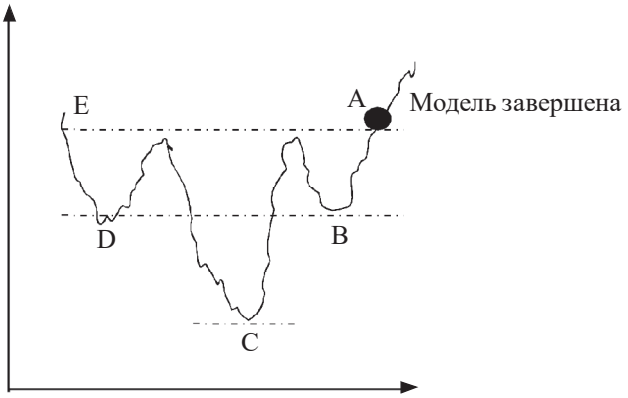
Приведем основные виды ценовых моделей:

1) модель перелома тенденции включает «голову, шею и плечи»:

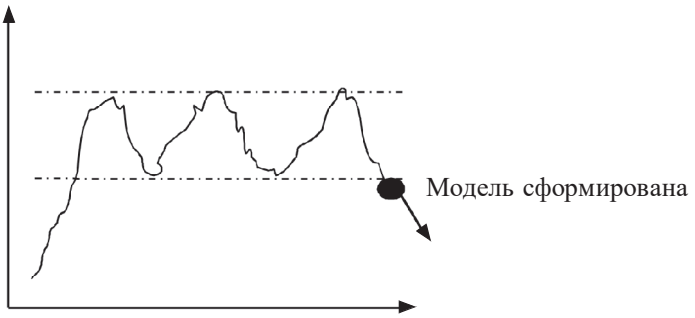


Левое и правое «плечи» (A и B) находятся примерно на одном уровне. Голова (C) находится выше каждого из плеч. Модель считается завершенной после того, когда цена закрытия фиксируется на линии ниже уровня «шеи».

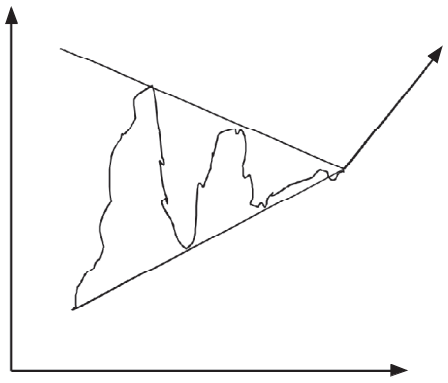
2) «перевернутая голова и плечи»:



3) «тройная вершина»:



4) в моделях продолжения тенденции применяют различного рода треугольники, например, «бычий треугольник»:



Технический анализ направлен на изучение непосредственно динамики рынка ценных бумаг. При этом используются графики, диаграммы движения курсов ценных бумаг, биржевые индексы и специально созданные технико-аналитические индикаторы.

К приемам технического анализа можно отнести:

1) выявление повторяющихся элементов на графике исследуемого показателя;

2) прогноз движения одного показателя по динамике другого (например, прогноз движения цены отдельной ценной бумаги или рынка в целом по динамике объема сделок);

3) сглаживание динамических рядов при помощи скользящей средней с последующей интерпретацией взаимного расположения графиков разнопорядковых скользящих средних:

– относительно друг друга;

– относительно графика исходного ряда фактических показателей.

С помощью формулы точно спрогнозировать рыночную цену акции нельзя, но можно установить ориентировочный уровень ее изменения. Исходя из диаграммы

доходов и расходов инвестора, рыночную стоимость акции можно определить равной дисконтированной сумме будущих дивидендов. Цена покупки акции должна компенсироваться полученными дивидендами, которые, с учетом неопределенного срока функционирования предприятия ($n \to \infty$) образуют своеобразную финансовую ренту.

Коэффициент дисконтирования при $n \to \infty$ составит $1/r$, а ожидаемая цена акции (P) будет равна

$$P = d/r,$$

где d – ежегодный дивиденд по акции, ожидаемый в будущем, руб.; r – ставка доходности по альтернативному вложению с аналогичным уровнем риска.

Исходя из приведенной формулы, следует, что рыночная стоимость находится в прямой зависимости от размера выплачиваемых дивидендов: чем больше размер дивидендов, тем больше рыночная стоимость бумаги, и наоборот. Однако на практике высокие дивиденды, выплачиваемые из чистой прибыли в данном периоде, могут негативно отразиться на стоимости бумаг эмитента, т. е. инвестиционные возможности компании в будущем снижаются при текущем росте выплат, что впоследствии приведет к уменьшению чистой прибыли и, соответственно, снижению уровня выплачиваемых из нее дивидендов.

Существуют несколько вариантов расчета доходности акций в зависимости от момента времени:

1. Доходность за период владения акцией:

Доходность за период владения акцией = сумме дивидендов, полученных за период + (цена продажи – цена покупки) / цена покупки.

2. Текущая доходность акции:

Текущая доходность акции = = (дивиденд текущего года / текущий курс покупки) × 100 %.

Под дивидендом текущего года понимается общая сумма всех дивидендных выплат за год.

Надежность акции определяется в соответствии с принадлежностью к той или иной классификационной группе.

Надежность обыкновенных акций определяется финансовым состоянием компании-эмитента; надежность привилегированных акций определяется с помощью следующих критериев:

– обеспеченностью активами (покрытием активами) разносрочных обязательств. Обеспеченность привилегированных акций активами (покрытие активами) определяется с помощью следующего коэффициента:

Покрытие активами = общей стоимости активов предприятия – убытки – – общая задолженность – задолженность акционеров по оплате акций (по взносам в уставный фонд);

– дивидендным покрытием. Дивидендное покрытие привилегированных акций определяется с помощью следующего коэффициента:

Дивидендное покрытие = (балансовая прибыль – налоги –
– процентные платежи по прибыли) / сумма дивидендов
по привилегированным акциям;

– возможностью конверсии бумаг. Возможность конверсии привилегированных акций в облигации с фиксированным процентом позволяет инвестору защитить вложенные средства при снижении прибыли предприятия, а также вернуть их в случае ликвидации предприятия. Как известно, претензии облигационеров (держателей облигаций, т. е. кредиторов) удовлетворяются прежде претензий держателей акций. Кроме того, облигации могут быть обеспечены различными активами предприятия, что существенно повышает гарантии их своевременного погашения в полном объеме;

– свойством кумуляции. Кумулятивность (свойство кумуляции) привилегированных акций означает, что начисленные, но не выплаченные в текущем периоде дивиденды будут выплачены в следующем периоде;

– структурой капитала эмитента по видам эмитированных бумаг.

Существуют несколько моделей расчета стоимости цены акции:

1. Модель капитализации дохода – это расчет цены акции на основе суммирования дисконтированных дивидендов, выплачиваемых по ней:

$$P_{\text{а}} = \sum (d_i / (1 + r)^i),$$

где $P_{\text{а}}$ – теоретическая цена акции в текущий момент времени; d_i – дивиденд по акции в i-м периоде.

Если по акции выплачивается примерно одинаковый дивиденд каждый период, то вышеприведенная формула может быть упрощена:

$$P_{\text{а}} = d / r,$$

где d – одинаковый размер дивиденда, выплачиваемого по акции на протяжении продолжительного периода.

Если по акции выплачивается дивиденд, размер которого равномерно ежегодно возрастает, то формула принимает вид:

$$P_{\text{а}} = d_1 / (r - g),$$

где d_1 – дивиденд, выплачиваемый в первом периоде; g – ежегодный прирост дивиденда (при условии, что $r > g$).

Основным недостатком данной модели является прогнозирование величины дивиденда, который под влиянием множества причин остается одинаковым на сравнительно небольшом промежутке времени, обычно исчисляемом месяцами.

2. Модель оценки капитальных активов, согласно которой для оценки долгосрочных активов, таких как акции, при определении их ожидаемой доходности

следует учитывать индивидуальный, недиверсифицируемый риск, которым обладают акции, по следующей формуле:

$$r_a = r + \beta (rp - r),$$

где r_a – ожидаемая рыночная доходность акции; r – безрисковая ставка доходности; rp – ожидаемая доходность рыночного портфеля; β – коэффициент, измеряющий рыночный риск.

Из данной формулы следует, что ожидаемая премия за риск акции к безрисковой ставке доходности ($r_a - r$), равна ожидаемой премии за риск всего рыночного портфеля акций, скорректированной на β-коэффициент.

3. Факторная модель цены акции в арбитражной теории ценообразования (АТР), согласно которой ожидаемая доходность акции зависит от разнонаправленных изменений многих макроэкономических факторов:

$$r_a = r + \beta_1 \cdot r_1 + \beta_2 \cdot r_2 + ... + \beta_i \cdot r_i,$$

где r_i – премия за риск i-го макроэкономического фактора; β_i – коэффициент чувствительности акции к i-му макроэкономическому фактору.

Таким образом, ожидаемая доходность равна сумме безрисковой доходности и чувствительности актива к каждому из факторов, умноженных на премию за риск по каждому фактору.

Проблемы теории АТР: нет обоснования перечня факторов (инфляция, изменение объемов промышленного производства, разность доходности облигаций низко- и высококачественных, изменение структуры процентных ставок, уровень цен на нефть и т. п.).

4.2. Облигация

4.2.1. Понятие, сущность, виды и классификация облигаций

Облигация – это свидетельство долговых отношений между эмитентом бумаги – заемщиком и ее держателем – кредитором. Свидетельство предоставления кредита дает облигационеру (владельцу облигации) право на получение фиксированного процентного дохода за предоставление средств. Порядок обращения облигаций закреплен Федеральным законом № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г.

Облигации относятся к типу эмиссионных ценных бумаг, закрепляющих права их держателей на получение от эмитента фиксированного процента (доходности) от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству. Таким образом, облигации присущи следующие фундаментальные свойства:

– не являются титулами собственности на имущество эмитента – это удостоверение займа;

– не дают право на участие в управлении эмитентом;

– имеют срок обращения и погашения;

– обладают преимущественным правом при выплате доходности и в удовлетворении обязательств при ликвидации эмитента по отношению к долевым бумагам;

– эмитенты облигаций являются заемщиками по отношению к держателям облигаций – кредиторам.

Облигационеры рассматриваются не только как кредиторы, но и как инвесторы, но невыполнение эмитентом принятых долговых обязательств перед держателями, сопряженное с основной суммой долга и процентной доходностью, влечет за собой инициацию процедур взыскания задолженности в соответствии с действующим законодательством вплоть до открытия процедуры банкротства.

В ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» облигация определена как «эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок номинальной стоимости и зафиксированного процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента».

Важнейшими свойствами облигаций являются:

– долговой характер отношений, закрепляемых ценной бумагой;

– обязательства эмитента по выплатам держателю облигации ее номинала, указанного (в случае документарной формы) на ее титуле (лицевой стороне);

– выплаты фиксированного дохода в виде процента или другого имущественного эквивалента.

Облигации являются главным инструментом заимствования денежных средств следующими эмитентами:

– правительством;

– государственными органами;

– муниципальными образованиями;

– частными компаниями.

Облигации в качестве ценных бумаг выполняют следующие функции:

1) являются источником финансирования дефицита бюджетов и кассовых разрывов различных уровней органов государственной власти;

2) источником финансирования инвестиций частных корпоративных структур;

3) инструментом получения доходности сбережений населения, компаний разных секторов, финансово-кредитных организаций.

Типологическая классификация облигаций включает множество признаков:

1. Облигации с оговоренной датой погашения делятся:

– на краткосрочные;

– среднесрочные;

– долгосрочные.

2. Облигации без фиксированного срока погашения включают:

– бессрочные (срок погашения в момент эмиссии не определяется, а устанавливается дополнительным решением эмитента);

– отзывные (могут быть востребованы эмитентом до наступления срока погашения);

– облигации с правом погашения (предоставляют право инвестору на возврат облигаций эмитенту до срока погашения);

– продлеваемые (предоставляют инвестору право продлить срок погашения и получать проценты в течение этого срока);

– отсроченные облигации дают эмитенту право на отсрочку погашения.

По виду эмитента различают облигации:

– государственные;

– муниципальные;

– корпоративные;

– иностранные.

По сроку погашения различают облигации:

– с оговоренной датой погашения;

– без фиксированной даты погашения.

По порядку владения различают облигации:

– именные;

– предъявительские.

По цели эмиссии различают облигации:

– обычные – для финансирования общего дефицита финансовых ресурсов;

– целевые – для финансирования конкретных проектов.

По способу размещения различают облигации:

– размещаемые свободно;

– размещаемые принудительно.

По форме возмещения различают облигации:

– с возмещением в денежной форме;

– с возмещением в натуральной форме.

По методу погашения различают облигации:

– с единоразовым погашением;

– с рассрочкой платежей;

– с последовательным погашением фиксированной части – для тиражных и лотерейных займов).

По видам выплат различают облигации:

– с выплатой доходности (процентов), без указания срока погашения номинала;

– с погашением номинала, без выплаты процентной доходности (для облигаций с нулевым купонным доходом). Облигации с нулевым купоном размещаются и обращаются на вторичном рынке по ценам ниже номинала, а погашаются – по номиналу – таким образом, разница между стоимостью покупки и погашения составляет доходность – дисконт;

– с погашением номинала без гарантий уплаты процентной доходности (для реорганизационных облигаций);

– с частичным погашением – когда фиксированный доход включает и часть номинала, и проценты; выплачивается несколько раз в год – два, четыре;

– с единовременным погашением номинала в конце срока обращения.

По форме дохода различают облигации:

– с фиксированным купоном;

– с плавающим купоном, которые выпускаются в периоды экономической нестабильности и высокой инфляции, когда фиксированная ставка купона может не отражать действительные инвестиционные условия для инвесторов. Купонная ставка в этом случае, как правило, привязывается к ставке центральных банков или другим индикаторам;

– с индексируемым купоном;

– с нулевым или минимальным купоном (называются бескупонными или дисконтными);

– смешанные, когда купонная ставка может фиксироваться или устанавливаться плавающая в зависимости от сроков обращения.

По характеру обращения различают облигации:

– конвертируемые, которые могут быть обменены на другие бумаги – акции или другие облигации, с пролонгированными сроками или другой доходностью. Условиями эмиссии конвертация может быть предусмотрена в любое время или в установленный период. Цель эмиссии конвертируемых облигаций состоит в привлечении ресурсов под более низкий процент, а привлекательность для инвестора – в получении возможности конвертации облигаций в акции, если рыночная цена последних будет выше конверсионной. Конвертация может осуществляться в акции другого эмитента и даже быть вынужденной в случае, когда эмитент конвертируемых облигаций объявляет об их досрочном погашении, отзыве или выкупе;

– неконвертируемые.

По обеспеченности различают облигации:

– обеспеченные;

– необеспеченные.

Дифференциация облигаций по формам дохода, как правило, направлена на увеличение их привлекательности для инвесторов, но чаще всего облигации имеют купонный доход в разных видах.

Купон на начальном этапе формирования ценных бумаг и их обращения представлял собой часть облигации – отрезаемый от нее талон, дающий право на получение по наступлении указанного в бумаге срока определенного процента от номинала. Разумеется, что купоны в бумажном виде, как и сами документарные бумаги, постепенно почти вытеснены бездокументарными формами, но, следуя многовековым традициям, доход по облигациям продолжает называться купонным.

Видов облигаций, порожденных финансовыми отношениями и потребностями многократного использования капитала, уже размещенного в каких-то финансовых инструментах, много. В относительно молодой российской практике достаточно популярными являются конвертируемые облигации; облигации различных типов и классов (старшие и младшие); с разной очередностью погашения обязательств эмитентом; могут быть обеспеченными, в т. ч. третьей стороной (беззалоговые) – в этом случае используется репутация эмитента или поручителя; облигации, эмитированные под конкретный инвестиционный проект и др. Облигаци-

онные обязательства могут гарантироваться или страховаться с целью повышения привлекательности для инвесторов меньшими рисками.

Развитие ипотечного коммерческого и жилищного кредитования послужило толчком к широкому использованию ипотечных облигаций, обеспечиваемых закладными (пулом закладных). Эмитентами по таким бумагам являются кредиторы, выступающие держателями закладных.

Существуют государственные, корпоративные, биржевые и ряд других облигаций.

4.2.2. Корпоративные облигации

Корпоративные облигации бывают полностью именными, именными только в отношении основной суммы, на предъявителя, в форме электронных записей на счетах. Рынок облигаций значительно шире рынка акций.

Облигация (от лат. *obligatio* – обязательство) – это ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательства выплатить ему номинальную стоимость ценной бумаги в определенный срок, как правило, с уплатой процентов. Облигация удостоверяет отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (заемщиком).

Российский рынок корпоративных облигаций начал полноценно развиваться с 1999 г., после разрешения эмитентам относить проценты по облигациям, обращающимся на биржах, к затратам. В первый же год (в 2000 г.) на ММВБ (сейчас ПАО «Московская биржа») корпоративных облигаций было размещено на десятки миллиардов рублей.

Облигации являются самым надежным инструментом инвестирования. Несмотря на специфическую эмиссию и различия в характеристиках, все облигации являются долговыми обязательствами, свидетельствующими о кредите, предоставляемом инвестором (владельцем облигации) заемщику (эмитенту). За пользование предоставленными деньгами эмитент облигаций уплачивает их держателям вознаграждение (доходность) в течение всего срока владения облигациями. Сумма долга, подлежащая возврату, называется основной или номинальной; дата возврата долга – датой погашения; ставка процента – купоном; период долга – сроком обращения облигаций.

Облигации имеют номинальную, выкупную и курсовую стоимость. Номинальная стоимость облигации служит основой при расчете доходности и дисконте, она формируется до решения об эмиссии.

Цена, по которой эмитент выкупает облигацию по истечении срока займа, называется выкупной. Она может не совпадать с номинальной и зависит от условий займа. В России, согласно законодательству, выкупная цена облигаций всегда равна номинальной, и само понятие «выкупная цена» отсутствует.

Рыночная (курсовая) стоимость облигаций определяется влиянием рыночной конъюнктуры и привлекательностью эмитента, его финансовыми показателями, а также спросом и предложением на рынке ценных бумаг.

Корпоративные облигации, как и другие бумаги, различаются по срокам:
– краткосрочные (от 1 года до 5 лет);
– среднесрочные (от 5 до 10 лет);
– долгосрочные (свыше 10 лет).

Корпоративные облигации могут обеспечиваться землей, зданиями, оборудованием, ценными бумагами эмитента или других компаний. Эмиссии, не имеющие специального обеспечения, основываются на репутации эмитента, кредитном или инвестиционном рейтинге. При планировании эмиссии облигаций формируется выкупной фонд, чаще всего – при эмиссии необеспеченных облигаций, назначение которого – обеспечение погашения долга. Погашение таких облигаций может начаться до истечения срока их обращения за счет средств выкупного фонда. Наличие выкупного фонда существенно повышает надежность и ликвидность облигаций, делает их более привлекательными для инвесторов.

Виды корпоративных облигаций, сроки их обращения, доходность и другие характеристики в значительной степени обусловлены отраслевой принадлежностью эмитента. Так, компании обрабатывающего сектора эмитируют облигации на меньшие сроки, чем в добывающем – 10 и более лет, поскольку их деятельность сопряжена с большими объемами инвестиций и сроками окупаемости. В развитых странах корпоративные облигации имеют выраженную отраслевую направленность: так, в США существуют промышленные облигации, эмитируемые корпорациями обрабатывающей и добывающей промышленности; «коммунальные» облигации, которые эмитируются компаниями электро-, газо-, тепло- и водоснабжения; экологические облигации, выпускаемые корпорациями для финансирования природоохранных проектов, таких как очистные сооружения.

В мировой и отечественной практике широко распространены ипотечные облигации, обеспеченные землей и недвижимостью, используемые в качестве обеспечения в других операциях.

Корпоративные облигации различаются по качеству и надежности, от которых зависят их статус и условия обращения на рынке ценных бумаг – это рейтинг, который определяет вероятность возврата основной суммы кредита и выплаты процентов эмитентом. Рейтинги публикуются независимыми иностранными агентствами, такими как Standard & Poor's, Moody's, Fitch, и российскими: АКРА, РА «Эксперт». При оценке надежности эмитента ценных бумаг рейтинговые агентства учитывают:
– доходы эмитента прошлых периодов, текущие и прогнозные;
– репутацию (гудвилл) эмитента и его продукцию;
– отраслевые перспективы;
– качество корпоративного управления;
– политические риски на территории инкорпорации;
– обеспеченность предыдущих траншей облигаций основным капиталом, чистыми ликвидными активами, финансовыми показателями эмитента.

Традиционно для рейтингов используются буквенные обозначения латинского алфавита в комбинациях по три буквы от A до D включительно: AAA; BBB; CCC;

DDD. Самый высокий рейтинг имеют облигации с тремя А (*triple*-А) – это группа облигаций высшего инвестиционного уровня, обладающая самой высокой надежностью, при этом их доходность невысока. Облигации категории «В» привлекают инвесторов, готовых к риску, но желающих получить повышенный доход; для облигаций этой категории характерна некоторая неопределенность в погашении основного долга и в выплате доходности, а также в сопряженных аспектах – стабильности валюты номинала и др.

Категории «С» и «D» объединяют облигации с высокой неопределенностью в отношении погашения номинала и выплат процентной доходности. Индекс «D» присваивается облигациям с низким рейтингом эмитента, эти бумаги называют «бросовыми», или «мусорными», но именно поэтому они имеют высокую доходность, компенсирующую инвесторам высокие риски.

Эмиссия корпоративных облигаций обеспечивает в разные годы и в разных странах до 70 и даже до 90 % внешнего корпоративного финансирования. Основными эмитентами облигаций выступают промышленные, транспортные и торговые корпорации, а основными инвесторами – инвестиционные, страховые компании, пенсионные фонды, коммерческие банки, частные лица

Многие российские корпоративные облигации имеют оферты, или *put*-опционы, что дает держателю право предъявить облигации к выкупу по номиналу в определенный момент времени, т. е. досрочно вернуть инвестированные (одолженные) средства. Такое право может быть предусмотрено эмитентом, когда ставка купонов определена не для всех купонных периодов, так, например, трехлетние облигации «Тинькофф-банка» со сроком погашения в 2021 г.: для первых трех купонов гарантирована ставка 11,7 % годовых, а для следующих периодов будет объявлена позже, по конъюнктуре. И поскольку при объявлении эмитентом ставок на следующий период они могут оказаться невыгодными для владельцев, у последних должна быть возможность вернуть деньги, для чего используются оферты.

Бывают транши с известными купонами на весь период обращения, но оферты все равно предусмотрены для того, чтобы снизить риски кредиторов и сделать облигации более привлекательными для инвесторов. Снижение риска достигается при снижении ставки ниже рыночного уровня, когда держатели смогут погасить облигации. Механизм погашения в данном случае может осуществляться за дополнительные деньги или бесплатно – многое зависит от брокерских условий (комиссии брокера), но требуется самостоятельно известить эмитента о желании держателя предъявить облигации к выкупу; в назначенную дату сделка совершается.

Помимо комиссии брокера может иметь место комиссия депозитария (хранителя бумаг).

Доходность частного инвестора по облигациям на рынке не равна купонной доходности, потому что рыночные ставки постоянно изменяются, что ведет к изменениям и цен облигаций. Информация о текущих ценах и доходности собирается на рынке, исходя из цен и доходностей предыдущих сделок и текущих заявок, т. е. условий фактической торговли.

ПАО «Московская биржа» (ММВБ) предлагает расчет эффективной доходности, которая учитывает доходность реинвестирования купонов по тем же ставкам, по которым были сделаны первоначальные инвестиции, – по сути это капитализация процентов депозита. Ясно, что с капитализацией доходность выше.

Расчет эффективной доходности основан на ряде допущений:

– возможность реинвестирования купонов по той же ставке, что на практике, далеко не всегда осуществима;

– эффективная доходность рассчитывается относительно рыночной цены, а не номинальной. Такое случается, если текущая рыночная стоимость бумаги выше ее номинала – эта переплата снижает эффективную доходность.

Повышению доходности и преодолению ситуации с ее снижением служит покупка облигаций по заниженной цене, но для этого должны сложиться особые условия на рынке – значительное и резкое изменение ставок в экономике.

Рассчитав доходность облигаций по цене на бирже, инвестор оценивает для себя: приемлемая ли это доходность и стоит ли покупать такие облигации. Сравнительной основой для такой оценки обычно выступают государственные ценные бумаги.

Кредитный риск – это риск дефолта эмитента, т. е. риск того, что эмитент откажется выплачивать купонную доходность и (или) погасить номинальную стоимость облигации. Кредитный риск оценивается по кредитному рейтингу международных рейтинговых агентств, но некоторые транши облигаций могут иметь собственные рейтинги. Наличие рейтинга международного агентства уже свидетельствует об определенном качестве бумаг эмитента: так, Тинькофф-банк имеет спекулятивный рейтинг BB – с позитивным прогнозом от рейтингового агентства Fitch Ratings и спекулятивный рейтинг Ba3 со стабильным прогнозом от Moody's. Это достаточно высокий риск инвестиций в бумаги данного эмитента, который выше риска российских государственных облигаций – суверенный кредитный рейтинг которых агентство Moody's повысило до инвестиционного уровня – Baa3. (Данные приведены по состоянию на 01.08.2019 г.)

Риски в российской практике могут состоять, например, в отзыве Центральным банком лицензии, что вызовет прекращение обращения облигаций данного эмитента на рынке.

Помимо кредитного риска, важное значение имеет рыночный риск, отражающий возможности изменения ситуации на финансовом рынке – от геополитических до внутринациональных, таких как риск изменения процентных ставок в экономике. Рыночный риск формирует волатильность конъюнктуры – он одинаково влияет как на государственные, так и на корпоративные облигации: если ставки в экономике снижаются, то облигации дорожают, а их доходность падает.

На рынок корпоративных облигаций активно стали приходить инвесторы – физические лица. В России действуют льготы в отношении налогообложения купонов по корпоративным облигациям, выпущенным после 01.01.2017 г. Принцип действия льготы только по корпоративным облигациям с купонной ставкой не выше, чем ключевая ставка плюс 5 %.

4.2.3. Биржевые облигации

Биржевые облигации – это разновидность финансовых инструментов, эмиссия которых не требует государственной регистрации, ее осуществляет биржа при условии уплаты государственной пошлины.

Особенностями биржевых облигаций являются:

1. Отсутствие обязательной государственной регистрации в Банке России. Этот процесс осуществляется путем допуска биржевых облигаций к организованным торгам с условием присвоения идентификационного номера траншу.

2. Относительно либеральные требования к сведениям, включаемым в проспект биржевых облигаций.

3. Биржевые облигации должны быть допущены к организованным торгам, проводимым биржей.

4. Процедура делистинга (исключения из Списка) биржевых облигаций на всех биржах, осуществивших их допуск к организованным торгам, является основанием для их досрочного погашения по требованию держателей.

5. Биржевые облигации могут размещаться только по открытой подписке, т. е. доступны неограниченному кругу лиц.

6. Биржевые облигации дают право на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости.

7. Погашение биржевых облигаций может осуществляться только деньгами.

8. Исполнение обязательств по биржевым облигациям может быть обеспечено поручительством или независимой гарантией, но не залогом.

9. Биржевые облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением.

10. Допуск биржевых облигаций к торгам на ПАО «Московская биржа» может осуществляться как при размещении, так и в процессе обращения, однако присвоение идентификационного номера траншу биржевых облигаций осуществляется биржей только при допуске к торгам в процессе размещения, т. е. до их размещения на бирже.

При допуске к торгам биржевых облигаций, выпуску которых идентификационный номер присвоен ранее (в том числе иной биржей), после их размещения (т. е. в процессе обращения) присвоение идентификационного номера не осуществляется. Допуск таких биржевых облигаций к торгам на ПАО «Московская биржа» осуществляется в соответствии с порядком, установленным для допуска классических облигаций к торгам.

Процедура допуска биржевых облигаций к торгам происходит включением их в Список ценных бумаг, допущенных к торгам – Первого, Второго или Третьего уровня листинга.

Эмиссия биржевых облигаций сопровождается представлением на биржу проспекта их эмиссии, если оно требуется законодательством, если нет, и при этом соблюдается хотя бы одно из условий, предусмотренных п. 1 ст. 22 ФЗ «О рынке ценных бумаг», то эмиссия биржевых облигаций может не сопровождаться проспектом их эмиссии. Такие облигации соответствуют Третьему уровню Списка.

Поскольку биржевые облигации являются корпоративными обязательствами с упрощенными правилами, то, в отличие от классических облигаций, их эмиссия и размещение доступны для открытой подписки, а биржевые торги по данными бумагами могут начаться уже на следующий день после размещения, в то время как для традиционных облигаций этот срок может превышать один месяц.

Упрощенная процедура выпуска биржевых облигаций накладывает на эмитента определенные ограничения:

– компания-эмитент должна существовать минимум три года;

– акции эмитента или другие облигации к моменту выпуска биржевых облигаций должны котироваться на данной бирже;

– срок обращения биржевых облигаций не должен превышать трех лет;

– выплата доходности и погашение номинала могут осуществляться только в денежной форме;

– биржевые облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии.

В российской финансовой практике биржевые облигации появились относительно недавно: законодательство по ним создано в конце 2007 г., тем не менее, они уже получили распространение у российских компаний.

4.2.4. Коммерческие облигации

Термин «коммерческие облигации» появился в российском законодательстве в 2014 г., а первые выпуски их состоялись в 2016 г.

Коммерческие облигации не получили массового распространения, их можно назвать «клубными», поскольку ориентированы они на двух-трех институциональных инвесторов и фактически являются сделками по внутригрупповому кредитованию.

Немногочисленные полноценные рыночные размещения показывают, что потенциальный спрос на них со стороны розничных инвесторов достаточно высок, примером чего является эмиссия коммерческих облигаций сети ломбардов «Ломбард-Мастер», организованных инвестиционной компанией «Септем Капитал» в 2017 г., когда удалось привлечь более 100 млн руб. от 50 инвесторов – физических лиц. В табл. 7 представлены особенности коммерческих и классических облигаций.

Желание выйти на рынок с эмиссией коммерческих облигаций демонстрируют разные компании, преимущественно небольшие, однако упрощенный порядок их выпуска, не отменяющий базовых требований к эмитентам, – это эффективная бизнес-модель, рациональная долговая нагрузка.

Отсутствие требования к обеспечению личных поручительств не означает, что коммерческие облигации могут использоваться для покрытия финансирования существующих долгов или *start-up* – и то, и другое порождает риски, а цель корпоративных облигаций – в развитии: создании новых продуктов, инвестициях в IT-технологии, масштабировании эффективной деятельности компании. Не *start-up*,

Таблица 7

Сравнительная характеристика классических и коммерческих облигаций

Параметры	Классические облигации	Коммерческие облигации
Срок подготовки программы/выпуска	4–5 месяцев/1–2 недели	1–2 месяца/8–9 дней
Регистрация	Регистрационный номер ЦБ РФ, регистрация проспекта эмиссии	Идентификационный номер Национального расчетного депозитария, без регистрации проспекта эмиссии
Срок регистрации	До 20 рабочих дней	До 15 рабочих дней
Обращение	Биржевое	Внебиржевое
Аудиторская отчетность	Требуется	Не требуется, проводится самостоятельно
Раскрытие информации	Требуется	Не требуется, но эмитенты ее раскрывают
Кредитный рейтинг	Требуется для котировального списка первого уровня	Не требуется
Первичное размещение	По открытой подписке	Преимущественно по закрытой подписке
Залог/поручительство	Не требуется	Не требуется
Ставка привлечения	8–15 % годовых	15–30 % годовых/25–33 %
Срок размещения	Без ограничений	До 3 лет/до года
Реклама	Без ограничений	Запрещена

потому что компания-эмитент должна уже просуществовать как минимум 2–3 года и зарекомендовать себя таким образом, чтобы инвесторам было понятно, за счет каких источников будут происходить купонные выплаты и погашение облигаций.

Кроме того, к компаниям-эмитентам предъявляются требования по организации четкой структуры владения и управления – инвесторы должны понимать, кого конкретно они финансируют – важны имена конечных бенефициаров – это требование прозрачности.

Если речь идет об инвесторах – физических лицах, то для них желательно, чтобы компания работала в сегменте B2C (бизнес для потребителя) – это практика, которая чрезвычайно хорошо зарекомендовала себя еще в середине прошлого века в Соединенных Штатах, когда реализовывался принцип классической кооперации – финансирование производства продукции ее прямыми потребителями,

знающими сегмент и специфику продукта, процесса производства и находящихся в одном или близком регионе.

Выпуск коммерческих облигаций не требует аудита, не нужно полного раскрытия финансовой и иной информации при выходе на рынок ценных бумаг, однако раскрытие информации еще на стадии подготовки к эмиссии позволяет получить опыт публичности, который важен в будущем, при развитии и работе с другими бумагами, с решением об IPO.

Важный способ повышения доверия к коммерческим облигациям – это включение в условия выпуска ковенанта, описывающего обстоятельства, дающие инвесторам право требовать от эмитента досрочного погашения облигаций, по аналогии с евробондами и некоторыми биржевыми облигациями.

Так, по облигациям «Ломбард-Мастер» предусмотрены ковенанты на случай нарушения эмитентом сроков публикации отчетности, нецелевого использования привлеченных средств, роста долговой нагрузки, которые понижают риски инвесторов и одновременно увеличивают доверие по отношению к эмитенту коммерческих облигаций.

Расходы на подготовку размещения коммерческих облигаций формируются из затрат на использование инфраструктуры Национального расчетного депозитария (НРД) и комиссии организатору за подготовку программы облигаций, их выпуск и продажу. Комиссия организаторам по биржевым облигациям первого эшелона составляет от 0,01 % от объема выпуска, для второго – от 0,2 %, для третьего – от 0,7 %.

Коммерческие облигации, относящиеся к третьему эшелону, имеют повышенные проценты, но учитывая, что речь идет об относительно небольших объемах привлечения, в абсолютном значении это небольшие суммы, вполне доступные для небольших компаний. Еще одна статья расходов – это проведение необязательного аудита. Кроме того, предусматривается премия инвесторам за покупку первых траншей. В конечном счете, это существенно увеличивает стоимость привлечения финансирования для эмитента. Правила допуска на большой рынок капитала требует оплаты, которая окупается в будущем: «Ломбард-Мастер» разместил первый выпуск по ставке купона 33 % годовых, что, очевидно, существенно выше рыночной доходности, но результатом стало значительное превышение спроса над предложением – все облигации номиналом 30 млн руб. были раскуплены 17 физическими лицами; второй выпуск имел купон 28 %; третий – 25 %; на вторичном рынке эти бумаги торгуются со ставкой менее 20 % годовых.

4.2.5. Еврооблигация

Мировое финансовое пространство расширяется и изменяется качественно – появляются новые, технически сложные продукты, такие как криптовалюта. Для международного масштаба переливов капитала используется такой инструмент, как еврооблигации, которые эмитируются правительствами стран, транснациональными банками и корпорациями, международными финансово-кредитными организациями. Кредитование посредством еврооблигаций используется в целях

финансирования, когда ограничены другие источники денежных ресурсов – развивающимися странами с невысоким кредитным рейтингом: странами Восточной Европы, группы BRICS, Латинской Америки. Развитие рынка еврооблигаций породило практику обмена суверенного долга на еврооблигации по номиналу; процентные ставки доходности по таким бумагам ниже рыночных, реализуемых через фиксированные купонные выплаты. Распространение еврооблигации получили в 1980–1990-х гг. для реконструкции долгов стран, столкнувшихся с невозможностью их погашения перед международными финансовыми институтами, и стали называться брэди-облигациями – по имени министра финансов США Н. Ф. Брэйди (N. F. Brady), который предложил этот метод реструктуризации суверенных долгов. Данные бумаги выпускаются на продолжительный срок – 25–30 лет при условии деноминации в доллары, что обеспечивает эмитентам льготные условия погашения долговых обязательств и, одновременно, не подвергает дополнительному риску кредиторов.

Еврооблигации являются ценными бумагами, преимущественно предъявительскими (их держатели не регистрируются), обращаются на внешнем рынке для стран-эмитентов и в валюте, которая является чужой для кредиторов, – это валюты, занимающие лидирующее положение в международной торговле и в операциях на международном финансовом рынке.

Привлечение дополнительных средств путем эмиссии иностранных и еврооблигаций крупными заемщиками позволяет им открыть доступ на международный рынок.

Иностранные облигации эмитируются заемщиками-нерезидентами для привлечения средств на рынок страны, для чего номинал этих бумаг указан в валюте страны-кредитора, т. е. размещение в Китае означает, что номинал указан в юанях; размещение в Японии – в йенах; в Швейцарии – в швейцарских франках и т. д.

Еврооблигации, в отличие от иностранных облигаций, могут быть номинированы в «чужой» для страны-кредитора валюте: на территории Европейского союза или Китая – в долларах. Обычно еврооблигации размещаются на национальных рынках нескольких государств, и валюта их номинала является иностранной для кредиторов, но это обстоятельство и делает данные бумаги удобными с позиции более высокой ликвидности, привлекательными для инвесторов.

На европейском рынке обращаются следующие основные виды еврооблигаций:

– с фиксированной ставкой доходности, реализуемой посредством купонных выплат;

– с плавающей ставкой доходности, по которым купонные выплаты складываются из переменной части (может быть привязана к ставке ЦБ) и фиксированной положительной маржи, остающейся неизменной; обычно период обращения таких бумаг 5–15 лет;

– конвертируемые в обыкновенные акции эмитента или в облигации с варрантами, которые по аналогии с *call*-опционами могут исполняться в течении относительно продолжительного срока, что также повышает инвестиционную привлекательность этих бумаг.

Впервые еврооблигации начали использоваться в 1960-х гг. в связи с процессами глобализации и либерализации финансовых рынков крупнейших стран – Соединенных Штатов, Западной Германии и Японии.

Вначале наибольшая доля заимствований через еврооблигации приходилась на крупные банки и промышленные корпорации Японии; позднее значительная часть рынка еврооблигаций перешла к странам Восточной Европы; Россия впервые разместила свои еврооблигации в ноябре 1996 г.

Разнообразие долговых ценных бумаг на европейском рынке велико, в частности, существуют евроноты – среднесрочные долговые обязательства, номинированные в разных валютах – в американских долларах, японских йенах, до эмиссии европейской валюты – в немецких марках, французских франках и валютах развивающихся стран и стран с переходной экономикой – аргентинских песо, польских злотых, хорватских кунах, российских рублях; с 1999 г. эмитируются еврооблигации, номинированные в евровалюте.

Существуют краткосрочные евробонды со сроком обращения до 6 месяцев, транш которых перед размещением проходит синдицирование; в случае, если эмитенту не удается разместить очередной транш, члены синдиката выкупают неразмещенные бумаги по цене не ниже объявленной (обычно – это ставка LIBOR плюс маржа).

Кроме указанных бумаг, на международном финансовом рынке получили распространение евродепозитные сертификаты, предназначенные главным образом для крупных институциональных инвесторов. Главными эмитентами сертификатов выступают отделения ведущих американских, английских, канадских, японских, европейских банков. Выпускаются евродепозитные сертификаты на короткий срок – 3–6 месяцев и имеют фиксированную доходность; евродепозитные сертификаты с более продолжительным сроком обращения обычно эмитируются с плавающей процентной ставкой.

С начала 1999 г., после введения единой европейской валюты, произошли важные изменения в структуре и тенденциях развития международного финансового рынка, а также в поведении инвесторов и эмитентов: инвестиционные банки, страховые компании, частные пенсионные фонды, традиционно отдающие предпочтение более надежным государственным ценным бумагам, обратили внимание на более доходные частные корпоративные долговые ценные бумаги и другие инструменты вторичного рынка долговых обязательств. Эмитенты, в свою очередь, стремятся расширить спектр инструментов привлечения капитала за счет эмиссии еврооблигаций и производных долговых ценных бумаг.

Размещение классических еврооблигаций происходит преимущественно путем открытой подписки среди неограниченного круга инвесторов через синдикат андеррайтеров. Еврооблигации проходят процедуру листинга на Лондонской или Люксембургской биржах – этого требуют для своих пенсионных фондов и страховых компаний многие европейские страны. Причем обращение евробондов происходит и на внебиржевом рынке.

Национальные нормы регулирования на внебиржевом рынке практически не применяются, но он достаточно жестко регулируется Ассоциацией участников международного рынка капиталов (АУМРК), правилам которой обязаны следовать все участники торгов. Обращение еврооблигаций на внебиржевом рынке, в отличие от торговли другими бумагами, происходит в отведенное для этого процесса время, так, с 1995 г., исполнение сделки осуществляется на третий календарный день после ее заключения; расчеты по операциям проводятся без физического перемещения бумаг, в виде записей на счетах систем *Euroclear*.

4.2.6. Показатели доходности облигаций

Экономический смысл облигации как ценной бумаги состоит в удостоверении ею факта внесения владельцем денежных средств и подтверждает обязательство эмитента вернуть держателю бумаги номинальную стоимость облигации в определенный срок с уплатой установленной доходности. Именно доходность есть цель инвестиций, условия получения которой составляют основу отношений между эмитентами и кредиторами.

Мировой практикой выработаны основные принципы выплаты доходов по облигациям:

– установление фиксированной процентной ставки является распространенной и наиболее простой формой выплаты дохода по облигациям;

– применение плавающих или ступенчатых процентных ставок. Использование ступенчатой процентной ставки предполагает установление нескольких дат, в которые владельцы облигаций могут либо погашать свои бумаги, либо оставить до наступления следующей даты. В каждую следующую дату процентная ставка возрастает. Плавающая ставка регулярно изменяется, исходя из динамики учетной ставки Центрального банка или уровня доходности государственных ценных бумаг;

– индексирование номинала облигации применяется в качестве антиинфляционной меры, с тем чтобы доходность инвесторов привести в соответствие с динамикой индекса потребительских цен;

– продажа облигаций с дисконтом против их нарицательной цены используется для бумаг, не имеющих купонной доходности. Доход формируется за счет дисконта – разницы между покупной стоимостью бумаги и стоимостью ее погашения (погашение происходит по номиналу);

– размещение выигрышных займов компенсирует их держателям отсутствие других форм дохода. При проведении тиражных розыгрышей некоторые из держателей облигаций получают таким образом доход.

Принципиально другой способ получения дохода связан с таким принципом владения бумагами, как «игра» на разнице котировок: являясь объектом купли-продажи, рыночные облигации меняют рыночную стоимость под влиянием спроса и предложения на них. Покупка и продажа на изменении стоимости приносит трейдерам доход.

Под курсовой стоимостью облигаций понимают покупную цену одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала; курс облигации определяется

средней величиной ссудного рыночного процента, установившегося в конкретный момент от даты ее погашения, от надежности и финансовой устойчивости ее эмитента и многих других факторов.

Расчет курса облигации определяется формулой

$$P_k = \frac{P}{N} \cdot 100,$$

где P_k – курс облигации; P – рыночная цена; N – номинальная цена облигации.

Доходность облигации обусловлена рядом параметров, которые определяются условиями ее эмиссии. Если облигация погашается в конце срока ее обращения, то доходность складывается:

1) из купонной доходности, т. е. процента и периодичности его выплат, что указано на бумаге. Так, если указана купонная доходность 11,75 % годовых при номинале облигации 1 000 руб. и в год выплачивается два купона, то доход составит: $(1{,}0 \cdot 0{,}1175 \cdot 0{,}50) \cdot 2$ раза в год = 117,5 руб.;

2) текущей доходности по облигациям с фиксированной ставкой купона, которая определяется как отношение периодических платежей к цене приобретения. Текущая доходность есть выплачиваемый годовой процент на инвестированный капитал, т. е. на сумму, уплаченную в момент приобретения бумаги, рассчитывается она по формуле

$$i_m = \frac{N \cdot k}{P} = \frac{g}{P_k} \cdot 100,$$

где k – годовая ставка доходности по купону; N – номинальная цена облигации; P – рыночная цена приобретения бумаги; P_k – курс бумаги в момент ее приобретения. Если купонная доходность равна 11,75 %, а курс облигации 95,0, то ее текущая доходность составит, %: $i_m = 11{,}75/95 \cdot 100 = 12{,}37$.

При этом текущая доходность не учитывает изменения цены облигации за время ее хранения, поэтому стоимость продаваемых облигаций меняется в соответствии с динамикой их цен на рынке.

Текущая доходность не учитывает и курсовую разницу между ценой покупки и ценой погашения бумаги, поэтому она не может использоваться для сравнения эффективности операций, имеющих разные исходные условия. Общая эффективность инвестиций в облигации оценивается показателем доходности к погашению.

Доходность к погашению представляет собой процентную ставку в формуле коэффициента дисконтирования, устанавливающем соотношение между текущей стоимостью денежного потока платежей по облигации и ее рыночной ценой (P):

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF}{(1+YTM)^t} + \frac{N}{(1+YTM)^n},$$

где YTM – доходность к погашению; t и n – временные периоды; CF и N – денежные потоки, приносимые облигацией в разные временные периоды.

Основное свойство доходности к погашению состоит в том, что является внутренней доходностью инвестиций (IRR), но реальная доходность облигации к погашению будет равна ETM, если выполнены условия:

– облигация хранится до срока погашения;

– полученный купонный доход реинвестируется под ставку $r = YTM$.

В табл. 8 демонстрируется расчет доходности к погашению облигации, приобретенной в момент выпуска по номиналу в 1 000 с погашением через 20 лет и ставкой купона 8 %, который выплачивается один раз в год при разных ставках реинвестирования.

Таблица 8

Расчет доходности к погашению при изменении ставки реинвестирования

Ставка реинвестирования (r), %	Купонный доход за 20 лет, руб.	Общий доход по облигации за 20 лет, руб.	Доходность к погашению, %
0	1 600	1 600	4,84
6	1 600	3 016	7,07
8	1 600	3 801	8,00
10	1 600	4 832	9,01

Представленные расчеты показывают, что доходность к погашению (YTM) зависит от ставки реинвестирования купонного дохода (r). Снижение ставки реинвестирования приводит к снижению доходности бумаги к погашению и напротив.

Существует полная доходность, которая учитывает все источники дохода, из которых складывается доходность облигации, ее иногда называют «ставкой помещения». Эта ставка определяется методом простых или сложных процентов, начисляемых на цену приобретения, и дает доход, эквивалентный фактически получаемому по доходу бумаги за весь период ее обращения до даты погашения. Ставка помещения – это расчетная величина, которая не «назначается» явно и не фигурирует на рынке ценных бумаг.

При исчислении доходности по облигациям во внимание принимается цена их приобретения (P – рыночная цена), в свою очередь определяемая широким спектром факторов. Инвестор, приобретая бумагу, рассчитывает на получение дохода в виде фиксированных выплат в течение всего срока ее обращения и погашения ее номинальной стоимости.

Если ежегодно получаемые по облигациям выплаты будут размещены на банковском депозите или инвестированы в какой-то другой инструмент, то процентный годовой доход составит ($I = N \cdot g$). Стоимость облигации будет складываться из текущей стоимости ее аннуитетов, текущей рыночной стоимости ее номинала:

$$P = N \cdot g \cdot a_{n;i} + N \cdot (1+i)^{-n}$$

или

$$P_k = \left[g \cdot a_{n;\,i} + (1+i)^{-n} \right] \cdot 100,$$

где P – рыночная цена облигации; P_k – курс облигации; N – номинал облигации; g – купонная ставка; n – время обращения облигации; i – банковский процент на момент продажи облигации.

Если по облигации предусмотрены процентные выплаты два (полугодовые) или четыре (поквартальные) раза в год, то курсовая стоимость облигации может быть рассчитана по формулам

$$P_k = \left[g \cdot a^{(2)}_{n;\,i} + (1+i)^{-n} \right] \cdot 100,$$

$$P_k = \left[g \cdot a^{(4)}_{n;\,i} + (1+i)^{-n} \right] \cdot 100.$$

Пусть по облигации номиналом 10 000 руб. в течение 10-летнего срока обращения выплачиваются один раз в год процентные платежи в сумме 1 000 руб. (доходность g = 10 %), которые могут, будучи помещенными на банковский депозит, приносить 11 % годовых. Определение рыночной цены облигации при разных процентных ставках может быть проведено следующим образом:

$$P = 10\,000 \cdot 0{,}1 \cdot a_{10,\,11} + 10\,000(1 + 0{,}1) = 1{,}0 \cdot 5{,}8892 + 10\,000 \cdot 0{,}3522 = 9{,}4110.$$

Рыночный курс составит

$$P = \frac{9{,}4110}{10\,000} \cdot 100 = 94{,}11.$$

4.3. Депозитарная расписка

Самое сильное влияние на международный финансовый рынок оказывает глобализация, укрупняющая национальные финансовые рынки и интегрирующая их в международные финансовые отношения. Сегодняшний международный финансовый рынок можно условно разделить на внутренний и внешний, отличающиеся между собой законодательными правилами, политической и экономической ситуацией, системой налогообложения, стабильностью валюты, инвестиционными условиями, режимами работы иностранных резидентов.

Потребность же в международных финансовых отношениях со временем только возрастает. Первый выпуск так называемых депозитарных расписок был обусловлен жесткими мерами экономического и финансового регулирования в начальный период Великой депрессии в Соединенных Штатах и запретом в Великобритании на вывоз из страны национальных ценных бумаг.

На американском фондовом рынке были предложены ADR (американские депозитарные расписки), однако рынок депозитарных расписок начал активное развитие только в 1970–1980-е гг. в связи с тенденциями усиления интеграции

международного капитала. В 1990-х гг. на рынке депозитарных расписок случился бум, частично спровоцированный падением процентных ставок в США и активным поиском американскими инвесторами доходных финансовых инструментов на развивающихся рынках.

Депозитарная расписка – инвестиционный инструмент международного фондового рынка, имеющий свободное обращение на рынке, это вторичная ценная бумага, выпущенная в форме сертификата депозитарным банком, имеющим международный статус, на акции иностранного эмитента, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранного эмитента, депонированных в стране юридической инкорпорации этого эмитента, но обращающихся в другой юрисдикции.

В мировой практике наибольшее распространение получили два вида депозитарных расписок:

1. ADR (American Depositary Receipt) – американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению на американском фондовом рынке. Согласно американскому законодательству ADR – сертификаты, которые сами не являются ценными бумагами, но удостоверяют права на владение другими ценными бумагами. ADR содержат информацию об эмитенте-депозитарии; краткое описание депонированных ценных бумаг; полномочий по участию в управлении; о распределении дивидендов; условия и величину оплаты услуг депозитария.

В сертификате указано, что эмитент выполняет требования Закона 1934 г. о предоставлении информации об эмитенте ценных бумаг, на которые сертификат выписан, в Комиссию США по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission – SEC).

2. GDR (Global Depositary Receipt) – это глобальные депозитарные расписки, выпущенные для проведения финансовых операций в других странах.

Простые и привилегированные акции, различные облигации – эмиссионные ценные бумаги, являющиеся инструментами инвестиционной деятельности, на которые могут быть выпущены депозитарные расписки.

Подготавливая выпуск депозитарных расписок, эмитенты исходят из стремления достичь следующих целей:

– привлечь дополнительный капитал для реализации инвестиционных проектов;

– создать привлекательный инвестиционный имидж;

– увеличить рыночную капитализацию эмитента акций на внутреннем рынке в результате роста спроса на них;

– расширить круг иностранных инвесторов.

Депозитарные расписки являются привлекательными и для инвесторов, потому что дают возможности:

– диверсификации инвестиционного портфеля;

– доступа к акциям иностранных компаний;

– получения более высокого дохода за счет волатильности цен акций эмитентов развивающихся стран;

– снижения инвестиционных рисков за счет нивелирования несинхронных колебаний финансовых рынков в разных странах.

По принципу инициализации выпуска американские депозитарные расписки делятся:

1. На спонсируемые депозитарные расписки (*sponsored* ADR), которые выпускаются по инициативе эмитента, при этом они могут быть выпущены только одним банком – кастодианом (депозитарным банком) – посредством подписания специального договора, с обязательной регистрацией в Комиссии США по ценным бумагам и биржам.

Спонсируемые ADR выпускаются четырех уровней: от первого до четвертого, при этом сертификаты первых двух уровней выпускаются на уже существующие на вторичном рынке акции, а сертификаты третьего и четвертого уровней выпускаются за счет новых эмиссий акций.

Уровень 1 обозначен как «торговая» форма. Эти инструменты самые простые и могут обращаться только на внебиржевом рынке, поскольку компания – эмитент акций не обязана представлять финансовую отчетность, проверенную аудиторами в соответствии с международными стандартами или выполнять все требования по раскрытию информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Следует подчеркнуть, что программа ADR первого уровня не может быть использована для привлечения нового капитала, т. е. в его основе может быть только вторичный выпуск.

Уровень 2 обозначен как «листинговая» форма и используется компаниями для получения регистрации на американской или другой зарубежной бирже. Компания-эмитент должна в этом случае отвечать требованиям биржи по листингу, которые обычно включают: минимальное число акционеров, минимальную рыночную капитализацию, а также она должна представить отчетность за несколько лет, составленную и проверенную аудиторами по международным стандартам. Вместе с тем следует заметить, что этот уровень встречается редко, поскольку больший интерес представляет уровень 3.

Уровень 3 обозначен как форма «предложения» и используется эмитентами, желающими привлечь капитал за пределами своего внутреннего рынка. Соответственно эмитенты должны выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США в отношении регистрации и отчетности для новых эмитентов, а также соблюдать правила и нормы биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги.

Уровень 4 обозначен как форма «частного размещения». Это позволяет получить доступ к международным рынкам путем частного размещения ADR, которое проводится только среди очень крупных профессиональных инвесторов, называемых «квалифицированными институциональными покупателями».

2. Неспонсируемые депозитарные расписки (*non-sponsored* ADR) выпускаются по инициативе крупного акционера или группы акционеров, владеющих значительным числом акций компании-эмитента.

Такие расписки имеют следующие преимущества:

1) выпуск неспонсируемых депозитарных расписок не может контролироваться эмитентом;

2) требования Комиссии США по ценным бумагам и биржам к ценным бумагам, под которые выпускаются эти расписки, весьма лояльны.

Недостатком неспонсируемых депозитарных расписок является ограничение их обращения только внебиржевым рынком; они не допускаются к торговле на бирже и в системе NASDAQ, поэтому их котировки имеют информационно-справочный характер. Ряд факторов, в том числе потребность контактного формата заключения сделки по неспонсируемым депозитарным распискам, привел в последние годы к снижению их выпуска и росту спонсируемых.

Важную роль в выпуске депозитарных расписок играют банки-кастодианы, выполняющие следующие функции:

– осуществление учета и перерегистрации владельцев акций, на которые депозитарным банком выпущены расписки;

– участие в перечислении дивидендов;

– регистрация банком самого себя в реестре акционерного общества-эмитента в качестве номинального держателя по акциям, на которые выпущены депозитарные расписки.

Мировыми лидерами в области предоставления депозитарных услуг по программам ADR являются старейший коммерческий банк США Bank of New York и Citibank.

Размещенные депозитарные расписки свободно обращаются на фондовом рынке путем совершения инвесторами сделок по купле-продаже ADR. Изменения в составе владельцев ADR фиксируются в реестре, который ведет банк-депозитарий, выпустивший ADR.

За каждой размещенной депозитарной распиской стоит определенное количество зарезервированных у ответственного хранителя (банка-кастоди) акций компании. Количество акций, включенных в одну депозитарную расписку, фиксируется в договоре, заключаемом между компанией-эмитентом и банком-депозитарием. Так, одна депозитарная расписка, выпущенная на акции ПАО «Сургутнефтегаз», включала 50 обыкновенных акций этой компании. При желании инвестор мог обменять свои ADR на акции этой компании.

Наибольший интерес вызывает российская депозитарная расписка (РДР).

Российская депозитарная расписка – это именная бездокументарная эмиссионная ценная бумага, которая:

– не имеет номинальной стоимости;

– удостоверяет право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг);

– закрепляет право ее владельца требовать от эмитента РДР получения взамен РДР соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем РДР прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

Выпуск РДР осуществляется на ценные бумаги иностранного эмитента путем:

– государственной регистрации в Банке России выпуска РДР;

– присвоения идентификационного номера выпуску РДР биржей, т. е. путем выпуска биржевых РДР.

РДР одного выпуска могут удостоверять право собственности на представляемые ценные бумаги только одного иностранного эмитента и только одного их вида (категории, типа).

Эмитент РДР – депозитарий, созданный в соответствии с законодательством Российской Федерации, отвечающий установленным нормативным правовым актам Банка России, требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществляющий депозитарную деятельность не менее 3 лет.

Эмитент представляемых ценных бумаг – юридическое лицо, созданное в соответствии с иностранным правом.

Эмитент представляемых ценных бумаг должен принять на себя обязательства перед владельцами РДР, которые закрепляются в договоре, заключаемом с эмитентом-депозитарием. Договор является неотъемлемой частью решения о выпуске. Принятия таких обязательств не требуется только при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж, перечень которых утвержден Банком России.

Законом о рынке ценных бумаг введены следующие виды РДР:

– первый – депозитарные расписки, при выпуске которых эмитент представляемых ценных бумаг заключает с депозитарием соглашение и принимает на себя обязательства перед владельцем РДР – это спонсируемые РДР;

– второй – депозитарные расписки, выпускаемые депозитарием без заключения депозитарного соглашения с эмитентом представляемых ценных бумаг – это неспонсируемые РДР.

Организационная схема осуществления выпуска в обращение спонсируемых РДР представлена на рис. 11.

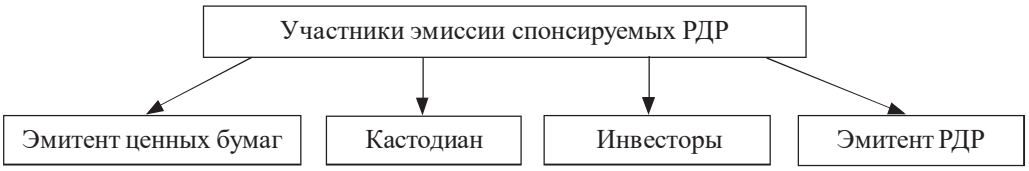


Рис. 11. Основные участники эмиссии спонсируемых РДР

В качестве эмитента представляемых ценных бумаг, на основании которых выпускаются РДР, выступает иностранный эмитент, т. е. компания, не являющаяся резидентом Российской Федерации. Программа привлечения финансовых ресурсов посредством выпуска РДР реализуется иностранной компанией в связи с тем, что прямой доступ иностранным эмитентам на российский фондовый рынок, т. е. размещение акций или облигаций в обмен на деньги, практически невозможен. Основная функция компании-эмитента представляемых ценных бумаг в про-

цессе выпуска в обращение РДР состоит в том, чтобы осуществить эмиссию ценных бумаг, на основе которых будут выпускаться РДР. Также эмитент представляемых ценных бумаг обеспечивает реализацию имущественных и неимущественных прав, удостоверяемых этими ценными бумагами, владельцам выпущенных на их основе РДР, и раскрывает существенную информацию о своей деятельности, а также о выпущенных им представляемых ценных бумагах.

Эмитентом РДР может выступать исключительно профессиональный участник рынка ценных бумаг, оказывающий на фондовом рынке услуги по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги – депозитарную деятельность. Для получения права на эмиссию РДР депозитарий должен удовлетворять ряду требований.

Во-первых, депозитарий должен являться резидентом РФ и быть создан в соответствии с законодательством РФ.

Во-вторых, депозитарий должен отвечать требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств), установленным нормативными правовыми актами регулятора в России.

В-третьих, депозитарий должен осуществлять депозитарную деятельность не менее 3 лет.

В-четвертых, учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц.

Кастодиан – депозитарий, находящийся в стране компании-эмитента представляемых ценных бумаг, которому эти ценные бумаги передаются на ответственное хранение. В мировой практике в качестве кастодиана выступают так называемые кастодиальные банки (банк-*custody*). Этот банк должен иметь отделение (должен быть официально зарегистрирован) в стране, резидентом которой является компания-эмитент ценных бумаг, на основе которых выпускаются депозитарные расписки, и должен иметь соответствующие лицензии.

В программе выпуска РДР кастодиан обычно выполняет следующие основные функции:

– регистрацию в реестре владельцев представляемых ценных бумаг в качестве номинального держателя;

– учет прав собственности на представляемые ценные бумаги;

– получение текущих доходов (дивидендов, процентов) и других имущественных прав от эмитента представляемых ценных бумаг в национальной валюте его страны и перевод их в депозитарий – эмитент РДР в российской валюте.

4.4. Опцион эмитента

Опцион эмитента – это эмиссионная ценная бумага, которая дает право ее владельцу на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

Опцион эмитента – это именная конвертируемая ценная бумага, решение о размещении которой принимается на основе правил, предусмотренных ФЗ «О рынке ценных бумаг». Эмиссия опционов, согласно требованиям ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», происходит на основе принятия решения о размещении опционов эмитента; процедура их размещения осуществляется в соответствии с предусмотренными правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом цена размещения акций во исполнение требований по опционам эмитента определяется в соответствии с ценой, определенной в таком опционе.

С юридической точки зрения, опционы можно сравнить с предварительным договором купли-продажи акций, в котором фиксируются их будущая цена и сроки возможного приобретения. В момент покупки опциона оплачивается стоимость опциона, а не акций. Отличие опциона от предварительного договора в том, что в дальнейшем эмитент не вправе понудить держателя опциона купить у него акции. В таком случае внесенные в оплату опциона денежные средства не возвращаются.

С другой стороны, если опцион будет предъявлен к исполнению, эмитент обязан продать его владельцу оговоренное в нем количество акций по установленной цене. Внесенные за опцион денежные средства в счет оплаты акций не засчитываются.

Опцион относится к производным ценным бумагам, он предоставляет право покупки основных ценных бумаг – акций (так называемый базисный актив).

Значение опционов как ценных бумаг состоит в следующем.

Во-первых, для эмитента опционные контракты несут информацию о будущем спросе на базисный актив при решении вопроса о его выпуске. Опцион, по сути, является «предварительной подпиской» на покупку.

Во-вторых, опцион гарантирует обязанность продажи базисного актива и фиксирует его цену.

В-третьих, он минимизирует риски как держателя опциона, так и эмитента, связанные с падением (ростом) курса на активы, лежащие в основе опциона, например, акции на момент предъявления опциона к исполнению. Если цены на базисный актив понизятся, то для его держателя размер убытка будет равен стоимости опциона. Если же наоборот, стоимость лежащих в основе опциона активов вырастет, то держатель опциона сохранит право на их приобретение по установленной в опционе цене.

Таким образом, опционный контракт является своего рода страхованием рисков (более правильно – хеджированием). Кроме того, достоинство опциона в том, что использование данного финансового инструмента не требует большого начального капитала. Опцион эмитента имеет свою текущую стоимость, обращается на рынке ценных бумаг.

По российскому законодательству в качестве базисного актива рассматриваются только акции.

Опцион может быть выпущен только акционерным обществом и предоставляет права только на приобретение акций самого эмитента, которые на момент выпуска опциона еще не выпущены. Решение о размещении опционов эмитента –

акционерного общества принимается общим собранием акционеров или Советом директоров, если в соответствии с уставом ему принадлежит право принятия решения о размещении ценных бумаг, конвертируемых в акции. Акционерное общество не вправе размещать опционы, если количество объявленных акций акционерного общества меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют такие опционы. Размещение опциона эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества.

Потенциальными владельцами опционов могут быть любые лица, если иное не оговорено в решении об их выпуске. Эмиссия опционов осуществляется в общем для всех эмиссионных ценных бумаг порядке. Эмитент вправе размещать опционы только в пределах объявленных акций. Таким образом, приобретая опцион эмитента, лицо в итоге планирует стать собственником акций, причем с получением их при исполнении по заранее фиксированной цене (цена размещения акций во исполнение требований по опционам определяется в соответствии с ценой, определенной в опционе).

Размещаются опционы путем открытой или закрытой подписки, при этом в их оплату могут вноситься только денежные средства. Опционы являются именной ценной бумагой, по форме выпуска – бездокументарной. При размещении опционов посредством открытой подписки таким правом обладают все акционеры общества – владельцы акций той категории, в которые могут быть конвертированы опционы. При размещении опционов по открытой подписке существует проблема реализации акционерами компании преимущественного права на их приобретение. Акционеры как самостоятельные субъекты права не связаны обязательствами компании, и реализация ими преимущественного права лишит участников программы возможности получить опционы компании. В случае размещения опционов посредством закрытой подписки правом приобретения опционов эмитента обладают те акционеры, которые голосовали против или не принимали участия в голосовании. Кроме того, у акционеров, голосовавших против решения о размещении опционов эмитента по закрытой подписке либо не участвовавших в голосовании, возникает преимущественное право на приобретение данных опционов. Это вносит элемент непредсказуемости в планы компании по внедрению опционной программы и определению круга ее участников. Также следует обратить внимание на то, что возможность закрытой подписки для публичных акционерных обществ может быть ограничена их уставом. Опционы могут передаваться другим лицам на основании гражданско-правовых сделок, вноситься в уставные капиталы хозяйственных обществ, быть предметом залога. Права владельцев опционов, переход права на них фиксируются в реестре или в виде записи по счету депо.

Решение по выпуску и размещению опционов эмитента должно быть принято большинством в ¾ голосов акционеров – владельцев голосующих акций, принимавших участие в собрании, если необходимость большего числа голосов не предусмотрена уставом общества. В других случаях принятие такого решения может быть отнесено к компетенции Совета директоров уставом общества.

Цена размещения и исполнения опционов определяется Советом директоров, исходя из их рыночной стоимости. Общество вправе, но не обязано, привлечь для определения цены размещения и исполнения опционов независимого оценщика.

В случае, если государство или муниципальное образование является собственником более чем 2 % акций общества, для определения цены исполнения опционов обязательно привлечение государственного органа финансового контроля. Решение может устанавливать не твердую цену, а порядок ее определения в виде формулы с переменными, значения которых не могут изменяться по усмотрению эмитента (например, курс иностранной валюты, котировка определенных ценных бумаг у организатора торговли).

Поскольку опцион конвертируется по требованию его владельца, решение о выпуске и размещении должно устанавливать срок, в течение которого может быть подано соответствующее заявление. Этот срок может определяться календарной датой, истечением периода времени, событием, которое неизбежно должно наступить. Решение также должно устанавливать срок (после подачи владельцем опциона заявления), в течение которого должна быть осуществлена конвертация.

Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 % акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента, т. е. посредством опционной программы может быть размещено относительно небольшое количество дополнительных акций. Решение о выпуске опционов эмитента может предусматривать ограничения на их обращение. Данное положение закона, с одной стороны, гарантирует интересы акционеров от размывания их пакетов акций, если работники компании реализуют приобретенные акции третьим лицам. С другой стороны, предусмотренное ограничение может стать существенным препятствием при реализации программы долгосрочного вознаграждения работников.

В мировой практике главная цель реализации опционных программ – мотивация труда персонала компании, прежде всего ее менеджмента. Опционы эмитента являются своего рода формой вознаграждения, используемой современными корпорациями для стимулирования своих сотрудников (в первую очередь, топ-менеджеров). Если к сроку реализации опционов компания достигнет определенных показателей или снижения издержек, то сотрудник, реализуя свои опционы, выкупает акции и получает свой доход от роста капитализации компании. Но это не единственное направление использования опционов: они могут выпускаться и для повышения капитализации компании, а также привлечения в ряды ее акционеров самого широкого круга сторонних инвесторов, предпочитающих хеджирование риска.

Существует ряд финансовых инструментов, схожих по своим характеристикам с опционом эмитента. Это варрант на акцию, подписные варранты, конвертируемые бумаги и облигации с условием отзыва.

На выпуск опционов эмитента распространяется влияние законодательства по акционерным обществам. Цена размещения опционов не может быть меньше номинальной стоимости акций, в которые они конвертируются.

Опцион эмитента исполняется путем его конвертации в дополнительные акции по требованию владельца опциона, причем преимущественное право на приобретение дополнительных акций, размещаемых в целях исполнения обязательств по опционам, не применяется. Сообразно этому размещение дополнительных акций для исполнения обязательств по опционам эмитента осуществляется путем конвертации в них опционов эмитента с уплатой владельцем опциона эмитента цены, предусмотренной в таком опционе. Если в течение установленного срока требование о конвертации не будет заявлено, права по опциону прекращаются, а сами опционы погашаются (аннулируются), причем у владельца опциона не возникает права требовать какой-либо компенсации от эмитента.

Разница между опционом как финансовым инструментом и ценной бумагой «опцион эмитента» в России заключается в разности правовых форм и технологий реализации прав по опциону.

Во-первых, опцион эмитента – именная ценная бумага, классический опционный контракт таковым не является.

Во-вторых, опцион эмитента имеет прямое отношение к акционерному обществу (необходимо при его исполнении провести эмиссию базисного актива – акций). Классический опционный контракт на акции никак не связан с эмитентом, он искусственно создается участниками рынка (биржей, брокерами). Если классический опцион поставочный, то поставка осуществляется между назначенными биржей контрагентами в секции фондового рынка биржи без участия эмитента акций.

Законодательство четко определяет процедуру конвертации опционов эмитента на акции. При использовании опционов эмитента акции компании могут быть приобретены участниками только на возмездной основе, а цена их приобретения складывается из двух составляющих:

– цены размещения опциона эмитента, которая не может быть ниже номинальной стоимости акций, права на приобретение которых предоставлены опционом эмитента; данная цена уплачивается при размещении опциона;

– цены приобретения акции (исполнения опциона), которая указана в опционе эмитента и которая уплачивается в момент конвертации опциона эмитента в акции.

В опционе эмитента указана согласованная цена дальнейшего выкупа акций эмитента. Условия опционной программы компании не должны предоставлять ее участникам прав приобретения акций компании по цене ниже их номинальной стоимости или бесплатно; участник программы обязан оплатить приобретаемый опцион эмитента в самом начале реализации программы, а также стоимость приобретаемых акций в момент конвертации опциона эмитента. Данные требования законодательства, безусловно, вносят свои коррективы в условия опционной программы компании, но не являются серьезным препятствием на пути использования опционов эмитента в качестве ее юридического механизма.

Опционы эмитента предоставляют участнику программы достаточно высокую степень защиты, поскольку в случае реорганизации один опцион эмитента

реорганизуемого общества конвертируется в один опцион эмитента реорганизованного юридического лица, предоставляющего такие же права. При этом количество акций, в которое может быть конвертирован опцион эмитента, определяется в соответствии с коэффициентом конвертации акций при реорганизации. Решение о выпуске опционов эмитента может также включать возможности изменения контроля в качестве обстоятельств, позволяющих участникам реализовать свои права на приобретение акций вне зависимости от наступления иных событий.

Распространенной практикой структурирования опционных программ является установление определенных циклов внутри срока действия программы. Завершение каждого цикла программы наделяет участника правом выкупить часть предусмотренных опционной программой акций. Таким образом, наделение участника акциями происходит постепенно, в течение всего срока реализации программы. Законодательное регулирование опционов эмитента не позволяет напрямую реализовать данное условие опционной программы, однако оно может быть осуществлено с помощью нескольких выпусков опционов эмитента с разными сроками и условиями их конвертации в акции.

Немаловажным требованием к опционной программе является возможность включения в нее новых участников в течение срока ее действия. Такое требование обусловлено в первую очередь необходимостью распространить действия программы на вновь принятых руководителей, должности которых позволяют им стать ее участниками. Следует отметить, что срок, в течение которого участники программы могут приобрести опционы эмитента, определяется решением о выпуске опционов эмитента, но не может превышать 1 года с даты государственной регистрации их выпуска, а опционные программы, как правило, предусматривают более длинный срок действия (в среднем 3 года).

Большинство опционных программ предусматривает перечень обстоятельств, при которых участник выбывает из программы (*bad leaver*). С учетом того, что основная цель опционных программ – мотивирование и удержание персонала, данные условия нередко связаны с причинами и основаниями прекращения трудовых отношений с сотрудниками компании. В качестве исключения из общего правила опционные программы также нередко предусматривают обстоятельства, при которых участник не выбывает из программы, несмотря на прекращение трудовых отношений с компанией (*good leaver*). Примером может являться получение участником производственной травмы, препятствующей продолжению работы в данной должности, выход участника на пенсию, иные уважительные причины, предусмотренные опционной программой компании.

Необходимо отметить, что действующее российское законодательство не определяет норм правового регулирования подобных опционных программ, что, с одной стороны, дает достаточную свободу при разработке условий программы, а с другой – побуждает компании проявлять осторожность в выборе механизмов реализации такой программы.

Наиболее распространенной в российской практике является фиксация цены исполнения на уровне рыночной цены акции на день принятия решения о преми-

ровании опционами (ПАО «Мобильные ТелеСистемы»). Другие варианты: средневзвешенная рыночная цена, рассчитываемая за период (квартал или год, ПАО «ЛУКОЙЛ»), цена выше (ПАО «ВымпелКом») или ниже (ПАО «ОМЗ») рыночного уровня.

Поскольку ключевым положением долгосрочных программ вознаграждения работников является стоимость акций, возникает вопрос об эффективности таких программ в условиях падения и непредсказуемой изменчивости рынка ценных бумаг. Для компаний, не имеющих в настоящее время программ долгосрочного вознаграждения, когда акции упали в цене, именно сейчас есть смысл их создавать, так участники подобных программ гарантированно выиграют в будущем, потому что после рецессии рынок акций будет расти. Тем более у компаний в данный момент существует дефицит средств для выплаты бонусов, поэтому может быть выгоднее именно теперь разрабатывать и применять опционные программы.

Глава 5
НЕЭМИССИОННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Напомним, что эмиссионная ценная бумага, в том числе и бездокументарная, характеризуется одновременно следующими признаками:

– закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;

– размещается выпусками;

– имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Ценные бумаги, не обладающие совокупностью указанных признаков, являются неэмиссионными ценными бумагами.

Учитывая, что все ценные бумаги опосредованно предоставляют своим владельцам обязательственные или иные права, что вытекает из определения ценной бумаги, данного в ст. 142 ГК РФ, важно отметить, что различные ценные бумаги соответствуют различным ресурсам, права на которые они предоставляют своим владельцам. Так, например, акции удостоверяют процент совладения в корпорации; векселя, облигации, сберегательные и депозитные сертификаты, а также чеки выражают долговые отношения; коносаменты и складские ценные бумаги относятся к классу так называемых товарных ценных бумаг.

Деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные представляется принципиально важным, поскольку с правовой точки зрения правоотношения, связанные с выпуском и обращением этих классов ценных бумаг, регламентируются разными нормативными правовыми актами.

В настоящее время на территории РФ могут выпускаться и обращаться следующие виды неэмиссионных ценных бумаг:

а) долговые ценные бумаги – простой и переводной вексель, чек, сберегательный или депозитный сертификат, двойное складское свидетельство, складское свидетельство и залоговое свидетельство (варрант), простое складское свидетельство, коносамент, закладная;

б) долевые ценные бумаги – инвестиционный пай, ипотечный сертификат участия, клиринговый сертификат участия.

5.1. Вексель

Вексель по праву считается одним из самых старых, из дошедших до наших дней видов ценных бумаг. Исследователи полагают, что элементы вексельного обращения появились в эпоху раннего Средневековья (XII–XIV вв.), когда у торговцев возникла потребность сохранить и обезопасить свой капитал во время торговых экспедиций. Само название «вексель» в основе своей имеет происхождение

от обменных операций. На итальянском вексель называется *lettera di cambio* (сменное письмо), на немецком – *wechel-Briff, wechel* (менять), на французском – *letter de change* (письмо для обмена), на английском – *bill of exchange* (обменное письмо).

Первоначально вексель был необходим для перевода денег из одной местности в другую, а также при обмене монет, имеющих хождение в одном государстве, на валюту другого государства. Так начали появляться менялы, оказывающие своим клиентам услуги по приему денег в одном государстве и их получению – на территории другого государства. В качестве подтверждения факта принятия денежных средств менялы выдавали соответствующее обменное письмо – вексель. Между моментом приема денег менялой на одной территории и их получением клиентом на другой, как правило, проходил определенный временной период, поэтому время выдачи векселя и время исполнения по нему стали отделяться друг от друга. Это превратило вексель в особый денежный инструмент и существенно расширило перечень совершаемых с его помощью торговых и финансовых операций.

Использование векселя в международных расчетах потребовало выработки унифицированных правил, регламентирующих выпуск и обращение данного инструмента. Поэтому начиная с XIX в. стали появляться предпосылки для создания единого международного вексельного устава, в основу которого было положено общегерманское право. В 1848 г. Франкфуртское национальное собрание принимает Общегерманский вексельный устав в качестве обязательного для Германского союза, в состав которого входила Австрийская империя; пять королевств: Пруссия, Саксония, Бавария, Ганновер, Вюртемберг; герцогства и княжества; четыре вольных города-республики: Франкфурт, Гамбург, Бремен и Любек.

В 1930 г. ведущими специалистами и экспертами основных европейских стран был утвержден и принят Единообразный закон о переводном и простом векселе, утвержденный Женевской вексельной конвенцией № 358, вступившей в силу 1 января 1934 г. Первоначально ее ратифицировали 26 европейских, южноамериканских и азиатских стран, на сегодняшний день к ней присоединилось более 60 государств, Россия – в их числе.

В современном мире экономическая природа векселя состоит в том, что этот инструмент представляет собой ценную бумагу в форме долгового денежного обязательства должника вернуть по истечении определенного периода времени долг, выраженный фиксированной денежной суммой. При этом вексель выполняет две главные функции и, в соответствии с ними, может быть:

– средством платежа;

– средством кредитования.

В качестве средства платежа вексель выступает заменителем денег, отделяя тем самым акт платежа от акта их получения. Векселя используются для расчетов между организациями в реальных сделках, связанных с поставкой товаров (выполнением работ, оказанием услуг), кроме того, существует практика использования таких инструментов в международных расчетах.

Вексель может применяться и в качестве кредитного инструмента. С помощью векселя можно оформить различные кредитные операции: получить отсрочку в платеже при покупке (получении) товара, возвратить полученный кредит, представить кредит заемщику и т. д.

Основными нормативно-правовыми актами, регулирующими в настоящее время вексельное обращение в Российской Федерации, являются:

– Конвенция о Единообразном законе о простом и переводном векселе;

– Федеральный закон от 11.03.1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»;

– Положение о переводном и простом векселе, утвержденное Постановлением ЦИК СССР и СНК СССР от 07.08.1937 г. № 104/1341 «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе»;

– Гражданский кодекс РФ.

Согласно ст. 142 ГК РФ вексель отнесен к составу документарных ценных бумаг.

Строго говоря, сформулированного определения векселя как ценной бумаги в отечественном законодательстве не существует с 2018 г. Поэтому юридическое содержание данного финансового инструмента может быть выведено, исходя из норм, перечисленных выше, описывающих содержание обязательных реквизитов *простого и переводного векселей*. Таким образом, в наиболее общем виде вексель следует рассматривать как простое и ничем не обусловленное обещание (*простой вексель*) либо предложение (*переводной вексель*) уплатить определенную сумму с указанием срока и места платежа, а также иных реквизитов, определенных законодательством. Иными словами, по простому векселю векселедатель сам обязывается (обещает) совершить платеж, по переводному он предлагает сделать это указанному в векселе третьему лицу (плательщику). В этом и заключается основное отличие *простого* векселя от *переводного*.

Вексель – документарная ценная бумага, а это означает, что такая бумага должна соответствовать установленным законом требованиям, т. е. содержать реквизиты, указанные в законе, или в установленном им порядке. При отсутствии в документе обязательных реквизитов документарной ценной бумаги, несоответствии его установленной форме и другим требованиям документ не является ценной бумагой, но сохраняет значение письменного доказательства.

Отличие *простого векселя* от прочих долговых денежных обязательств состоит в следующем:

– вексель может быть передаваем из рук в руки по передаточной надписи;

– ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись;

– явки в нотариальное учреждение для засвидетельствования подписи не требуется;

– при неоплате, неакцепте или недатировании векселя в установленный срок необходимо совершение нотариального протеста;

– содержание векселя точно установлено законом, и другие условия считаются ненаписанными;

– вексель является абстрактным денежным документом и в силу этого не обеспечивается закладом, залогом или неустойкой.

Переводный вексель (*тратта*) представляет собой обязательство указанного на векселе плательщика уплатить законному векселедержателю денежную сумму в сроки, обозначенные на векселе. Переводный вексель составляется кредитором плательщика по векселю с целью погашения собственной кредиторской задолженности. Обязательства плательщика по векселю выражаются в согласии платить вексельную сумму, выраженную в письменной форме, в виде соответствующей надписи на векселе.

Права как по переводному, так и по простому векселю могут быть переданы путем передаточной надписи (*индоссамента*), являющегося юридической передаточной надписью на оборотной стороне векселя – приказом векселедержателя плательщику об уплате вексельной суммы указанному или новому векселедержателю. Передача векселя по индоссаменту означает передачу вместе с векселем другому лицу и права на получение им платежа по данному векселю.

Лицо, передающее вексель по индоссаменту, называется *индоссантом*, а получающее вексель по индоссаменту – *индоссатом.* К последнему переходят все права и обязательства по векселю. Закон предусматривает, что все зачеркнутые индоссаменты считаются ненаписанными и не имеют юридической силы. По векселю, оформленному передаточными надписями, все участвующие в нем лица несут солидарную ответственность за платеж.

Переводной вексель предусматривает процедуру его *акцепта*, представляющего собой согласие плательщика оплатить вексель в пользу векселедателя, предъявившего его к оплате.

При наличии множества видов векселей инвестициями в векселя считаются вложения, осуществленные в приносящий доход вексель, т. е. так называемые *финансовые векселя*. Если передача векселя рассматривается вместо денег за товары (работы, услуги), как способ прекращения основного обязательства (поставки, подряда), то такие векселя называются товарными (расчетными) векселями.

Товарные (*расчетные*) *векселя* – векселя, используемые для расчетов между организациями в реальных сделках, связанных с поставкой товаров (выполнением работ, оказанием услуг).

Финансовые векселя – векселя, которые в своей основе имеют заемно-кредитные отношения, и в этом случае одно лицо предоставляет другому лицу имеющиеся у него свободные денежные средства. Данные векселя приобретаются с целью извлечения дохода от роста рыночной стоимости или получения процента.

Разделение векселей на товарные и финансовые является достаточно условным, так как вексель в одной ситуации может быть расчетным, т. е. использоваться при расчетах, а в другой ситуации может быть финансовым. Поэтому в зависимости от проводимой операции будут по-разному строиться бухгалтерский и налоговый учет, в которых будут участвовать векселя. Другими словами,

товарный вексель используется в отношениях покупателя и продавца, где в основе лежит поставка товаров (выполнение работ, оказание услуг).

Согласно действующему законодательству Российской Федерации и практике делового оборота операциями вексельного обращения могут быть кредитные, расчетные, комиссионные и торговые операции.

Принципиально важное значение в современной российской практике вексельного обращения имеет следующее обстоятельство. Дело в том, что положения гл. 42 ГК РФ *о договоре займа* (с момента вступления в силу ГК РФ в 1994 г.) «рассчитаны в основном на *договор займа*, заключаемый между гражданами в бытовых целях. Однако сегодня в заемные отношения вовлечены юридические лица, предоставляющие *займы* на любые цели. В связи с этим необходимо дифференцировать нормы *о займе* в зависимости от субъективного состава и цели займа, обратив особое внимание на защиту интересов граждан-потребителей»[2]. Данная идея была реализована при подготовке всех новелл, вносимых в правила *о займе*, где были учтены особенности отношений по *договору займа*, складывающихся, с одной стороны, между юридическими лицами, а с другой стороны, между обычными гражданами.

В частности, основополагающая норма ст. 807 ГК РФ, регламентирующая отношения займа, была кардинально пересмотрена, и в действующей редакции законодатель отказался от традиционного регулирования договора займа в качестве исключительно *реальной сделки*, как это имело место в нашей стране в течение многих десятилетий. С 1 июня 2018 г. стороны смогут заключать договоры займа и по модели *консенсуального договора*, когда заимодавец не выдает предмет займа заемщику, а лишь принимает на себя обязательство по его выдаче. Договор является реальным, если займодавцем является гражданин. Следовательно, заемные отношения между юридическими лицами являются консенсуальной сделкой, т. е. сделка будет считаться заключенной с момента согласования сторонами суммы *займа*. Такой подход соответствует тенденциям развития европейского (континентального) права.

До 2018 г. норма ст. 815 ГК РФ описывала вексель как документ, в основу которого положены полученные *взаймы* денежные суммы. Таким образом, исходя из положений ст. 142 и 815 ГК РФ, можно сделать вывод, что вексель рассматривался как инструмент, имеющий двойственную природу: и как ценная бумага, удостоверяющая обязательство лица, выдавшего вексель, выплатить определенную денежную сумму в срок, указанный в векселе, и как заемное обязательство.

Действующая норма ст. 807 ГК РФ в части введения в оборот консенсуального договора займа предоставляет сторонам больше возможностей, например, возможность заключить его по образцу договора о предоставлении кредитной линии, когда обязательство выдать кредит возникает при заключении договора,

---

[2] Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации : (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 07.10.2009 г.).

а конкретные денежные суммы перечисляются заемщику в течение длительного времени отдельными траншами, и в этой связи содержание договора *займа* гораздо шире, чем *заем*, который раньше мог быть оформлен посредством выдачи векселя. В этой связи с июня 2018 г. из раздела о займах ГК РФ исключены положения о векселе, а также об облигации.

В России существенную долю объема вексельного рынка занимают коммерческие банки, и в первую пятерку банков-векселедателей, по данным АУВР (Ассоциация участников вексельного рынка) на 01.11.2017 г. вошли: Банк «ВТБ» (ПАО) (20,7 %), ПАО «Сбербанк» (19,1 %), АО «Россельхозбанк» (8,9 %), Банк «ГПБ» (АО) (7,9 %), ПАО «Банк ФК "Открытие"» (7,9 %)[3].

Векселя коммерческих банков используются как обеспечение по кредиту, а также для получения кредита банка под пониженную ставку в виде векселей. Векселя также помогают сохранить денежные средства и получить по ним доход либо компенсировать расходы по кредиту.

На примере ПАО «Сбербанк» рассмотрим линейку векселей и условия их выпуска для клиентов. Так, для юридических лиц и индивидуальных предпринимателей банк выпускает *простые* векселя, которые, в свою очередь, подразделяются на *процентные* и *дисконтные.* Вексель с номиналом в рублях и иностранной валюте, доход по которому выплачивается в виде процентов, начисляемых на вексельную сумму (номинал), называется *процентным* векселем. По *дисконтному* векселю доход выплачивается в виде разницы между вексельной суммой (номиналом) и ценой реализации векселя первому векселедержателю.

Процентные векселя выдаются со следующими сроками платежа:

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты и не позднее определенной даты»;

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты».

По дисконтным векселям предусмотрены следующие сроки:

– «на определенный день»;

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты».

В табл. 9 представлены данные о процентных ставках привлечения ресурсов юридических лиц и индивидуальных предпринимателей в процентные векселя ПАО «Сбербанк» «по предъявлении, но не ранее и не позднее» и дисконтные векселя ПАО «Сбербанк».

Для физических лиц в ПАО «Сбербанк» доступны простые векселя в их процентном и дисконтном видах.

Процентные векселя выдаются со следующими сроками платежа:

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты и не позднее определенной даты» – на срок от 91 до 730 дней с начислением дохода в размере, установленном банком;

---

[3] По данным: [Электронный ресурс]. URL: http://auver.ru/?document&issue=155#.XVkh7-gzaM9 (дата обращения: 01.11.2017).

Таблица 9

Процентные ставки привлечения ресурсов юридических лиц и индивидуальных предпринимателей в процентные векселя ПАО «Сбербанк» «по предъявлении, но не ранее и не позднее» и дисконтные векселя ПАО «Сбербанк» по состоянию на 06.08.2019 г.*

Сроки		Процентная ставка в зависимости от номинала процентного/ цены реализации дисконтного векселя, тыс. рублей («от» – включительно, «до» – не включая)		
		до 10 000	от 10 000 до 30 000	от 30 000 до 100 000
2 недели	14	4,04	4,09	4,24
3 недели	21	4,04	4,09	4,24
1 месяц	31	4,03	4,08	4,23
2 месяца	61	4,00	4,05	4,20
3 месяца	92	3,99	4,04	4,19
4 месяца	122	4,02	4,07	4,22
5 месяцев	153	4,05	4,10	4,25
6 месяцев	183	4,08	4,13	4,28
9 месяцев	274	4,17	4,22	4,38
1 год	366	4,26	4,31	4,47
1,5 года	549	4,36	4,42	4,58
2 года	731	4,55	4,60	4,78
3 года	1 096	4,72	4,78	4,97

* По данным : Сбербанк : [сайт]. URL: https://www.sberbank.ru/ru/legal/assets/bill (дата обращения: 06.08.2019).

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты» – на срок от 14 до 730 дней с начислением дохода в размере, установленном по вкладу «До востребования».

Сроки платежа для дисконтных векселей следующие:

– «на определенный день» – на срок от 91 до 730 дней с начислением дохода в размере, установленном банком;

– «по предъявлении, но не ранее определенной даты» – на срок от 14 до 730 дней без начисления дохода на вексельную сумму.

5.2. Чек

С развитием банков и, как следствие, сосредоточением на банковских счетах денежной наличности связано возникновение *чеков* как платежных (расчетных) инструментов. Впервые чеки стали применяться в Нидерландах и Великобритании на рубеже XVI–XVII вв. и имели форму банковских документов на предъявителя, которые можно было использовать для расчетов. Первые чековые законы на территории ряда европейских стран начали вступать в силу по второй половине XIX в., а по мере развития банковского дела и торговли чеки стали применяться не только во внутренних расчетах, но и в международном платежном обороте. В связи с этим потребовалась унификация порядка применения чеков, и в 1931 г. в Женеве были подписаны сразу три чековые конвенции: «О единообразном чековом законе», «О разрешении некоторых коллизий законов о чеках» и «О чеках и гербовом сборе в отношении чеков». Советский Союз, а впоследствии и Российская Федерация не ратифицировали Женевскую чековую конвенцию, поэтому порядок и особенности выпуска и обращения чеков на территории нашей страны регламентируются исключительно внутренними документами, как принятыми еще в эпоху существования Советского Союза, так и нормативно-правовыми актами современной России.

С момента вступления в силу ГК РФ в 1994 г. отечественный законодатель всегда относил чек к классу ценных бумаг. При этом правовые нормы гражданского законодательства РФ не накладывали запрет на использование чеков физическими лицами, например, в качестве платежного средства или для целей получения наличных денег в банке. Вместе с тем практика применения данного инструмента в экономике пошла по пути его использования исключительно юридическими лицами в процессе хозяйственного оборота, что в корне отличается, например, от американской практики, где так называемые дорожные чеки таких крупнейших эмитентов, как American Express (чеки American Express, CitiCorp) и Travelex (чеки Visa Interpayment, Thomas Cook Mastercard), долгое время выступали финансовым инструментом, представляющим собой денежное обязательство эмитента выплатить обозначенную в чеке сумму владельцу – конкретному физическому лицу, образец подписи которого поставлен на чек в момент продажи.

На сегодняшний день специальная норма ст. 877 ГК РФ описывает этот инструмент как ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю. В качестве плательщика по чеку может быть указан только банк, где чекодатель имеет средства, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков. Отзыв чека до истечения срока для его предъявления не допускается. При этом выдача чека не погашает денежного обязательства, во исполнение которого он выдан. Порядок и условия использования чеков в платежном обороте на территории РФ регулируются ГК РФ, а в части, им не урегулированной, другими законами и устанавливаемыми в соответствии с ними банковскими правилами, к числу которых относится, например, «Положение о правилах осуществления перевода денежных средств» (утверждено Банком России 19.06.2012 г. № 383-П).

Чек – документарная ценная бумага, и в этой связи действующее российское законодательство предусматривает обязательный набор реквизитов, наличие которых является обязательным. Так, согласно ст. 878 ГК РФ чек должен содержать шесть обязательных реквизитов, отсутствие хотя бы одного из которых лишает его силы.

Чек оплачивается за счет средств чекодателя, а в случае депонирования средств порядок и условия депонирования средств для покрытия чека устанавливаются банковскими правилами. Данная ценная бумага подлежит оплате плательщиком при условии предъявления его к оплате в срок, установленный законом, который в настоящее время составляет 10 дней с момента выписки чека, в соответствии с обычаями делового оборота.

Плательщик по чеку обязан удостовериться всеми доступными ему способами в подлинности чека, а также в том, что предъявитель чека является уполномоченным по нему лицом.

Действующее российское законодательство (ст. 881 ГК РФ) определяет, что платеж по чеку может быть гарантирован полностью или частично посредством *аваля* (гарантии платежа). Аваль может даваться любым лицом, за исключением плательщика, и проставляется на лицевой стороне чека или на дополнительном листе путем надписи «Считать за аваль» и указания, кем и за кого он дан. Если не указано, за кого он дан, то считается, что аваль дан за чекодателя. Аваль подписывается авалистом с указанием места его жительства и даты совершения надписи, а если авалистом является юридическое лицо, места его нахождения и даты совершения надписи. Авалист отвечает так же, как и тот, за кого он дал аваль. Его обязательство действительно даже в том случае, если обязательство, которое он гарантировал, окажется недействительным по какому бы то ни было основанию, иному, чем несоблюдение формы. Авалист, оплативший чек, приобретает права, вытекающие из чека, против того, за кого он дал гарантию, и против тех, кто обязан перед последним.

Представление чека в банк, обслуживающий чекодержателя, *на инкассо* (банковская расчетная операция, при которой банк по поручению клиента и за его счет принимает на себя обязательство получить платеж по предоставленным клиентом документам и зачислить средства на его счет в банке) для получения платежа считается предъявлением чека к платежу. При этом зачисление средств по инкассированному чеку на счет чекодержателя производится после получения платежа от плательщика, если иное не предусмотрено договором между чекодержателем и банком.

В случае отказа плательщика от оплаты чека, предъявленного к платежу, данное обстоятельство должно быть удостоверено одним из способов, предусмотренных ГК (ст. 883): протестом нотариуса либо составлением равнозначного акта; отметкой плательщика на чеке об отказе в его оплате с указанием даты предоставления чека к оплате; отметкой инкассирующего банка с указанием даты, свидетельствующей о том, что чек своевременно выставлен и не оплачен. О неоплате чека чекодержатель должен известить своего индоссанта и чекодателя в течение двух рабочих дней, следующих за днем совершения протеста или равнозначного ему акта.

Каждый индоссант должен в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения им извещения, довести до сведения своего индоссанта полученное им извещение. В тот же срок направляется извещение тому, кто дал аваль за это лицо.

Не пославший извещение в указанный срок не теряет своих прав. Он возмещает убытки, которые могут произойти вследствие неизвещения о неоплате чека. Размер возмещаемых убытков не может превышать сумму чека.

В случае отказа плательщика от оплаты чека чекодержатель вправе по своему выбору предъявить иск к одному, нескольким или ко всем обязанным по чеку лицам (чекодателю, авалистам, индоссантам), которые несут перед ним солидарную ответственность. В свою очередь, чекодержатель вправе потребовать от указанных лиц оплаты суммы чека, своих издержек на получение оплаты, а также процентов в соответствии с требованиями ГК РФ. Такое же право принадлежит обязанному по чеку лицу после того, как оно оплатило чек. Сроки для предъявления соответствующего иска составляют шесть месяцев со дня окончания срока предъявления чека к платежу. Регрессные требования по искам обязанных лиц друг к другу погашаются с истечением шести месяцев со дня, когда соответствующее обязанное лицо удовлетворило требование, или со дня предъявления ему иска.

Развитые страны, начиная с 80-х гг. прошлого века, идут по пути постепенного отказа от использования данного инструмента в пользу расчетов разнообразными электронными средствами платежа. Не стала здесь исключением и Россия. Применение электронных платежных инструментов и внедрение расчетов банковскими платежными картами также во многом определяют современное состояние чекового обращения в нашей стране. Вместе с тем стоит отметить, что ряд компаний, в том числе и крупных, до настоящего времени используют данный инструмент как средство получения наличных денег в банке, в том числе на хозяйственные нужды или командировочные расходы.

5.3. Банковский сертификат

Банковские сертификаты – это один из самых «молодых» видов ценных бумаг. Они появились только в XX в., в начале 60-х гг. – в США, в конце 60-х гг. – в Великобритании, позднее – и в других странах.

С экономической точки зрения депозитные и сберегательные сертификаты представляют собой документарные свидетельства о денежном вкладе в банк. Но в этой связи возникает вопрос: зачем «изобретать велосипед» в виде банковского сертификата, когда депозитные вклады известны еще со времен Древнего Вавилона? Дело в том, что во всех странах банковские вклады нельзя изъять досрочно или можно это сделать, но с очень существенными потерями. В связи с этим возникла потребность в новых финансовых инструментах, являющихся аналогом банковских вкладов, но при этом обладающих особыми свойствами ценных бумаг, такими как ликвидность и возможность вторичного обращения на рынке. Таким новым инструментом и стали банковские сертификаты.

В Российской Федерации депозитные и сберегательные сертификаты получили право на выпуск и обращение в связи с выходом в свет письма Центрального банка России «О депозитных и сберегательных сертификатах банков» от 10.02.1992 г. № 14-3-20. Первоначальная редакция документа определяла банковский сертификат как ценную бумагу, удостоверяющую сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в кредитной организации, выдавшей сертификат, или в любом ее филиале. Согласно действовавших до 2018 г. правовых норм в России выпускались и обращались сертификаты как именные, так и на предъявителя. От вида сертификата, как известно, зависит процесс передачи прав по ценной бумаге другому лицу. Для передачи сертификата на предъявителя достаточно отдать бумагу другому лицу, не оформляя при этом никаких документов. Права, удостоверенные именным сертификатом, передаются в порядке, установленном для уступки требований (цессии). Уступка требования по именному сертификату оформляется на оборотной стороне такого сертификата или на дополнительных листах (приложениях) к именному сертификату двусторонним соглашением лица, уступающего свои права (цедента), и лица, приобретающего эти права (цессионария). Соглашение об уступке требования по депозитному сертификату подписывается с каждой стороны двумя лицами, уполномоченными соответствующим юридическим лицом на совершение таких сделок, и скрепляется печатью юридического лица. Каждый договор об уступке нумеруется цедентом. Договор об уступке требования по сберегательному сертификату подписывается обеими сторонами лично. Условие непрерывности оформления цессии должно быть обязательным. Уступка требования по сертификату может быть совершена только в течение срока обращения сертификата.

Отношение российского законодателя к ряду финансовых инструментов на предъявителя как к инструменту отмывания денежных средств привело к тому, что в 2016 г. Минфином РФ были подготовлены и внесены в Государственную думу РФ изменения, направленные на исключение из норм законов банковских сертификатов на предъявителя. Как следует из текста пояснительной записки к документу, который Государственная дума РФ приняла в начале апреля 2018 г.: «с точки зрения законодательства о противодействии коррупции, а также легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма сертификаты и сберегательные книжки на предъявителя имеют серьезные недостатки, поскольку позволяют идентифицировать только лицо, которому был выдан сертификат или сберегательная книжка, и предъявителя к погашению, но не иных лиц, участвующих в обороте»[4].

[4] К проекту Федерального закона «О внесении изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования операций кредитных организаций со сберегательными (депозитными) сертификатами и обращения ценных бумаг на предъявителя)» : Пояснительная записка.

Инициатива Минфина РФ была реализована в новой редакции ст. 844 ГК РФ, в соответствии с которой с 1 июня 2018 г. сберегательный и депозитный сертификаты являются именными документарными ценными бумагами, удостоверяющими факт внесения вкладчиком в банк суммы вклада на условиях, указанных в соответствующем сертификате, и право владельца такого сертификата на получение по истечении установленного сертификатом срока суммы вклада и обусловленных сертификатом процентов в банке, выдавшем сертификат. Владельцем сберегательного сертификата может быть только физическое лицо, в том числе индивидуальный предприниматель. Сумма вклада, внесение которой удостоверено сберегательным сертификатом, по новым правилам подлежит страхованию в соответствии с законом о страховании вкладов физических лиц.

В отличие от сберегательного сертификата владельцем депозитного сертификата может быть только юридическое лицо.

В настоящее время порядок выпуска депозитных и сберегательных сертификатов коммерческими банками на территории РФ регламентирован Положением Банка России «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» от 03.07.2018 г. № 645-П. В частности, указанным положением определены:

1) перечень обязательных реквизитов для бланков банковских сертификатов;

2) требования к условиям выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций;

3) порядок и сроки регистрации Банком России условий выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций, основания для отказа Банка России в регистрации условий выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций, перечень документов, представляемых кредитной организацией в Банк России для регистрации условий выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций, а также требования к указанным документам и порядок их представления;

4) порядок раскрытия кредитными организациями информации об условиях выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций;

5) порядок ведения Банком России реестра зарегистрированных условий выдачи сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций.

В табл. 10 представлены данные об объеме выпущенных кредитными организациями, действующими на территории РФ, сберегательных и депозитных сертификатов.

Как видно из табл. 10, объем выпущенных депозитных сертификатов в РФ снижается год от года, аналогичная динамика наблюдается и по сберегательным сертификатам.

Таблица 10

Объем выпущенных кредитными организациями сберегательных и депозитных сертификатов по номинальной стоимости, млн рублей*

Наименование и сроки обращения	01.06.2015	01.06.2016	01.06.2017	01.06.2018	01.06.2019
Депозитные сертификаты всего	5 540	918	297	87	65
Из них со сроком погашения					
До 30 дней	1	0	0	0	0
От 31 дня до 90 дней	725	11	32	0	0
От 91 дня до 180 дней	579	140	101	0	0
От 181 дня до 1 года	2 403	144	8	0	0
От 1 года до 3 лет	1 008	275	14	11	0
Свыше 3 лет	554	5	1	1	0
Сберегательные сертификаты всего	550 586	599 438	464 436	401 879	58 236
Из них со сроком погашения					
До 30 дней	11	10	186	0	0
От 31 дня до 90 дней	323	885	563	459	0
От 91 дня до 180 дней	61 799	85 160	60 182	32 671	0
От 181 дня до 1 года	250 448	192 410	227 105	183 533	1
От 1 года до 3 лет	220 758	287 953	148 715	158 466	35 595
Свыше 3 лет	1 233	4 178	5 818	8 607	4 794

* Составлено по: Банк России : [сайт]. URL: https://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-2-3_19.htm&pid=pdko_sub&sid=ovkosso (дата обращения: 20.07.2019).

5.4. Инвестиционный пай

Появление коллективных инвестиционных фондов в современном их восприятии относится к середине XIX в. Первые инвестиционные фонды в мире были основаны: в Бельгии – в августе 1822 г., затем в 1849 г. в – Швейцарии и в 1852 г. – во Франции. В Великобритании инвестиционные фонды начали появляться в 60-х гг. XIX в. Один из первых инвестиционных фондов носил название «Форин

энд Колониал Траст» (Foreign and Colonial Trust). Данный фонд существует и в настоящее время наряду с другими фондами, созданными той же компанией в последующие десятилетия. Важно отметить, что первоначально большинство трастов ориентировалось на крупных клиентов, а мелким инвесторам приходилось пользоваться услугами финансовых брокеров. Вплоть до второй мировой войны среди финансовых институтов всех стран доминировали банки, и только в послевоенные годы на национальных рынках ссудных капиталов экономически развитых стран важную роль стали выполнять специализированные небанковские кредитно-финансовые институты, аккумулирующие коллективные инвестиции, которые заняли значительное место в накоплении и мобилизации денежного капитала, привлекая до 60 млрд долл. в год.

Современные российские паевые инвестиционные фонды (ПИФы) являются разновидностью коллективных инвестиционных фондов, которые по-разному называются в их родных странах: взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании, ссудно-сберегательные ассоциации в США и Канаде, строительные общества в Англии.

В процессе функционирования отечественных ПИФов выпускаются инвестиционные паи, правовой статус которых в качестве ценных бумаг определен действующим законодательством. Так, согласно ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд; право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом; право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права, за исключением случаев, установленных настоящим Федеральным законом. Вместе с тем права, предоставляемые владельцам инвестиционных паев, будут различаться в зависимости от того, инвестиционными паями каких фондов владеют физические и юридические лица.

Так, инвестиционный пай *открытого паевого инвестиционного фонда* удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, в любой рабочий день.

Инвестиционный пай *биржевого паевого инвестиционного фонда* удостоверяет также право владельца этого пая в любой рабочий день требовать от уполномоченного лица покупки инвестиционного пая по цене, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, и право продать его на бирже, указанной в правилах доверительного

управления паевым инвестиционным фондом, на предусмотренных такими правилами условиях. Инвестиционный пай биржевого паевого инвестиционного фонда удостоверяет также право его владельца, являющегося уполномоченным лицом, в срок, установленный правилами доверительного управления этим фондом, требовать от управляющей компании погашения принадлежащего ему инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, либо, если это предусмотрено правилами доверительного управления этим фондом, выдела приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд. Если правилами доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, инвестиционный пай этого фонда также удостоверяет право его владельца на получение такого дохода.

Инвестиционный пай *интервального паевого инвестиционного фонда* удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим фондом.

Инвестиционный пай *закрытого паевого инвестиционного фонда* удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом, право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами доверительного управления этим фондом предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, право на получение такого дохода.

Анализ особенностей инвестиционных паев, выпускаемых каждым типом инвестиционных фондов, позволяет прийти к выводу о том, что организованный рынок вторичного обращения имеют только инвестиционные биржевые паевые фонды. Все остальные инвестиционные паи могут быть предъявлены к погашению только управляющей компании.

5.5. Коносамент

Консамент (от фр. *le connaissement*; англ. *bill of lading*, *B/L*, *BOL*) относится к классу так называемых товарораспорядительных ценных бумаг, представляющих собой символ указанных в нем товаров, а появление и использование коносамента имеет многовековую практику. Так, первое упоминание об обязанности судовладельца составить полный перечень грузов на борту судна, было закреплено

еще в 1255 г. в Королевском своде законов Испании. В XIV в. коносамент как *необоротная расписка* судовладельца (капитана) регулярно выдается купцам, которые сами не сопровождали собственные грузы. В этих расписках судовладельцы, как правило, отмечали наименование, количество и качество груза, принятого на борт. Впоследствии данный документ стал более содержательным и уже отражал условия договора перевозки груза с целью разрешения споров, которые неизбежно возникали между грузовладельцами и перевозчиками. И наконец, на рубеже XVIII в. коносамент приобретает свою третью основную «черту» – *оборотного документа*, позволяющего грузовладельцу распорядиться грузом до его прибытия в порт назначения с помощью индоссамента. В течение XIX в. коносамент наполняется тем содержанием, которое включает в себя и сегодня.

Страны, активно осуществляющие морские перевозки и заинтересованные в стандартизации соответствующих правил, в 1921 г. подписали Международную конвенцию по унификации некоторых правил, касающихся коносаментов (так называемые Гаагские правила). Далее на повестке дня встал вопрос о необходимости разработки свода международных правил толкования наиболее часто встречающихся во внешней торговле торговых терминов. И в этой связи для устранения подобных проблем Международная торговая палата впервые в 1936 г. опубликовала международные правила толкования торговых терминов, известных как «Инкотермс 1936». Дополнения и изменения вносились затем в 1953, 1967, 1976, 1980, 1990, 2000, 2010 гг. с целью приведения правил в соответствие с текущей международной торговой практикой[5].

Гаагские правила получили свое развитие в Брюссельском протоколе 1968 г. и Конвенции ООН о морской перевозке грузов 1978 г. (Гамбургские правила, вступившие в силу в 1992 г.). К указанной конвенции ООН в разное время присоединилось около 40 стран мира, но Россия не является ее участником и регламентация правил выпуска и обращения коносамента осуществляется в том числе на основании внутренних нормативных правовых актов.

Коносамент – это основной документ на морском транспорте, который одновременно является:

– документом, доказывающим факт существования заключенного договора морской перевозки груза;

– распиской перевозчика в принятии груза на борт судна (в день погрузки на коносаменте ставится штемпель «Фактически погружено на борт»);

– свидетельством права собственности на груз, которое в качестве ценной бумаги и является объектом гражданско-правовых сделок.

Исходя из существа коносамента, он выполняет три важные функции:

– является доказательством поставки товара на борт судна;

– подтверждает наличие договора перевозки;

---

[5] Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс» (публикация Международной торговой палаты 1990 г. № 460) [Электронный ресурс]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_2751/319465c0187ac9c1383ec494937616200e6b58d7 (дата обращения: 20.07.2019).

– позволяет передавать права на находящийся в пути товар другой стороне посредством передачи ей документа.

В России, согласно ст. 142 ГК РФ, коносамент определен как ценная бумага, а правоотношения, с ним связанные, определяются рядом нормативных правовых актов, в том числе и документами международного права:

1. Кодексом морского мореплавания Российской Федерации от 30.04.1999 г. № 81-ФЗ.

2. Международными правилами толкования торговых терминов «Инкотермс 2010» (публикация МТП № 715).

3. Унифицированными правилами и обычаями для документарных аккредитивов.

4. Конвенцией Организации Объединенных Наций о морской перевозке грузов (заключена в Гамбурге 31.03.1978 г.).

Когда перевозчик принимает груз под свой контроль, то по требованию грузоотправителя он обязан выдать ему коносамент, составленный на основании подписанного отправителем груза документа. Отправитель гарантирует перевозчику достоверность данных, предоставленных для включения в коносамент, и несет ответственность за убытки, причиненные перевозчику вследствие недостоверности таких данных. Право перевозчика на возмещение убытков отправителем не устраняет ответственность перевозчика по договору морской перевозки груза перед любым лицом, иным, чем отправитель.

Отправитель вправе потребовать от перевозчика выдачи вместо коносамента морской накладной или иного подтверждающего прием груза для перевозки документа.

Согласно ст. 144 Кодекса торгового мореплавания Российской Федерации в коносамент должны быть включены следующие данные:

1) наименование перевозчика и место его нахождения;

2) наименование порта погрузки согласно договору морской перевозки груза и даты приема груза перевозчиком в порту погрузки;

3) наименование отправителя и место его нахождения;

4) наименование порта выгрузки согласно договору морской перевозки груза;

5) наименование получателя, если он указан отправителем;

6) наименование груза, необходимые для идентификации груза основные марки, указание в соответствующих случаях на опасный характер или особые свойства груза, число мест или предметов и масса груза или обозначенное иным образом его количество. При этом все данные указываются так, как они представлены отправителем;

7) внешнее состояние груза и его упаковки;

8) фрахт в размере, подлежащем уплате получателем, или иное указание на то, что фрахт должен уплачиваться им;

9) время и место выдачи коносамента;

10) число оригиналов коносамента, если их больше, чем один;

11) подпись перевозчика или действующего от его имени лица.

По соглашению сторон в коносамент могут быть включены иные данные и оговорки.

После того как груз погружен на борт судна, перевозчик по требованию отправителя выдает ему бортовой коносамент, в котором в дополнение к указанным данным должно быть указано, что груз находится на борту определенного судна или судов, а также должны быть указаны дата погрузки груза или даты погрузки груза.

В случае, если перевозчик до погрузки груза на борт судна выдал отправителю коносамент на принятый для перевозки груз или иной относящийся к данному грузу товарораспорядительный документ, отправитель должен по просьбе перевозчика возвратить такой документ в обмен на бортовой коносамент.

Перевозчик может удовлетворить требования отправителя к бортовому коносаменту посредством дополнения любого ранее выданного документа при условии, если дополненный таким образом документ включает в себя все данные, которые должны содержаться в бортовом коносаменте.

В случае, если в коносаменте содержатся данные, которые касаются наименования груза, его основных марок, числа мест или предметов, массы или количества груза и в отношении которых перевозчик или выдающее коносамент от его имени другое лицо знают или имеют достаточные основания считать, что такие данные не соответствуют фактически принятому грузу или погруженному грузу при выдаче бортового коносамента либо у перевозчика или другого такого лица не было разумной возможности проверить указанные данные, перевозчик или другое такое лицо должны внести в коносамент оговорку, конкретно указывающую на неточности, основания для предположений или отсутствие разумной возможности проверки указанных данных. За исключением данных, в отношении которых внесена соответствующая оговорка, коносамент удостоверяет прием перевозчиком груза для перевозки таким, как он описан в коносаменте. Доказывание перевозчиком иного не допускается, если коносамент передан третьему лицу, которое, исходя из содержащегося в коносаменте описания груза, действовало добросовестно.

В случае, если перевозчик или другое выдающее коносамент от его имени лицо не указывает в коносаменте внешнее состояние груза, считается, что в коносаменте указано хорошее внешнее состояние груза.

Ст. 146 Кодекса торгового мореплавания Российской Федерации описывает несколько видов коносамента. Так, коносамент может быть выдан на имя определенного получателя (*именной коносамент*), приказу отправителя или получателя (*ордерный коносамент*) либо *на предъявителя*. Конкретные формы коносаментов разрабатываются и одобряются объединениями судовладельцев, линейными судоходными компаниями и другими морскими предприятиями.

По желанию отправителя ему может быть выдано несколько экземпляров (оригиналов) коносамента, причем в каждом из них отмечается число имеющихся оригиналов коносамента. После выдачи груза на основании первого из предъявленных оригиналов коносамента остальные его оригиналы теряют силу.

Коносамент передается с соблюдением следующих правил:

– именной коносамент может передаваться по именным передаточным надписям или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования;

– ордерный коносамент может передаваться по именным или бланковым передаточным надписям;

– коносамент на предъявителя может передаваться посредством простого вручения.

Развитие компьютерных технологий и их повсеместное внедрение во всех сферах жизни приводят к необходимости использования электронных документов, в том числе и в процессе оформления отношений между перевозчиком, грузоотправителем и другими лицами.

Конвенция Организации Объединенных Наций о морской перевозке грузов 1978 г. (так называемые Гамбургские правила) уже предполагала возможность совершения подписи на коносаменте с помощью электронных средств, а Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс 1990» даже включали в себя положения о намерении в будущем заменить коносамент «средствами компьютерной связи», отмечая при этом, что «тот факт, что необходимым для получения товара от перевозчика в месте назначения является обладание коносаментом, существенно затрудняет его замену средствами компьютерной связи (EDI)»[6].

Если Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс 1990» лишь допускали возможность введения электронного документооборота в морских перевозках, то Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс 2000» и «Инкотермс 2010» уже уделили большее внимание этой проблеме и отметили, что «несмотря на особую правовую природу коносамента, предполагается, что в ближайшем будущем он будет заменен электронным документом»[7].

Вместе с тем по оценкам экспертов на сегодняшний день развитие правового регулирования электронного документооборота в торговом мореплавании на уровне международных соглашений остается низким, а национальное законодательство о торговом мореплавании либо рассматривает электронный документооборот весьма поверхностно, либо вообще не содержит о нем упоминаний, разрешая этот вопрос правовыми актами в сфере электронной торговли. В то же время нельзя не отметить, что международные правила, посвященные электронному коносаменту, оказали влияние на дальнейшее развитие электронного документооборота в морском судоходстве.

---

[6] Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс» (публикация Международной торговой палаты 1990 г., № 460) [Электронный ресурс]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_2751/319465c0187ac9c1383ec494937616200e6b58d7/ (дата обращения: 20.07.2019).

[7] Международные правила толкования торговых терминов «Инкотермс 2000» [Электронный ресурс]. URL: http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&cacheid=ABC7F6A2950C933EBE25109D7E7E212B&mode=multiref&div=LAW&opt=1&SORTTYPE=0&BASENODE=1&ts=1523115661330607651&base=LAW&n=57195&dst=100136&rnd=99CEBDBA86A4BFD2A9CE5503CFD88A59#89qebezpy2o(дата обращения: 20.07.2019).

5.6. Складское свидетельство

Складские свидетельства так же, как и коносамент, относятся к классу товараспорядительных ценных бумаг, которые своим появлением обязаны возникновению и развитию в Европе товарных складов-доков, получивших повсеместное распространение в связи с развитием морской торговли. В начале XVIII в. в Ливерпуле началось строительство первых доков, состоявших из специальных бассейнов, в которые входили корабли, и магазинов для хранения выгруженных товаров с целью оплаты таможенной пошлины. В качестве документа, подтверждающего нахождение товара в таких доках, выдавались специальные маклерские свидетельства, которые впервые в 1737 г. упоминаются в английских торговых книгах как *варранты* (*warrant*).

Выделялись варранты следующих категорий:

1. *Обыкновенный* (*простой*) *варрант* выдавался на имя лица, которому и был адресован товар, хранящийся на складе. Такие варранты передавались по бланковой надписи, и выдача соответствующего товара со склада происходила без дополнительных формальностей. Единственными условиями получения товара были предъявление самого документа и оплата соответствующих издержек по его хранению.

2. *Предварительный варрант* выдавался по требованию того, кому предназначался товар. Эти варранты выдавались, как правило, до взвешивания товара в целях его декларирования и служили исключительно для получения под них ссуды. По желанию того, кому был адресован товар, такой варрант мог быть выдан либо на отдельные партии товара, либо на весь товар.

3. *Варрант и квитанция*, *удостоверяющая количество товара*. В этом случае первый документ служил только доказательством права собственности на товар, второй использовался многофункционально: и в качестве подтверждения права на товар и для передачи товара в залог. В этом случае, если собственник желал продать свой товар в кредит, то он брал варрант и квитанцию, договаривался о цене с покупателем, после чего получал от покупателя задаток вместе с обещанием уплатить остаток покупной цены и выкупить варрант. После уплаты задатка покупатель, как новый собственник товара, получал квитанцию, вместе с тем товар мог быть выдан со склада только при наличии и предъявлении одновременно двух документов: и варранта, и квитанции. Если покупатель пропускал назначенный для выкупа самого варранта срок, то он терял не только задаток, но и право на сам товар, так как в случае просрочки товар выдавался уже только владельцу варранта (первоначальному собственнику товара).

В Англии варранты обращались наряду с полноценными деньгами, а складские операции стали необходимым и неотъемлемым элементом английской торговли. Определенные изменения в варрантную систему были внесены в Шотландии, где в Глазго варранты начали выдавать не на индивидуально определенную партию железа, а вообще на известное количество железа определенного качества. В 60-х гг. XIX в. эти усовершенствования получили широкое распространение в хлебной и нефтяной торговле в США.

В Российской империи складские свидетельства как особый вид ценных бумаг известны с XIX в., а именно с 30 марта 1888 г., когда было утверждено Положение о товарных складах. В 20-х гг. XX в., с введением НЭПа, правовой статус складских свидетельств регулировался Положением от 4 сентября 1925 г. «О документах, выдаваемых товарными складами в приеме товаров на хранение». Затем, после свертывания НЭПа, советское законодательство о складских свидетельствах хотя и не было отменено, но в связи с фактическим прекращением коммерческого оборота и кредитной реформой начала 30-х гг. не применялось.

Возрождение современной формы складских свидетельств в современной России связано с введением в действие с 1 марта 1996 г. второй части Гражданского кодекса РФ, где складское свидетельство обретает форму ценной бумаги.

Согласно ст. 912 ГК РФ товарный склад выдает в подтверждение принятия товара на хранение один из следующих складских документов: *двойное складское свидетельство*; *простое складское свидетельство*; *складскую квитанцию.* При этом *двойное складское свидетельство* состоит из двух частей – *складского свидетельства и залогового свидетельства* (*варранта*), которые могут быть отделены одно от другого. Двойное складское свидетельство, каждая из двух его частей, и простое складское свидетельство являются ценными бумагами. Товар, принятый на хранение по двойному или простому складскому свидетельству, может быть в течение его хранения предметом залога путем залога соответствующего свидетельства. В каждой части двойного складского свидетельства должны быть указаны одинаковые реквизиты, перечень которых содержится в ст. 913 ГК РФ. Кроме того, обе части двойного складского свидетельства должны иметь идентичные подписи уполномоченного лица и печати товарного склада (при наличии печатей). Документ, не соответствующий указанным требованиям, не является двойным складским свидетельством.

Держатель складского и залогового свидетельств имеет право распоряжения хранящимся на складе товаром в полном объеме. Держатель складского свидетельства, отделенного от залогового свидетельства, вправе распоряжаться товаром, но не может взять его со склада до погашения кредита, выданного по залоговому свидетельству. Держатель залогового свидетельства в отличие от держателя складского свидетельства имеет право залога на товар в размере выданного по залоговому свидетельству кредита и процентов по нему. При залоге товара об этом делается отметка на складском свидетельстве.

Что касается выдачи товара со склада, то товарный склад выдает товар держателю складского и залогового свидетельств (двойного складского свидетельства) не иначе как в обмен *на оба эти свидетельства вместе*. Держателю складского свидетельства, который не имеет залогового свидетельства, но внес сумму долга по нему, товар выдается складом не иначе как в обмен на складское свидетельство и при условии представления вместе с ним квитанции об уплате всей суммы долга по залоговому свидетельству. Товарный склад, выдавший товар держателю складского свидетельства, не имеющему залогового свидетельства и не внесшему сумму долга по нему, несет ответственность перед держателем залогового

свидетельства за платеж всей обеспеченной по нему суммы. Следует отметить, что российское законодательство наделяет держателя складского и залогового свидетельств правом требовать выдачи товара по частям. При этом в обмен на первоначальные свидетельства ему выдаются новые свидетельства на товар, оставшийся на складе.

Следует отметить, что складские свидетельства в РФ не получили обращения на рынке ценных бумаг.

5.7. Закладная

Регламентация отношений, связанных с ипотекой на территории РФ, осуществляется на основании Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 г. № 102-ФЗ, где в качестве объекта недвижимого имущества, выступающего предметом ипотеки, рассматриваются:

– земельные участки;

– предприятия, а также здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности;

– жилые дома, квартиры и части жилых домов и квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат;

– садовые дома, гаражи и другие строения потребительского назначения;

– воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания;

– машино-места.

Права залогодержателя по обеспеченному такими объектами недвижимости обязательству могут быть удостоверены *закладной*, что напрямую следует из ст. 13 ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», причем закладную можно оформить на все перечисленные объекты.

Закладная является ценной бумагой, удостоверяющей следующие права ее законного владельца:

1) право на получение исполнения по денежным обязательствам, обеспеченным ипотекой, без представления других доказательств существования этих обязательств;

2) право залога на имущество, обремененное ипотекой.

В силу закона закладная является либо именной документарной, либо бездокументарной ценной бумагой, права по которой закрепляются в форме электронного документа, подписанного усиленной квалифицированной электронной подписью. Такой документ хранится в специальном депозитарии и носит название *электронная закладная*.

В России закладная выдается первоначальному залогодержателю органом регистрации прав на недвижимое имущество после государственной регистрации ипотеки. Иными словами, залогодатель по кредиту и банк-кредитор подают в федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий функции по нормативно-правовому регулированию в сфере государственной регистрации прав на не-

движимое имущество и сделок с ним, заявление о выдаче закладной. Указанный орган регистрирует такие закладные, внося сведения о них в запись об ипотеке.

Закладная может быть составлена и выдана залогодержателю в любой момент до прекращения обеспеченного ипотекой обязательства. Если закладная составляется после государственной регистрации ипотеки, в орган регистрации прав представляется совместное заявление залогодержателя и залогодателя, а также закладная, которая выдается залогодержателю в течение одного дня с момента обращения заявителя в орган регистрации прав либо в течение одного дня с момента получения таких документов органом регистрации прав от многофункционального центра.

По обеспеченному ипотекой обязательству залогодатель и законный владелец закладной по соглашению могут изменить ранее установленные условия закладной.

Федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий функции по нормативно-правовому регулированию в сфере государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, регламентирует процедуру выдачи закладных, устанавливая:

1) форму заявления о выдаче документарной закладной или электронной закладной, а также форму электронной закладной;

2) форму заявления о внесении изменений в документарную закладную или электронную закладную, а также форму соглашения о внесении изменений в электронную закладную;

3) требования к заполнению предусмотренных настоящим пунктом форм, а также требования к их форматам;

4) порядок взаимодействия между депозитарием, осуществляющим хранение обездвиженной документарной закладной или электронной закладной, и органом регистрации прав.

Как отмечено ранее, закладная может быть *обездвижена*, и в этом случае владельцем документарной закладной на ней делается отметка, содержащая наименование и место нахождения соответствующего депозитария. При обездвижении документарной закладной депозитарий, который осуществляет хранение данной документарной закладной, обязан уведомить об этом орган регистрации прав и обязанное по данной документарной закладной лицо.

В случае обездвижения документарной закладной права ее владельца подтверждаются записью по счету депо в системе депозитарного учета (далее – запись по счету депо), передача прав на закладную, совершение иных сделок с закладной могут осуществляться только путем внесения соответствующих записей по счету депо.

Право требовать от обязанного лица исполнения по обездвиженной документарной закладной признается за лицом, указанным в учетных записях депозитария в качестве владельца этой документарной закладной или иного лица, осуществляющего права по этой документарной закладной. В случае аннулирования обездвиженной документарной закладной при внесении в нее изменений новая документарная закладная должна содержать отметку о наименовании и месте

нахождения депозитария, который осуществлял хранение аннулированной документарной закладной и учет прав на нее.

В случае обездвижения документарной закладной она может быть выдана депозитарием ее владельцу только для передачи в другой депозитарий либо внесения изменений в такую закладную, а также суду, арбитражному суду, правоохранительным органам по их запросу.

Сегодня идеей цифровой трансформации охвачен весь мир. Россия не стала в данном случае исключением, и в нашей повседневной жизни можно найти немало ее примет, одной из которых является *электронная закладная.* Внедрение данного инструмента с 01.07.2018 г. помогло сделать процесс ипотечного кредитования полностью электронным – от подачи заявки на кредит до покупки жилья и сопровождения ипотечного кредита.

К электронным закладным применяются правила о документарной закладной, предусмотренные соответствующим Федеральным законом, если иное не предусмотрено законодательством РФ или не вытекает из существа электронной закладной.

В течение десяти лет с момента передачи электронной закладной в другой депозитарий либо аннулирования электронной закладной депозитарий обеспечивает хранение копии электронной закладной и информации обо всех изменениях, внесенных в такую закладную до ее передачи в другой депозитарий либо аннулирования.

Депозитарий, который осуществляет хранение электронной закладной, по запросам владельца электронной закладной, иного лица, осуществляющего права по электронной закладной, на счете депо которого осуществляется учет прав на такую закладную (депонента), предоставляет им сведения о содержании электронной закладной, а также заверенную депозитарием информацию о такой закладной на бумажном носителе.

Если речь идет о российской практике, то электронная закладная составляется посредством заполнения формы электронной закладной на едином портале государственных и муниципальных услуг (функций) или на официальном сайте органа регистрации прав в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, или с использованием иных информационных технологий взаимодействия с органами регистрации, подписывается усиленной квалифицированной электронной подписью залогодателя и залогодержателя, а в случае, если залогодатель является третьим лицом, также и должника по обеспеченному ипотекой обязательству и направляется в орган регистрации прав вместе с заявлением о выдаче электронной закладной.

Электронная закладная считается выданной первоначальному владельцу электронной закладной с момента внесения депозитарием, осуществляющим учет и переход прав на электронную закладную, записи по счету депо первоначального владельца электронной закладной или иного лица, осуществляющего права по электронной закладной, открытому в депозитарии и указанному в электронной закладной.

Закладные могут использоваться в качестве базового актива с целью выпуска иных ценных бумаг (например, облигаций с ипотечным покрытием), что создает основу для развития так называемого вторичного рынка закладных. Такая возможность в РФ предусмотрена Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ, исходя из смысла которого исполнение обязательств по облигациям с ипотечным покрытием обеспечивается полностью или в части ипотекой, в том числе удостоверенной закладными. Общая схема выпуска облигаций с ипотечным покрытием, основой которых являются закладные, представлена на рис. 12.

Рис. 12. Общая схема выпуска облигаций с ипотечным покрытием

5.8. Ипотечный сертификат участия

В отечественной практике ипотечные сертификаты участия по своей экономической сути рассматриваются как долевые ценные бумаги, а их характеристики схожи с характеристиками таких финансовых инструментов, как паи закрытого паевого инвестиционного фонда.

Ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ.

Ипотечное покрытие представляет собой совокупность обеспеченных ипотекой требований о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов

по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в случаях, предусмотренных ч. 1 ст. 13 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах».

Иными словами, в наиболее общем виде ипотечное покрытие представляет собой общую сумму средств, которые должны быть оплачены банку-кредитору всеми его ипотечными заемщиками по кредитным договорам. Сюда же следует отнести платежи по основному долгу и проценты. В дальнейшем размер ипотечного покрытия, удостоверенный выданными закладными (пулом закладных) используется для расчетов возможного объема выпуска ипотечных ценных бумаг, в том числе и ипотечных сертификатов участия (ИСУ), общая схема выпуска которых представлена на рис. 13.

Рис. 13. Схема выпуска ипотечных сертификатов участия[8]

Каждый ипотечный сертификат участия удостоверяет одинаковый объем прав, в том числе одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Права, удостоверенные ипотечным сертификатом участия, фиксируются в бездокументарной форме, а количество ипотечных сертификатов участия, удостоверяющих долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие, указывается в правилах доверительного управления этим ипотечным покрытием. Ипотечный сертификат участия – это ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости.

Выдача ипотечных сертификатов участия может осуществляться только коммерческими организациями, имеющими лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также кредитными организациями.

---

[8] ПАО «Московская биржа» : [сайт]. URL: https://www.moex.com/s1448 (дата обращения: 20.07.2019).

Выдача ипотечных сертификатов участия является основанием для возникновения общей долевой собственности владельцев ипотечных сертификатов участия на ипотечное покрытие, под которое они выдаются, и учреждения доверительного управления таким ипотечным покрытием. Общая долевая собственность на ипотечное покрытие возникает одновременно с учреждением доверительного управления этим ипотечным покрытием. Доверительное управление ипотечным покрытием учреждается путем заключения договора доверительного управления ипотечным покрытием. Условия договора доверительного управления ипотечным покрытием определяются лицом, осуществляющим выдачу ипотечных сертификатов участия, в стандартных формах и могут быть приняты приобретателем ипотечных сертификатов участия – учредителем доверительного управления ипотечным покрытием, под которое выдаются ипотечные сертификаты участия, только путем присоединения к указанному договору в целом. Присоединение к договору доверительного управления ипотечным покрытием осуществляется путем приобретения ипотечных сертификатов участия, выдаваемых управляющим ипотечным покрытием.

Согласно действующему российскому законодательству ипотечные сертификаты участия могут свободно обращаться, в том числе и на организованных биржевых торгах. Так, 22 мая 2013 г. ПАО «Московская биржа» начала пилотные торги ипотечными сертификатами участия, которые с разной степенью активности продолжались до 2015 г. Впоследствии, учитывая скандальную репутацию этого инструмента на финансовом рынке, связанную с практикой завышения стоимости ипотечного покрытия, Банк России постепенно начал ужесточать требования к правилам включения ипотечных сертификатов участия в котировальные списки и их исключения из таких списков. В итоге на основании Указания ЦБ РФ от 20.04.2018 г. № 4778-У «О внесении изменений в положение Банка России от 24.02.2016 г. № 534-П “О допуске ценных бумаг к организованным торгам”» с 12.07.2018 г. утратили силу законодательные требования к правилам включения ипотечных сертификатов участия в котировальные списки и их исключения из котировальных списков. По данным ПАО «Московская биржа» ипотечные сертификаты участия не могут быть включены в котировальные списки.

5.9. Клиринговый сертификат участия

Это новый для России вид ценной бумаги, получивший полноценное право на выпуск и обращение в связи с изменениями в Федеральном законе «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» от 07.02.2011 г. № 7-ФЗ, вступившими в силу с 01.05.2019 г. Так, согласно ст. 24.3 указанного закона клиринговый сертификат участия является *неэмиссионной документарной предъявительской ценной бумагой с обязательным централизованным хранением*. Эмитентом данной бумаги выступает клиринговая организация, сформировавшая имущест-

венный пул и удостоверяющая право ее (бумаги) владельца требовать от клиринговой организации выплаты ее номинальной стоимости при наступлении определенных условий. Указанные права и условия их осуществления должны содержаться в документе, подлежащем обязательному централизованному хранению. Клиринговые сертификаты участия не выдаются на руки владельцу таких ценных бумаг.

Клиринговый сертификат участия был впервые выпущен в обращение на ПАО «Московская биржа» как вспомогательный инструмент для совершения операций РЕПО. Поэтому для того, чтобы понять экономический смысл и предназначение данного финансового инструмента, следует кратко ознакомиться с таким понятием, как договор РЕПО. В наиболее обобщенном виде РЕПО – это не что иное, как заем денег под залог имущества (в виде ценных бумаг) с обратным его выкупом через определенное время и по заранее заданной цене, которая обычно выше цены продажи на величину, называемую ставкой РЕПО.

Как правило, такой договор нельзя расторгнуть досрочно в одностороннем порядке, а продавая ценные бумаги, их владелец фактически отказывается от всех прав и возможностей, предоставляемых ими (получение дивидендов, участие в управлении компанией-эмитентом) на весь период реализации договора РЕПО. Выход из такой ситуации был найден благодаря запуску в обращение клиринговых сертификатов участия, которые, с одной стороны, фиксируют залог ценных бумаг в операции РЕПО, с другой стороны, сами ценные бумаги, являющиеся предметом залога, остаются в частичном распоряжении их первоначального владельца. По таким ценным бумагам можно получать дивиденды, участвовать в управлении компанией, а если возникнет необходимость вывести ту или иную бумагу из совокупности заложенных ценных бумаг, например, для ее продажи, то это можно легко сделать, заменив ее другим финансовым инструментом, эквивалентным по стоимости.

Суммарная номинальная стоимость клиринговых сертификатов участия должна соответствовать определенной в соответствии с договором об имущественном пуле стоимости имущества, переданного этим участником пула в имущественный пул. В свою очередь, под имущественным пулом отечественный законодатель понимает сформированную клиринговой организацией обособленную совокупность ценных бумаг и иного имущества. В состав имущественного пула могут включаться ценные бумаги, денежные средства, в том числе в иностранной валюте, драгоценные металлы. Нормативными актами Банка России может быть установлен перечень иного имущества, которое может вноситься в имущественный пул. Каждый имущественный пул имеет свое индивидуальное обозначение, идентифицирующее его по отношению к иным имущественным пулам. Клиринговые сертификаты участия одного имущественного пула имеют одинаковую номинальную стоимость.

Владелец клирингового сертификата участия, являющийся участником пула, вправе потребовать от клиринговой организации погашения всех или части выданных ему клиринговых сертификатов участия при условии владения им предъявляемыми к погашению клиринговыми сертификатами участия и отсутствия у участника пула имущественных обязательств по договору об имущественном пуле.

При погашении клиринговых сертификатов участия клиринговая организация обязана выдать из имущественного пула имущество, внесенное этим участником пула, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами и (или) договором об имущественном пуле.

5.10. Цифровое свидетельство

Совершенно новым для России финансовым инструментом являются *цифровые свидетельства*.

С недавних пор существует такое понятие, как *краудфандинг* (*crowd-funding*), которое в наиболее общем виде включает в себя использование небольших сумм денег, полученных от большого числа частных лиц или организаций, для финансирования проекта, бизнеса или личного кредита и других потребностей через интернет-платформу на базе Интернета.

Краудфандинг имеет четыре подкатегории:

– краудфандинг пожертвований;

– краудфандинг вознаграждений;

– взаимное кредитование (P2P, пиринговое кредитование, одноранговое кредитование);

– акционерный краудфандинг.

Взаимное кредитование и акционерный краудфандинг в совокупности называются *краудфандинг финансовой отдачи* или *краудфандинг FR*[9].

Взаимное кредитование и *акционерный краундфандинг* являются перспективными формами финансирования инвестиционных проектов и затрагивают ряд ключевых глобальных инициатив, намеченных *Международной организацией комиссий по ценным бумагам* (от англ. *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO)[10] и Группой двадцати (G20).

Основным преимуществом краудфандинга (финансовой отдачи – FR) для предпринимателей, стремящихся привлечь средства в качестве одной из форм рыночного финансирования, является возможность привлекать капитал от инвесторов – частных лиц. Еще одним преимуществом является более низкая стоимость капитала и более высокая доходность для инвесторов, поскольку краудфандинг предоставляет недорогую альтернативу направлению сбережений в реальный сектор экономики, как правило, по ставкам ниже тех, которые достигаются за счет традиционных источников финансирования.

Западные эксперты подтверждают то обстоятельство, что FR (краудфандинг) способствует экономическому росту путем финансирования малых и средних пред-

---

[9] Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department Authors: Eleanor Kirby and Shane Worner [Electronic resource]. Made of access: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD459.pdf (дата обращения: 20.07.2019).

[10] Международная финансовая организация, объединяющая национальные органы регулирования рынка ценных бумаг разных стран. Штаб-квартира организации находится в Мадриде, Испания.

приятий, которые в современных развитых экономиках являются ключевым двигателем экономического роста[11].

Мировой рынок однорангового кредитования удваивается каждый год, а на его долю по состоянию на 2015 г. приходилось около 6,4 млрд долл. США непогашенной задолженности во всем мире. Рынок FR (краудфандинга) стоит более 1 млрд долл. в США, Великобритании и Китае, а также стремительно растет во многих других юрисдикциях по всему миру.

Учитывая важность краундфандинга в рамках современной мировой экономической системы, на основе обобщения регуляторных подходов в области краундфандинга в экономически развитых странах в 2019 г. в России был принят Федеральный закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ, предметом регулирования которого стали в том числе взаимное кредитование и акционерный краудфандинг.

Наряду с традиционными формами, закрепляющими правоотношения между инвесторами и лицами, привлекающими инвестиции (предоставление займа, приобретение ценных бумаг, приобретение доли участника в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью или доли участника в складочном капитале хозяйственного товарищества, хозяйственного партнерства), закон предлагает использовать такую новую, характерную для современного этапа развития отношений краудфандинга форму, как приобретение *цифровых свидетельств* инвестиционного проекта, обозначающих определенные имущественные права, учитываемые в депозитарии.

Согласно ст. 9 закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» *цифровое свидетельство* – это неэмиссионная бездокументарная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая принадлежность ее владельцу утилитарного цифрового права, распоряжаться которым имеет возможность депозитарий, и закрепляющая право ее владельца требовать от этого депозитария оказания услуг по осуществлению утилитарного цифрового права и (или) распоряжения им определенным образом. Цифровое свидетельство выдается депозитарием обладателю *утилитарного цифрового права*, учет которого осуществляется этим депозитарием. В свою очередь, под *утилитарным цифровым правом* законодатель понимает:

1) право требовать передачи вещи (вещей);

2) право требовать передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности и (или) прав использования результатов интеллектуальной деятельности;

3) право требовать выполнения работ и (или) оказания услуг.

При выдаче цифрового свидетельства по счету депо его приобретателя вносится запись о списании утилитарного цифрового права, в отношении которого

[11] Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department Authors: Eleanor Kirby and Shane Worner [Electronic resource]. Made of access: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD459.pdf (дата обращения: 20.07.2019).

оно выдано. В этом случае обладателем утилитарного цифрового права, в отношении которого выдано цифровое свидетельство, признается владелец этого свидетельства.

Депозитарий осуществляет в инвестиционной платформе утилитарное цифровое право, в отношении которого выдано цифровое свидетельство, по указанию депонента, на счете депо которого осуществляется учет прав на цифровое свидетельство. Депозитарий, выдавший цифровое свидетельство, не вправе до его погашения распоряжаться утилитарным цифровым правом, в отношении которого оно выдано.

Депозитарий обязан обособить в *инвестиционной платформе*[12] утилитарные цифровые права, в отношении которых выданы цифровые свидетельства, от иных утилитарных цифровых прав, принадлежащих депозитарию и его депонентам. Условия выдачи цифрового свидетельства, права, удостоверяемые и закрепляемые цифровым свидетельством, и порядок их осуществления должны содержаться в условиях осуществления депозитарной деятельности депозитария.

Выдача цифрового свидетельства не требует государственной регистрации. При выдаче цифрового свидетельства депозитарий в соответствии с условиями осуществления депозитарной деятельности присваивает ему уникальное условное обозначение, позволяющее идентифицировать его среди иных цифровых свидетельств без обращения к информации о содержании утилитарного цифрового права, в отношении которого выдано это цифровое свидетельство. Цифровым свидетельствам, удостоверяющим одинаковые права, может быть присвоено одно уникальное условное обозначение.

По требованию депонента, на счете депо которого учтены права на цифровое свидетельство, депозитарий обязан погасить цифровое свидетельство и зачислить утилитарное цифровое право, в отношении которого выдано такое цифровое свидетельство, на счет депо, указанный депонентом, если такое зачисление соответствует требованиям федеральных законов, либо предоставить утилитарное цифровое право в распоряжение депонента или указанного депонентом лица.

Депозитарий обязан обеспечить соответствие количества выданных им цифровых свидетельств количеству утилитарных цифровых прав, удостоверенных этими цифровыми свидетельствами.

Депозитарий несет ответственность за убытки, причиненные депоненту в результате неправомерного распоряжения его утилитарным цифровым правом, принадлежность которого удостоверена цифровым свидетельством. Если убытки депоненту причинены вследствие неправомерных действий третьих лиц, ответственность депозитария может быть ограничена договором.

---

[12] Согласно п. 1 ст. 1 Федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ инвестиционная платформа – это информационная система в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемая для заключения с помощью информационных технологий и технических средств этой информационной системы договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы.

Глава 6

ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

6.1. Рынок производных финансовых инструментов, его участники

В отличие от акций и корпоративных облигаций, появление которых обусловлено непосредственными потребностями воспроизводственного процесса хозяйствующего субъекта, возникновение производных финансовых инструментов вызвано необходимостью перераспределения ценовых рисков, и *основная их экономическая функция* – предоставление экономическим субъектам хозяйствования механизма хеджирования, т. е. страхования от неблагоприятного изменения цен на рынке капиталов.

Как правило, производные финансовые инструменты относятся к так называемым срочным инструментам, когда срок их исполнения отнесен в будущее, поэтому нередко используется термин «срочный рынок» как место обращения большинства производных финансовых инструментов.

Сам процесс инвестирования, в т. ч. портфельного, осуществляется, как правило, на спот или кассовом рынке, а защитные операции (операции хеджирования) от возможного в будущем негативного движения цен на кассовом рынке совершаются на срочном рынке с помощью специальных производных финансовых инструментов.

Если придерживаться базовой классификации рынков, то срочный рынок присутствует во всех составных частях (сегментах) финансового рынка (денежного (валютного), фондового (рынка ценных бумаг), кредитного, страхового, рынка золота), а также является обязательным элементом товарного рынка. Объем операций срочного рынка в десятки раз превышает объем торгов на рынках реальных активов.

Истоки срочного рынка уходят в историческое прошлое предпринимательства. Зарождение организованной срочной торговли можно отнести к появлению в 1751 г. Нью-Йоркской продовольственной биржи.

Первая срочная биржа – Чикагская торговая палата – CBT (Chicago Board of Trade) была образована в 1848 г. для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию. Однако бурное развитие срочный рынок получил только в 70–80-х гг. XX в.

В эти годы наблюдались гораздо более резкие колебания обменных курсов и процентных ставок, чем в предыдущие периоды. Крах Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х гг., которая была заменена системой плавающих валютных курсов, стал источником большой неопределенности при принятии деловых решений. Амплитуда колебаний валютных курсов в 1980-х гг. увеличилась, и эта тенденция продолжается до настоящего времени.

Другим серьезным ударом по промышленным отраслям в тот период был рост процентных ставок. В 1970-х г. в политике принятия экономических решений произошел переход от кейнсианства, отдававшего предпочтение стабильным процентным ставкам за счет нестабильности денежной массы, к монетаризму, утверждающему необходимость контроля за денежной массой.

Следовательно, хозяйствующие субъекты, частные инвесторы стали сталкиваться в своей финансовой, инвестиционной деятельности с большим риском и неопределенностью. В этой связи нарастает необходимость в специальных инструментах финансовой политики фирмы, личного финансового плана частного инвестора, которые помогли бы им снизить степень риска и рыночной неопределенности.

В результате появился объективный спрос на совершенно новый класс инструментов – производных, выполняющих задачу хеджирования рисков.

Хеджирование предполагает обеспечение стабильности будущих обменных курсов и процентных ставок или гарантированную компенсацию потерь от их неблагоприятных изменений за счет получаемых доходов. Хеджирование – это действие в интересах самого инвестора, действие, направленное на исключение негативного сценария движения цен на активы, процентные ставки, индексы и т. п.

Курсовой риск на фондовом рынке для владельцев портфелей акций, а также потенциальных инвесторов, еще только планирующих свои инвестиции, существовал задолго до того, как основными проблемами стали колебания обменных курсов и нестабильность процентных ставок. Однако инструменты хеджирования от курсовых колебаний на фондовом рынке стали доступными только после разработки методов управления валютными и процентными рисками.

Именно в 70–80-е гг. XX в. активно формируются современные срочные биржи. Так, в 1972 г. образован Международный валютный рынок IMM (International Monetary Market), являющийся подразделением Чикагской товарной биржи – CME (Chicago Mercantile Exchange). В 1973 г. открылась торговля опционами на Чикагской бирже опционов – CBOE (Chicago Board Options Exchange). Лондонский рынок торгуемых опционов – LTOM (London Traded Options Market) образован в 1978 г. при Лондонской фондовой бирже – LSE (London Stock Exchange). В 1979 г. возникла Нью-Йоркская фьючерсная биржа – NYFE (New York Futures Exchange). В 1982 г. образована Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов – LIFFE (London International Financial Futures Exchange). В этом же году открылась торговля срочными контрактами на Филадельфийской фондовой бирже. Во Франции в 1985 г. образована биржа финансовых фьючерсных контрактов – MATIF (Marche a terme d'instruments financiers). В Японии первые срочные сделки стали заключаться в 1985 г.

В России торговля срочными контрактами началась в 1992 г., когда на Московской товарной бирже (МТБ) была открыта фьючерсная секция (21.10.1992).

Следует отметить, что в России становление срочного рынка произошло как исключительно *биржевого* – и это является положительным моментом, учитывая его повышенную рискованность.

Во-вторых, вполне объективно, что срочный рынок в России оказался представленным *финансовыми фьючерсными контрактами* (сначала на валютные курсы – доллар), затем – на процентные ставки – доходность ГКО) и только потом – на российские фондовые индексы – РТС, ММВБ). В первое десятилетие становления срочного рынка в России не нашлось места таким базовым активам производных финансовых инструментов, как нефть, металлы, сельскохозяйственная продукция и др.

В-третьих, участниками отечественного рынка преимущественно стали *спекулянты*, их роль остается доминирующей до настоящего времени.

Выше было обозначено, что основная экономическая функция рынка стандартных контрактов – *хеджирование рисков*, или *страхование*. Но будет справедливо этот круг расширить и другими ключевыми функциями, которые выполняет срочный рынок (рис. 14).

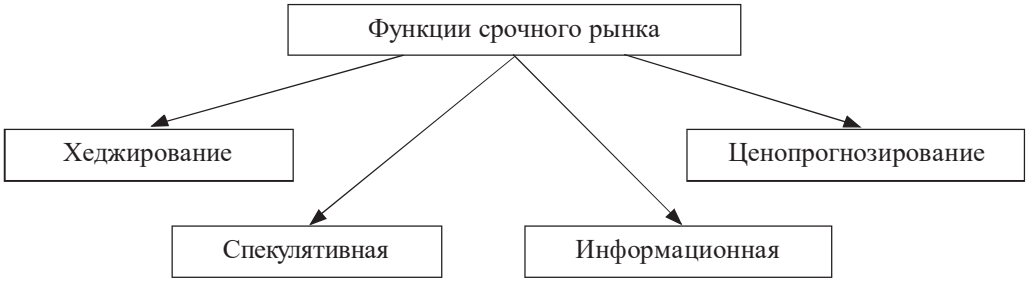


Рис. 14. Функции срочного рынка

Основные (ключевые) участники срочного рынка, непосредственно совершающие операции с производными финансовыми инструментами, представлены на рис. 15.

Рис. 15. Ключевые игроки срочного рынка

Хеджер – это лицо, страхующее на срочном рынке свои финансовые активы или сделки на спот-рынке.

Вариант первый – инвестор владеет активом (портфель ценных бумаг, приобретенные товарные ценности, валюта), и его цель – не допустить обесценения актива, хеджировать (страховать) свою позицию от падения цены.

Вариант второй – потенциальный инвестор запланировал в будущем приобретение активов, и его цель – зафиксировать приемлемые цены, не допустить их роста, хеджировать свою позицию от этого негативного фактора (увеличения курсовой стоимости акции, процентной ставки по облигациям, стоимости товара).

В обоих случаях заключение срочного контракта позволяет хеджеру избежать ценового риска. Данный риск берет на себя спекулянт. Хеджер, страхующий свои риски, готов нести определенные убытки на срочном рынке при благоприятном для него движении цен на рынке базового актива. В этом случае хеджеры создают основу для получения прибыли спекулянтами.

Спекулянт – лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов, которая может возникнуть во времени. Спекулянт рискует, его риск зависит от того, насколько умело он прогнозирует тенденции ценообразования соответствующих активов.

Следует отметить главное. Наличие спекулянта – это объективная необходимость рыночного механизма формирования цены. Спекулянт обеспечивает, с одной стороны, *ликвидность* финансового инструмента, а с другой – *берет на себя риск изменения цены*, который перекладывают на него хеджеры.

Арбитражер – лицо, извлекающие прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же актива на разных рынках (из разницы курсов как между отдельными биржевыми площадками, так и между биржевым и внебиржевым рынком) или взаимосвязанных активов при нарушении между ними паритетных отношений.

В целом арбитражная операция – это операция, которая позволяет получить арбитражеру прибыль без всякого риска и не требует от него каких-либо инвестиций. Осуществление арбитражных операций приводит к выравниванию возникших отклонений в ценах на одни и те же активы на разных рынках и возникновению паритетных отношений между взаимосвязанными активами. Арбитражными операциями на рынке ценных бумаг могут быть: покупка акций с одновременной продажей фьючерсного контракта на них, использование инструментов рынка процентных ставок и валюты, возможность построения календарных спрэдов, а также спрэдов между различными фьючерсными и (или) опционными контрактами.

Через функциональные особенности игроков срочного рынка раскрываются основные функции срочного рынка (хеджирование, спекулирование), но необходимо признать и то, что все их действия направлены на поиск справедливой будущей цены базового актива, их роль в реализации функции ценопрогнозирования неоспорима.

Операции с производными финансовыми инструментами совершают в соответствии с российским законодательством профессиональные участники рынка ценных бумаг: брокеры, дилеры, управляющие компании.

Хеджеры, спекулянты и арбитражеры могут быть как профессиональными участниками рынка ценных бумаг, так и их клиентами.

Ключевые участники срочного рынка (игроки) не смогут совершать свои операции без таких *инфраструктурных институтов*, *как организаторы торговли*

(*биржи*), *клиринговые центры*, *расчетные фирмы* (*часть брокеров*, *дилеров и управляющих компаний*), *расчетные депозитарии.*

На *расчетной фирме* лежит ответственность за соблюдение гарантийного обеспечения как собственных сделок, так и сделок своих клиентов.

Биржа (организатор торговли) может предложить расчетным фирмам выступить в роли *маркет-мейкеров* по отдельным стандартным контрактам.

Маркет-мейкер принимает на себя обязательства по поддержанию ликвидности рынка путем выставления постоянных котировок продажных и покупных цен контрактов как по количеству лотов, так и в заданном спрэде и временном диапазоне выполнения первых двух позиций в течение торговой сессии.

В России получили достаточно широкое распространение методы инвестирования, когда портфель ценных бумаг формируется в соответствии с тем или иным индексом и хеджируется с его помощью.

Вместе с тем бытует и такое спорное мнение, что можно инвестировать свои свободные денежные средства через фьючерсные и опционные контракты срочного рынка. В большинстве случаев здесь ответ будет отрицательный, так как даже если это поставочный фьючерсный или опционный контракт, то следует отметить: его исполнение не имеет никакого отношения к срочному рынку, оно произойдет на кассовом рынке.

В качестве исключения следует признать, что отдельные производные финансовые инструменты имеют прямое отношение к инвестированию (депозитарные расписки, варранты). Более того, депозитарные расписки торгуются в секции спот-рынка, они относятся только по своему происхождению к производным инструментам, а по сути обращения – к инструментам кассового (спот) рынка.

Срочный рынок в России притягивает так называемых инвесторов по специфическим (меркантильным) причинам – это получение бесплатного маржинального плеча (внесение только начальной маржи) и более низкие комиссионные сборы со стороны биржи и брокеров в сравнении с кассовым рынком.

Срочным рынкам присущи определенные отличительные черты:

1. Торговля финансовыми фьючерсными (опционными) контрактами производится, как правило, на централизованной и регулируемой бирже.

2. Обращающиеся контракты в высшей степени стандартизированы, сделки заключаются в конкретные месяцы (недели, дни) поставки на конкретные количества продукта.

3. Основные базовые активы (ценные бумаги) поставляются через фондовую биржу, а клиринговая организация гарантирует исполнение контрактов, которые заключены между расчетными фирмами.

4. Фактическая поставка базовых активов по финансовым фьючерсным и опционным контрактам обычно случается редко (не более 5 % всех обращающихся контрактов).

5. Срочные финансовые контракты должны обладать большой степенью ликвидности, в противном случае они имеют тенденцию «умирать».

6.2. Основные виды производных финансовых инструментов

Производными (*derivatives*) называются инструменты финансового (фондового) рынка, цены которых являются производными от цен других инструментов (ценных бумаг, валют, процентных ставок, фондовых индексов, реальных товаров и иных активов), иначе называемых базовыми (базисными) активами.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» рассматривает производный финансовый инструмент как договор, за исключением договора РЕПО, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованиями своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено Федеральным законом или нормативными актами Центрального банка Российской Федерации (Банком России) и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

ЦБ РФ своим Указанием № 3665-У от 16.02.2015 г. «О видах производных финансовых инструментов» определяет достаточно полный их перечень. Базисными активами производных финансовых инструментов являются ценные бумаги, товары, валюта, процентные ставки, уровень инфляции, официальная статистическая информация, физические, биологические и (или) химические показатели

состояния окружающей среды, договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, значения, рассчитываемые на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей, от цен (значений) которых зависят обязательства стороны или сторон договора, являющегося производным финансовым инструментом.

В настоящее время существует четыре основных вида классических производных финансовых инструментов:

– форвардные контракты;

– фьючерсные контракты;

– опционные контракты;

– свопы (*swaps*).

Производные финансовые инструменты могут эмитироваться как компаниями-эмитентами (например, варрант), так и искусственно создаваться участниками рынка вне зависимости от интересов самого эмитента (фьючерсы, опционы, свопы и др.).

Очевидно, что в производных инструментах присутствует функциональная зависимость базисного актива и самого производного инструмента. Если по каким-либо причинам базисный актив перестает существовать, то это автоматически делает невозможным и обращение производного инструмента.

Кроме перечисленных выше, к производным финансовым инструментам также относятся:

– депозитарные расписки (американские – ADR, глобальные – GDR), российские – RDR);

– варранты;

– соглашение о форвардной (будущей) процентной ставке (Forward Rate Agreements – FRAs);

– конвертируемые облигации;

– и другие.

Депозитарные расписки – это эмиссионные ценные бумаги, особенностью которых является обращение на национальном рынке акций иностранного эмитента. Депозитарная расписка – инструмент для инвестирования, аналогичный покупке самой акции. Депозитарная расписка – это реальный актив, который в силу специфики появления и обращения на рынке является производным финансовым инструментом.

Различие между спонсируемыми и неспонсируемыми американскими депозитарными расписками состоит в том, насколько данные производные ценные бумаги связаны с их эмитентом. Суть «спонсируемой» программы заключается в том, что она поддерживается или инициируется компанией-эмитентом. Именно к «спонсируемым» программам выпуска депозитарных расписок относятся их уровни.

Классификация предусматривает четыре уровня американских депозитарных расписок (ADR):

– первый уровень обозначен как «торговая» форма. Депозитарные расписки данного уровня могут обращаться только на внебиржевом рынке, и компания-эми-

тент акций не обязана представлять финансовую отчетность, проверенную аудиторами в соответствии с международными стандартами или выполнять все требования по раскрытию информации в частности. Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Следует подчеркнуть, что программа ADR первого уровня не может быть использована для привлечения нового капитала, т. е. в его основе может находиться только вторичный рынок ценных бумаг.

– второй уровень обозначен как «листинговая» форма и используется компаниями для получения регистрации на американской или другой зарубежной бирже. Компания-эмитент должна в этом случае отвечать требованиям биржи по листингу, которые обычно включают: минимальное число акционеров, минимальную рыночную капитализацию, а также она должна представить отчетность за несколько лет, составленную и проверенную аудиторами по международным стандартам. Вместе с тем следует заметить, что этот уровень встречается редко, поскольку больший интерес представляет третий уровень.

– третий уровень обозначен как форма «предложения» и используется эмитентами, желающими привлечь капитал за пределами своего внутреннего рынка. Соответственно эмитенты должны выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США в отношении регистрации и отчетности для новых эмитентов, а также соблюдать правила и нормы биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги.

– четвертый уровень обозначен как форма «частного размещения». Данный уровень позволяет получить доступ к международным рынкам путем частного размещения ADR, которое проводится только среди очень крупных профессиональных инвесторов, называемых квалифицированными институциональными покупателями.

Третий и четвертый уровни депозитарных расписок предназначены для размещения дополнительных эмиссий акций, облигаций.

«Неспонсируемая» программа инициируется, например, инвестиционным банком, который приобретает акции на внутреннем рынке, вносит их на хранение и выпускает собственные ценные бумаги на базе находящихся на кастодиальном хранении. Такая программа предполагает обращение расписок на внебиржевом рынке.

Варрант (*warrant*) представляет собой ценную бумагу (производную ценную бумагу), которая дает своему владельцу право на покупку определенного числа других ценных бумаг (чаще обыкновенных акций) в течение установленного периода времени и по установленной цене. Фактически варрантами являются опционы *call*. Вместе с тем опционы *call* обычно обращаются в течение нескольких месяцев, в отличие от варрантов, которые выпускаются эмитентом на срок от одного года до десятков лет.

Варранты выпускает компания-эмитент, базовым активом варранта могут быть акция, облигация. Если речь идет о варрантах на акции, то варранты обеспечивают *приток капитала* в компанию и «разжижают» (разбавляют) уже находящиеся в обращении акции, чего классические опционы никогда не делают.

Варранты после их выпуска в обращение «отделяются» от базового актива и «живут» своей самостоятельной историей ценообразования.

Цена исполнения варранта может быть постоянной, а может и меняться. Чаще всего варранты выпускаются на срок от 10 до 20 лет, однако срок обращения некоторых из них неограничен. Начальная цена исполнения в момент выпуска варранта, как правило, устанавливается значительно выше рыночной цены базисного актива.

Стоимость варранта складывается из двух элементов. Во-первых, варрант обладает инвестиционной стоимостью, которая изменяется в соответствии со стоимостью акций, лежащих в основе варранта. Второй компонент стоимости варранта определяется временем, которое остается до истечения срока действия варранта. Обычно чем больше это время, тем выше стоимость варранта.

Если рыночный курс акций ниже цены исполнения варранта, а срок его действия истекает через один день, такой варрант считается не имеющим стоимости. Однако если курс акций ниже цены исполнения варранта, но до окончания срока его действия остается еще много времени, «срочная» стоимость варранта воплощается в его рыночную стоимость и может быть весьма значительной. При этом точная рыночная цена варранта будет зависеть от нескольких факторов, в частности, от продолжительности времени до окончания срока действия варранта, величины разрыва между текущей рыночной ценой акций и ценой исполнения варранта, преобладающего среди инвесторов мнения относительно перспектив самих акций и дивидендов по ним, и общей ситуации на рынке. Естественно, что варрант дороже стоит во время рынка «быков» и дешевле – на рынке «медведей».

Соглашение о форвардной процентной ставке (*Forward Rate Agreement*) предполагает, что участник соглашения знает, например, что через шесть месяцев ему потребуется сделать трехмесячный заем. Тогда можно зафиксировать процентную ставку по этому займу, заключив с банком соглашение о форвардной процентной ставке.

Трактовка ЦБ РФ: соглашение о будущей процентной ставке по некоторому будущему обязательству, согласно которому на дату исполнения стороны обязуются компенсировать различия в сумме процентных платежей, рассчитанных исходя из оговоренной и фактической ставок и оговоренного номинала.

Конвертируемая облигация (*convertible bonds*) – это финансовое обязательство эмитента, которое позволяет владельцу в будущем (при погашении облигации) получить:

– либо определенную сумму денег;

– либо акции эмитента (долевые инструменты).

Такие облигации включают:

1. Обязанность погасить облигацию – это есть обязательство.

2. Возможность конвертации в обыкновенные акции – это есть право на участие в капитале.

Экономический эффект от эмиссии такого инструмента практически тот же, что и от одновременного выпуска сразу двух инструментов:

– финансового обязательства;

– опциона на покупку обыкновенных акций.

Если компания выпустила инструмент, содержащий одновременно компоненты обязательства и капитала, то она должна раскрыть существующие свойства этого инструмента.

Держатель анализирует конвертируемую облигацию целиком. Потоки денежных средств по договору не являются платежами в счет основного долга и процентов на непогашенную сумму основного долга, поскольку процентная ставка не отражает только компенсацию временной стоимости денег и кредитные риски. Доходность также связана со стоимостью капитала эмитента.

Обязательство и капитал должны быть представлены в отчетности отдельно.

Обязательство оценивается в первую очередь:

– путем дисконтирования будущих платежей по инструменту;

– по ставке, превалирующей на рынке для подобных обязательств, не связанных с долевым элементом.

Сумма долевого компонента рассчитывается как балансирующая величина.

Учет конвертируемых облигаций по МСФО ведется в соответствии со стандартом МСФО IAS 32 «Финансовые инструменты: раскрытие и представление информации», МСФО IAS 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка», МСФО IFRS 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации».

Своп (*swap*) – соглашение об обмене долговых обязательств.

Как правило, своп – это внебиржевой продукт, предполагающий обмен рисками или обмен финансовой выгодой, имеющейся у одной стороны на одном рынке, на эквивалентную выгоду другой стороны на другом рынке.

Своп – это одновременная покупка и продажа одного и того же базового актива или обязательства на эквивалентную денежную сумму, при которой обмен финансовыми условиями обеспечивает обеим сторонам определенный выигрыш, недоступный им иначе.

По срокам своп относится к средне- и долгосрочным обязательствам (до 10 лет).

Остановимся только на фондовом свопе. *Фондовый своп* – это соглашение между двумя сторонами, по которому одна сторона выплачивает процентный доход на основе фондового индекса по установленным датам в течение периода действия соглашения. Другая сторона осуществляет платежи по фиксированной или плавающей ставке, или на основе другого фондового индекса. Размер платежей определяется как согласованный процент от так называемой условной основной суммы.

Фондовый своп фактически представляет собой перемещение активов без физической покупки и продажи акций или других финансовых инструментов.

Фондовый своп – эффективный способ выхода на иностранные фондовые рынки, невзирая на ограничения и сложности, которые связаны с ведением реальной торговли за рубежом.

Преимущества свопов:

– снижение стоимости финансирования (доступ к рынкам заимствований в иностранной валюте под процентную ставку, установленную для национальной валюты);

– гибкость (внебиржевая торговля дает неограниченные возможности для формирования своп-контрактов, устраивающих обе стороны);

– единовременность сделки (срок до 10 лет покрывает множество коротких деривативов, что ведет к снижению издержек и организационных усилий);

– хеджирование рыночного риска (обмен рисками).

Недостатки: кредитные риски, которые значительно больше из-за отсутствия гарантий исполнения со стороны контрагентов по сделке, чем у фьючерсных и опционных контрактов.

Фьючерсные, *форвардные*, *опционные контракты* занимают очень большой объем операций на срочном рынке. Нередко понятие и определение фьючерсного и форвардного контрактов имеют одну и ту же трактовку, в основе которой лежит твердое обязательство, ценовые условия обозначены в текущее время, а исполнение отнесено в будущее. Но фьючерсный контракт по таким условиям не может существовать ни одного дня, это достаточно сложный финансовый инструмент, по сравнению с форвардным контрактом.

Фьючерсный контракт – стандартный биржевой договор на поставку базового актива или исполнение обязательств расчетным путем в указанный срок по цене, которая устанавливается в момент заключения контракта и корректируется вариационной маржой по мере изменения котировальной (рыночной) цены данного контракта.

Базовый актив – биржевой товар (ценная бумага, финансовый инструмент или иной товар), который поставляется или стоимость которого является базой для расчета при исполнении стандартного контракта.

Маржа – общее наименование вида гарантийного обеспечения, величина которого зависит от текущей позиции участника рынка (вариационная маржа) или от позиции, которую он намерен открыть (начальная маржа).

Фьючерсный контракт строго стандартизирован спецификацией – документом, определяющим характеристики стандартного контракта. В спецификации должны быть отражены: наименование базового актива, величина контракта, вид контракта (расчетный, поставочный), срок расчетов (исполнения контракта), минимальный лот, размер депозитной (начальной) маржи, порядок определения котировальной цены, первый и последний дни торговли, шаг цены (тик – единица измерения цены биржевого товара), комиссионный сбор биржи.

Фьючерсный контракт стандартизирован по всем параметрам, кроме одного – цены поставляемого товара (ключевое свойство биржевого товара), которая выявляется в процессе биржевых торгов. Предметом торга в таких контрактах является цена, а термины «продажа» или «покупка» контракта условны и означают только занятие позиции продавца или позиции покупателя с принятием на себя соответствующих обязательств.

Лицо, которое берет на себя обязательство поставить актив, занимает короткую позицию, т. е. продает контракт. Лицо, которое обязуется принять актив, занимает длинную позицию, т. е. покупает контракт.

Стандартизация фьючерсного контракта означает, что торговля возможна только контрактами с определенными биржей условиями. Каждый фьючерсный контракт имеет стандартное, установленное биржей количество актива, лежащего в основе контракта. Это количество называется единицей контракта (или объемом контракта).

Каждый контракт имеет свой срок поставки (срок расчетов – исполнения), также устанавливаемый биржей. Обычно в качестве срока поставки указывается месяц, а не конкретная дата. Как правило, на рынке ценных бумаг сроком поставки (расчетов – исполнения) является 15-е число месяца, если оно приходится на выходной день, то тогда датой поставки (расчетов – исполнения) является ближайший до этого числа рабочий день. В настоящее время с учетом появления месячных, недельных фьючерсных и опционных контрактов биржа составляет календарь их исполнения и поставки на весь год.

Биржей устанавливается также соответствующая единица измерения цены контракта (котировочной цены контракта или расчетной (рыночной) цены контракта), например, долларов за тонну ($/т), рублей за доллар (руб./$), рублей за пункт[13] (руб./пункт, или руб./грамм) и т. д., в зависимости от вида актива, лежащего в основе контракта.

Биржей устанавливается шаг цены (тик). Например, 0,1 руб. за контракт или 1 руб. за контракт. В качестве единицы контракта может быть, например, 1, 10, 100, 1000, 100 000 акций эмитента или другого количества актива (валюта, товар).

Спот-цена – это цена на базовый актив на рынке реального товара.

Котировочная цена (котировка, расчетная, рыночная цена) – это цена, установленная в соответствии с правилами определения котировальной (рыночной) цены биржи по результатам прошедших торгов. В настоящее время ПАО «Московская биржа» устанавливает в качестве рыночной (котировальной, котировочной) цены средневзвешенную цену по всем сделкам за определенный период времени. Теоретически это могла быть цена закрытия, рассчитанная также по заданному алгоритму биржей. Вариант расчета может быть любой, главное – это объективность ценообразования и соблюдение принятого регламента. В табл. 11 приведена спецификация фьючерсного контракта на обыкновенные акции ПАО «НК “ЛУКОЙЛ”».

Состояние финансового рынка России не позволяет исключить резких колебаний цен, влекущих за собой значительную переоценку открытых позиций на срочном рынке. Во избежание проблем с исполнением обязательств, для поддержания системы гарантий формируются *страховые* (*резервные*) *фонды или гарантийные*

[13] Пункт – минимальная единица изменения стоимости актива. Причем любая цена данного актива указывается с учетом пункта. Например, если указано, что минимальное изменение 1 пункт, а котировка актива 18,356 руб., это означает, что минимальное изменение цены для данного контракта –0,001 руб. (за один пункт).

Таблица 11

Спецификация фьючерсного контракта на обыкновенные акции ПАО «НК “ЛУКОЙЛ”»

Краткое наименование контракта	LKOH-6.19
Краткий код	LKM9
Наименование контракта	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции ПАО «НК “Лукойл”»
Вид контракта	Фьючерс
Тип контракта	Постановочный
Лот	10
Котировка	В рублях за лот
Начало обращения	13.06.2018
Последний день обращения	20.06.2019
Дата исполнения	21.06.2019
Шаг цены	1,0000
Стоимость шага цены	1,00000
Нижний лимит	52 051,0000
Верхний лимит	62 433,0000
Расчетная цена последнего клиринга	57 242,0000
Сбор за регистрацию сделки, руб.	3,78
Сбор за скальперскую сделку, руб.	1,89
Сбор за адресную сделку, руб.	3,78
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации (ГО, руб.)	10 516,18
Данные по ГО на	25.04.2019
Исполнение	Поставка ценных бумаг путем заключения сделки в Секции фондового рынка в порядке, предусмотренном Правилами проведения торгов на фондовом рынке ПАО «Московская биржа» (до 19.12.2016 г. – ЗАО «ФБ ММВБ»), по цене, равной результату деления РЦ Контракта, определенной по итогам вечернего Расчетного периода последнего дня заключения Контракта, на лот Контракта

залоги (*депозиты*), которые позволяют обеспечивать завершение расчетов при любой рыночной конъюнктуре. Назначение данного депозита – защитить продавца от неисполнения контракта покупателем, если цены упали; и покупателя от неисполнения контракта продавцом, если цены выросли.

Взносы в страховой (гарантийный) фонд в равных долях вносят все расчетные фирмы ПАО «Московская биржа» (по состоянию на 01.01.2019 г. по 10 000 000 руб.).

Каждый участник фьючерсной торговли имеет специальный счет в клиринговом центре биржи для учета вносимой им маржи.

Наряду со страховым (гарантийным) фондом необходимо формирование и соблюдение других видов маржинальных условий, которые призваны обеспечить различные этапы операций с фьючерсными контрактами.

Сумма денежных средств, которую вносит участник фьючерсных торгов на счет расчетной фирмы в клиринговой организации для открытия одной (нескольких) позиции по контрактам, называется *начальной* (*первоначальной*) *маржой*. Начальная маржа выполняет функцию гарантии исполнения обязательств по открытым позициям.

Размер начальной маржи (гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации) устанавливается биржей для каждого вида фьючерсного контракта в виде фиксированной суммы. Размер первоначальной маржи может измениться, если существенно изменятся котировки данного вида фьючерсного контракта.

На начальной стадии (1997–2002) регулирования российского рынка стандартных контрактов размер начальной маржи напрямую зависел от лимитов колебаний цен сделок на рынке и не мог составлять менее 15 % (в отдельные периоды и 10 %) от стоимости базового актива.

В настоящее время для каждого стандартного контракта, обращающегося на бирже, устанавливается индивидуальная начальная маржа (гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации). Студентам следует проанализировать расчет начальной маржи для фьючерсных и опционных маржируемых контрактов, обращающихся на бирже (ПАО «Московская биржа»). В табл. 12 приведена спецификация фьючерсного контракта на индекс Мосбиржи.

Если участник рынка торгует на бирже не непосредственно, а через своего брокера, брокерская фирма вправе устанавливать для клиента свою (дополнительную) маржу, которая называется маржой брокерской фирмы. Эта маржа может отличаться по размеру от маржи биржи в большую сторону.

После открытия игроком позиции каждое изменение цены фьючерсного контракта будет уменьшать или увеличивать стоимость позиции игрока. Такие изменения подсчитываются биржей каждый торговый день, а затем производится соответствующий перерасчет состояния счета участника торгов, при необходимости биржа потребует внесения *вариационной маржи* (т. е. маржи, которая обслуживает не открытые позиции, а изменение цены открытого фьючерсного (опционного) контракта относительно установленной котировальной цены торговой сессии).

Таблица 12

Спецификация фьючерсного контракта на индекс Мосбиржи

Краткое наименование контракта	MIX-6.19
Краткий код	MXM9
Наименование контракта	Фьючерсный контракт на индекс Мосбиржи
Вид контракта	Фьючерс
Тип контракта	Расчетный
Лот	1
Котировка	В пунктах
Начало обращения	08.06.2018
Последний день обращения	20.06.2019
Дата исполнения	20.06.2019
Шаг цены	25,0000
Стоимость шага цены	25,00000
Нижний лимит	238 950,0000
Верхний лимит	267 800,0000
Расчетная цена последнего клиринга	253 375,0000
Сбор за регистрацию сделки, руб.	5,58
Сбор за скальперскую сделку, руб.	2,79
Сбор за адресную сделку, руб.	5,58
Сбор за исполнение контракта, руб.	3,00
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации (ГО, руб.)	29 248,71
Данные по ГО на	26.04.2019
Исполнение	Закрытие позиций с перечислением вариационной маржи, рассчитанной исходя из среднего значения индекса МосБиржи за период с 15:00 до 16:00 в последний день заключения контракта, умноженного на 100

Величина вариационной маржи определяется методом корректировки по рынку (*mark to market*), в ходе которой переоценивается позиция по цене, наиболее отражающей конъюнктуру данного дня (котировальная, расчетная цена). Таким образом, вариационная маржа обеспечивает соответствие размера внесенного обеспечения новой стоимости контракта после изменения цен.

Вариационная маржа представляет собой задолженность стороны срочной сделки, которая вычисляется по итогам торговой сессии следующим образом.

Вариационная маржа по открытой позиции на день ее открытия:

$$\text{ВМ}_0 = (C_\text{Т} - C_0) \times V_K,$$

где $C_\text{Т}$ – котировочная (котировальная, рыночная) цена текущей торговой сессии; C_0 – цена единицы стандартного товара в момент открытия позиции; V_K – объем сделки (количество лотов – K, умноженное на стандартную величину лота – L).

$$V_K = K \times L.$$

Вариационная маржа по ранее открытой позиции и не закрытой в ходе текущей торговой сессии:

$$\text{ВМ}_\text{Т} = (C_{\text{Т}1} - C_\text{Т}) \times V_K,$$

где $C_\text{Т}$ – котировочная (котировальная, рыночная) цена предыдущей торговой сессии; $C_{\text{Т}1}$ – котировальная цена текущей торговой сессии.

Вариационная маржа по позиции, закрытой в ходе текущей торговой сессии (путем открытия противоположной позиции):

$$\text{ВМ}_\text{З} = (C_\text{З} - C_\text{Т}) \times V_K,$$

где $C_\text{З}$ – цена единицы стандартного товара, заключенного с противоположной позиции; $C_\text{Т}$ может быть и C_0, если закрытие позиции происходит в день ее открытия.

Вариационная маржа, рассчитанная по приведенным выше формулам, может быть как положительной, так и отрицательной. Положительная маржа вносится продавцом в пользу покупателя и списывается со счета продавца, отрицательная вносится в пользу продавца и списывается со счета покупателя.

Если клиент купил несколько однотипных контрактов, то соответствующая вариационная маржа вносится по каждому контракту. Таким образом, вносимая сумма вариационной маржи будет равна: вариационная маржа по 1 контракту × количество контрактов.

Требование о внесении вариационной маржи может быть удовлетворено двумя способами (в отличие от первоначальной маржи):

1) внесением требуемых средств;

2) закрытием своей позиции (всей или части).

Причем, даже если после требования о внесении вариационной маржи происходит благоприятное для клиента изменение цен, это требование остается в силе, не ликвидируется (т. е. клиенту все равно нужно либо вносить деньги, либо закрывать позицию).

После закрытия позиции клиент может забрать все оставшиеся на его счете деньги по закрытому контракту, включая сумму первоначальной маржи. Однако нужно иметь при этом в виду, что клиент несет и другие, кроме маржи, расходы по фьючерсному контракту. Так, например, за регистрацию каждой совершенной сделки биржа взимает определенную комиссию (вознаграждение биржи – регистрационный сбор). Это, как правило, на российском срочном рынке – фиксированная величина с одной единицы контракта.

Итак, вариационная маржа в конечном итоге является составной частью системы гарантий, применяемой биржей (клиринговым центром) для обеспечения исполнения всеми участниками торгов своих обязательств.

Необходимость таких мер вызвана тем, что операции по срочным контрактам несут повышенный риск неисполнения контракта одной из сторон по сравнению со сделками на спот-рынке.

Особый статус имеет *дополнительная маржа*, необходимость возникновения которой связана со срочным изменением размера начальной маржи ввиду форс-мажорных обстоятельств на рынке (резкое изменение цен, остановка торговой сессии и др.).

На практике также возможны случаи *принудительного закрытия* позиций участников торгов стандартными контрактами:

– невозможность выполнить требования по внесению вариационной маржи;

– прекращение членства в секции стандартных контрактов, если самостоятельно не урегулированы вопросы открытых позиций;

– приостановка или аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;

– прекращение торгов видом стандартного контракта ввиду форс-мажорных обстоятельств, если это предусмотрено правилами торговли и спецификацией на данный биржевой контракт.

Процедура принудительного закрытия предусматривает недопущение к участию в торгах лица, в отношении которого проводится данная процедура, и осуществление ее происходит служащими биржи, уполномоченными на проведение. Закрытие позиций осуществляется по рыночным ценам, стоящим в котировках остальных участников торгов, без выставления новых цен продажи/покупки со стороны уполномоченного биржей лица.

Форвардный контракт – это один из первых и самых простых инструментов срочного рынка, согласно которому одна из сторон обязуется в установленный будущий день поставить, а другая оплатить определенное количество товара или финансового актива по заранее оговоренной цене.

От сделки с немедленной поставкой и оплатой (спот) форвардный контракт отличается только одной характеристикой – отсроченностью даты исполнения, именно поэтому форвардный контракт относится к срочной сделке.

Форвардный контракт – это сделка купли/продажи актива по цене, установленной в настоящем, а с исполнением в будущем. Нередко точно такое же определение дается в отношении фьючерсного контракта, на самом деле у фьючерс-

ного контракта, как показал вышепроведенный анализ, все гораздо сложнее – это и не сделка, и не так просто, как форвардный контракт, он исполняется. Сравнительная характеристика форвардных и фьючерсных контрактов приведена в табл. 13.

Таблица 13

Сравнительная характеристика форвардных и фьючерсных контрактов

№ п/п	Сравнительные характеристики	Форвардный контракт	Фьючерсный контракт
1	Условия контракта	Определяются контрагентами при заключении сделки	Стандартные (определяются биржей)
2	Основная цель контракта	Купля/продажа актива, его хеджирование	1) Хеджирование (страхование); 2) Спекуляция (игра на разнице цен); 3) Арбитражирование
3	Возможность отказа от контракта	До фиксированной даты поставки трудно ликвидировать (закрыть) свою позицию по контракту	В любой день до даты поставки (расчета) можно ликвидировать (закрыть) свою позицию по контракту
4	Результаты контракта	Выигрыш или потеря определяются в момент поставки актива	Ежедневный перерасчет «прибыли» и «убытков» (вариационная маржа)
5	Обеспечение контракта	Заключение не требует дополнительных расходов	Требуется внесение обеспечения для открытия позиции (начальная маржа)
6	Вторичный рынок	Практически отсутствует	Должен быть высоколиквидным
7	Гарантии исполнения	Непосредственные участники сделки	Клиринговая организация (биржа)
8	Место заключения контракта	Вне биржи (конфиденциально, путем прямых переговоров)	Исключительно биржевой рынок
9	Контрагенты	Сделка заключается между двумя контрагентами	Клиринговая организация выступает третьей стороной договора (обязательный централизованный клиринг)

В последние годы в России набирает обороты торговля классическими опционными контрактами. Известны четыре основные направления развития рынка опционов:

– валютные (на наличную валюту, на валютные фьючерсы);

– процентные (на процентные фьючерсы, на соглашение о будущей процентной ставке – гарантии процентной ставки, на процентные свопы);

– фондовые (на акции, на индексные фьючерсы);

– товарные (на физические товары, на товарные фьючерсы).

Опционный контракт – стандартный биржевой договор на право (но не обязанность) купить или продать базовый актив по установленной цене исполнения (страйк) в определенный срок или в течение определенного периода времени в обмен на уплату премии.

Виды опционов

По правам:

– опцион на право покупки определенного актива – опцион *call* (колл);

– опцион на право продажи определенного актива опцион *put* (пут);

– двойной опцион (*double*-опцион, или *put-and-call*-опцион) – покупка опционов «пут» и «колл» на одни и те же ценные бумаги, с одинаковыми ценами исполнения и сроками. Исполнение одного из опционов означает, что другой опцион останется неисполненным. Двойные опционы не получили широкого распространения.

Необходимо отметить, что функции сторон в случае исполнения опциона «пут» меняются на противоположные: покупатель опциона становится продавцом базисного актива, а продавец опциона – покупателем базисного актива. В этой связи во избежание разночтений иногда уточняется, что в том или ином контексте понимается под длинной позицией по опциону «пут». Здесь во всех без исключения случаях считается, что длинная позиция – это позиция покупателя контракта (фьючерсного, опциона «колл», «пут»). Используют также следующую терминологию: различают позицию по срочному контракту и возникающую при этом рыночную позицию. Последняя является длинной, если при увеличении цены базисного актива стоимость позиции возрастает, и короткой в противном случае. Для опциона «пут» позиция по контракту и рыночная позиция противоположны, т. е. длинная позиция по опциону «пут» является в то же время короткой рыночной позицией.

По срокам:

– американский опцион – опцион «пут» или «колл», который может быть предъявлен к исполнению покупателем в любое время до окончания срока его действия (даты экспирации – *expiry date*). Поставка или расчеты производятся по цене исполнения на момент истечения контракта.

Все обращающиеся на биржах опционы, включая и те, что продаются и покупаются на европейских биржах, относятся именно к этому типу.

– европейский опцион – опцион, который может быть предъявлен к исполнению покупателем только в течение определенного периода времени (конкретный день истечения его срока обращения и не раньше). Большинство внебиржевых опционов являются европейскими по стилю исполнения.

Поскольку опцион представляет собой право, но не обязанность покупки (продажи) актива, покупатель опциона (держатель опциона) будет его реализовывать только в том случае, если ему это выгодно. В противном случае, т. е. когда поку-

патель не реализует свое право на покупку (продажу), говорят, что опцион истек без исполнения.

Таким образом, опцион на покупку (*call*-опцион) реализуется, если цена исполнения ниже, чем цена на этот же актив на рынке реального товара; а опцион на продажу (*put*-опцион) – когда цена исполнения выше цены актива на рынке реального товара.

По «прибыли»:

1) опцион «в деньгах» – опцион, который дает его покупателю «прибыль» при своем исполнении. Для опциона *call* цена-страйк меньше текущей котировальной цены (рис. 16). Для опциона *put* цена-страйк больше текущей котировальной цены (рис. 17);

2) опцион «на деньгах» (нулевой, при своих) – опцион, который при его исполнении не дает покупателю ни «прибыли», ни убытка. С некоторым упрощением (без учета премии) нередко опционом «на деньгах» называют опцион, страйк которого равен текущей котировальной цене;

3) опцион «вне денег» – опцион, который исполнять его покупателю невыгодно. Для опциона *call* внеденежным будет опцион, страйк которого больше текущей котировальной цены. Для внеденежного опциона *put*, соответственно, страйк должен быть меньше котировальной цены.

Для *call*-опционов:

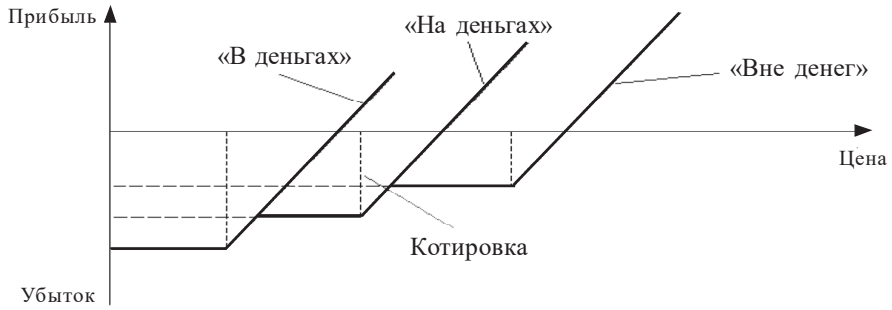


Рис. 16. Характеристика опционов *call* по «прибыли»

Для *put*-опционов:

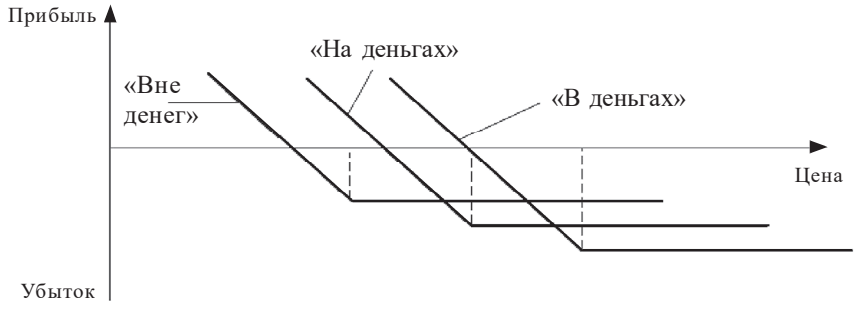


Рис. 17. Характеристика опционов *put* по «прибыли»

Опционы «на деньгах» и «вне денег», как правило, истекают без исполнения.

Как видно из определения, в опционном контракте всегда указываются две цены – цена исполнения опциона и его премия.

Цена исполнения (также может называться ценой столкновения или *strike*-ценой, ценой реализации опциона) – это цена, по которой покупатель опциона может купить (или продать) актив, лежащий в основе опционного контракта. Страйк-цена фиксируется в опционном контракте.

Страйки, по которым ведется торговля, для биржевых опционов устанавливаются биржей в соответствии с правилами торговли. Обычно выбирается некоторый фиксированный шаг страйка. В день открытия торгов опционами с новой датой экспирации определяется центральный страйк – страйк, наиболее близкий к текущей цене базисного актива. Затем от центрального страйка отсчитываются равные количества страйков вверх и вниз, и таким образом полученные серии выставляются на торги. Спецификация маржируемого опциона «колл» на обыкновенные акции ПАО «Газпром» представлена в табл. 14.

Премия опциона – сумма, которую покупатель опциона выплачивает продавцу опциона в момент заключения сделки. Премия опциона также называется стоимостью опциона. Величина премии является единственной переменной в опционном контакте, она определяется в ходе биржевых торгов.

Зависимость стоимости опциона от цены базового инструмента представлена на рис. 18.

Премия опциона складывается из двух величин:

Премия = внутренняя стоимость + временная стоимость.

Внутренняя стоимость опциона – это разность между ценой базового актива и ценой исполнения. Данная величина может быть либо положительной, либо равной нулю. Внутренняя стоимость – мера выигрыша по опциону.

Временная стоимость опциона – то, что остается от премии при вычете из нее действительной (внутренней) стоимости, следовательно, в проигрышных и невыигрышных опционах временная стоимость равна премии опциона. Временная стоимость зависит от ряда факторов:

– времени, оставшегося до окончания срока действия опциона;

– изменчивости основного инструмента (или процентной ставки);

– не подверженной риску процентной ставки.

Зависимость временной стоимости от времени, оставшегося до истечения опциона, представлена на рис. 19.

Чем длиннее период до окончания срока действия, тем выше премия, так как больше вероятность использования опциона.

С математической точки зрения, временная стоимость убывает по экспоненте, т. е. зависит от квадратного корня из величины оставшегося времени. Например, временная стоимость трехмесячного опциона падает в два раза быстрее, чем временная стоимость девятимесячного опциона.

Таблица 14

Спецификация маржируемого опциона «колл» на обыкновенные акции ПАО «Газпром»

Краткое наименование контракта	GAZR-6.19M170419CA8250
Краткий код	GZ8250BD9
Цена страйк	1600 Изменить: 16 000 OK
Наименование контракта	Маржируемый опцион «колл» на фьючерсный контракт на обыкновенные акции ПАО «Газпром»
Вид контракта	Опцион
Категория опциона	Американский
Тип расчетов	Маржируемый
Лот	1 фьючерс
Котировка	В рублях за лот
Начало обращения	28.03.2019
Последний день обращения	17.04.2019
Дата исполнения	17.04.2019
Сбор за исполнение контракта, руб.	2,00
Исполнение	Исполнение в течение срока действия опциона по заявлению держателя. Автоматическое исполнение опциона в деньгах в последний день срока действия опциона. Для того, чтобы определить, находится ли опцион в деньгах, цена базового актива принимается равной расчетной цене контракта. Расчетная цена определяется в соответствии со спецификацией и приложением 1 к правилам торгов. При исполнении опциона заключается фьючерс, являющийся базовым активом опциона, по цене, равной цене исполнения опциона. Держатель опциона становится покупателем фьючерса, подписчик опциона – продавцом фьючерса

Чем ближе конечный срок действия, тем ближе будет цена опциона к его действительной (внутренней) стоимости. В конечный срок действия опцион не будет иметь временной стоимости, а будет иметь только действительную стоимость.

Временная стоимость имеет максимальное значение, если опцион невыигрышный (сделочная цена и цена основного инструмента равны). Когда процентная

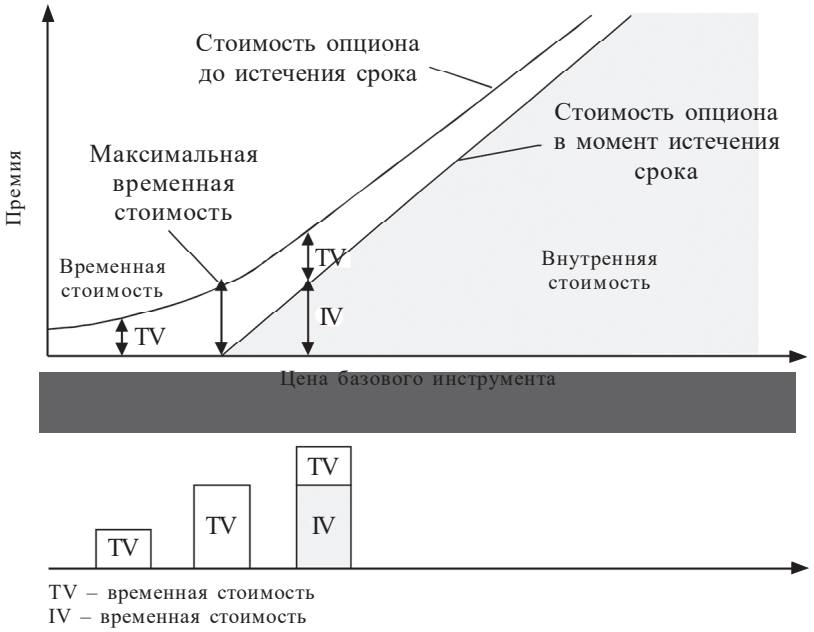


Рис. 18. Зависимость стоимости опциона от цены базового инструмента

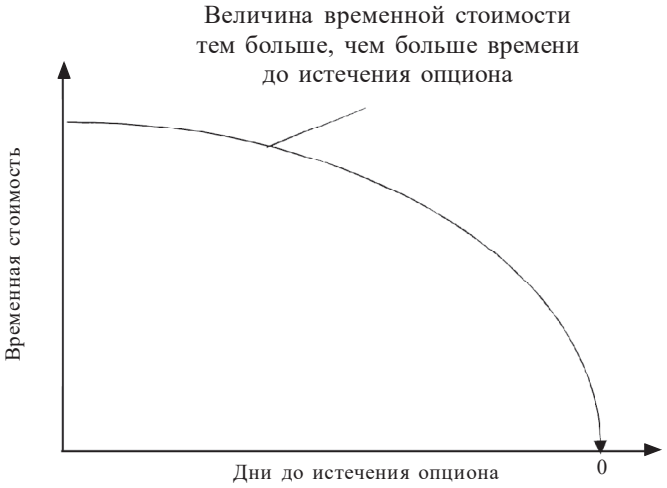


Рис. 19. Зависимость временной стоимости от времени, оставшегося до истечения опциона

ставка основного инструмента сильно отличается от сделочной цены, цена опциона близка к его действительной стоимости. По мере приближения к окончанию срока действия опциона линия его цены и линия действительной стоимости сближаются, а временная стоимость падает.

Временная стоимость = премия – внутренняя стоимость.

Временная стоимость покрывает риск продавца, связанный с тем, что опцион может дать держателю выигрыш до истечения срока. По мере приближения даты истечения временная стоимость уменьшается и становится равной нулю в момент истечения срока опциона. Другими словами, чем меньше остается времени до истечения опциона, тем меньше становится период, в течение которого опцион может оказаться с выигрышем.

Следует подчеркнуть, что стороны опционного контракта, в отличие от сторон форвардного и фьючерсного контрактов, находятся в несимметричном положении. Именно это обстоятельство компенсируется тем, что держатель опциона в момент заключения контракта платит другой стороне определенную сумму – цену опциона.

В отличие от фьючерсного контракта опционный контракт позволяет инвесторам и биржевым посредникам определять и ограничивать риски размерами премии, выплачиваемой покупателями контрактов продавцам за право требовать исполнения опционов последними.

Преимущества операций с опционами представлены на рис. 20.

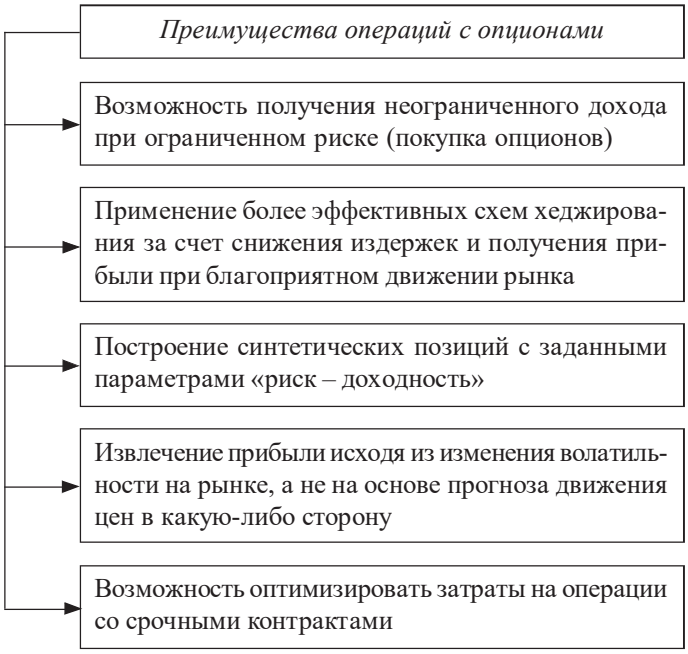


Рис. 20. Преимущества операций с опционами

Покупатель опциона несет обязательства выплатить продавцу опциона оговоренную премию. Продавец опциона несет перед покупателем более существенные обязательства – он должен исполнить все условия опциона, если покупатель того пожелает.

Обязательства по опционному контракту прекращаются в следующих случаях:

1. Происходит исполнение опциона, т. е. поставляется актив, лежащий в основе опционного контракта (как правило, фьючерсный контракт).

2. Опцион истекает без исполнения. В этом случае покупатель не реализует свое право по опциону, поскольку ему это невыгодно.

3. Происходит совершение обратной сделки. В этом случае могут прекратиться права продавца или покупателя опциона: если инвестор купил опцион, а затем продал точно такой же опцион до наступления срока исполнения опциона, или наоборот, если он вначале продал опцион, а затем купил. Таким образом, обязательства прекращаются взаимным погашением (аналогично обратной сделке по фьючерсным контрактам). Эта ситуация встречается наиболее часто, т. е. до срока исполнения прекращается большинство опционных контрактов.

Как уже указывалось выше, покупатель опциона, кроме уплаты премии по опциону, не несет больше никаких обязанностей. Он может купить, а может и не покупать актив, на который он подписался (в случае опциона *call*). Аналогично может продать или не продать актив по опциону *put* – исполнение опциона зависит исключительно от того, выгодно это ему или нет.

У продавца опциона обязательства гораздо значительнее. Если покупатель *put*-опциона решит его исполнить, продавец обязан купить актив, лежащий в основе опциона. Следовательно, биржа, которая выступает гарантом сделки, должна быть уверена, что у продавца имеется достаточно денежных средств для исполнения своих обязанностей по опциону. С этой целью от продавца опциона *put* обычно требуют внести определенный гарантийный взнос (маржу) для обеспечения исполнения обязанностей по опциону.

Обеспечение исполнения обязательств по опциону *call* может иметь два варианта:

1. Продавец владеет активом, лежащим в основе опциона. Такой опцион называется покрытым (*covered call*). В этом случае можно не брать маржу, а потребовать от продавца передачи бирже соответствующего актива в депозит в качестве гарантии того, что сделка будет исполнена, если покупатель того пожелает.

2. Продавец не владеет активом, лежащим в основе опциона. Такой опцион называется непокрытым (*naked call*). В этом случае с продавца обычно требуют внесения маржи, так как для исполнения опциона нужно будет купить актив на рынке реального товара.

В случае исполнения непокрытого опциона продавец несет убытки гораздо большие, чем при исполнении покрытого опциона. Однако в случае *call*-опциона без исполнения прибыль продавца покрытого опциона меньше, чем продавца непокрытого, так как первый несет расходы по хранению актива. Кроме этого, продавец непокрытого *call*-опциона теряет потенциальный доход от своего актива и в том случае, если цены на актив вырастут.

6.3. Ценообразование фьючерсных и опционных контрактов

Цена товара на реальном (кассовом) рынке – это та цена, по которой товар покупается в данный текущий момент времени. Сделка с исполнением на второй рабочий день считается заключенной на условиях спот. Теоретически справедливым будет утверждение, что спот-рынок (наличный, кассовый) есть рынок инструментов с практически немедленным исполнением, в случае российского фондового рынка – это практически немедленное исполнение отнесено к процедуре торговли и исполнения сделок по принципу T + 2. Таким образом, за пределами данного алгоритма открывается срочный рынок.

Цена фьючерса – это мнение участников фьючерсного рынка о том, сколько будет стоить данный товар в будущем (на момент исполнения фьючерсного контракта). Поскольку цены на товары все время меняются, «плавают», то и возникает разница между ценами реального и фьючерсного рынка. Эта разница называется базисом:

$$B = S_0 - F_{0,t},$$

где B – базис; S_0 – цена актива на реальном рынке сейчас, в момент времени t_0; $F_{0,t}$ – фьючерсная цена актива сейчас, в момент времени t_0, для фьючерсного контракта, срок исполнения которого наступает в момент времени t.

Рассмотрим различные ситуации, которые могут при этом возникать.

Если базис положительный, то реальная цена актива больше фьючерсной цены. Такая ситуация обычно возникает в моменты превышения спроса над предложением на рынке реального товара (дефицит товара). Называется данная ситуация «бэквардэйшн» (*backwardation*) – перевернутый рынок.

Если базис отрицательный, то реальная цена актива меньше фьючерсной цены. Такая ситуация возникает, когда предложение превышает спрос на рынке реального товара и называется «контанго» (*contango*) – нормальный рынок.

Нулевой базис, т. е. равенство реальных и фьючерсных цен, имеет место обычно при приближении срока исполнения фьючерса.

Нужно иметь в виду также следующее. Цены на рынке реального товара различаются в зависимости от положения самого рынка, т. е. цены на товар в одном городе могут отличаться от цен на этот же товар в другом. Поэтому базис всегда рассчитывается для рынка в определенном месте.

Базис с течением времени может изменяться, так как реальные и фьючерсные цены постоянно «плавают» относительно друг друга. Сближение цены реального и фьючерсного рынка называется усилением (сужением) базиса, а их расхождение относительно друг друга – ослаблением (расхождением) базиса.

Рынок контанго для фьючерсного контракта представлен на рис. 21.

При этом можно заметить, что продавец фьючерсного контракта выигрывает при усилении базиса, а покупатель – при его ослаблении. Следя за изменением базиса, продавец и покупатель могут строить свою стратегию игры на фьючерсах.

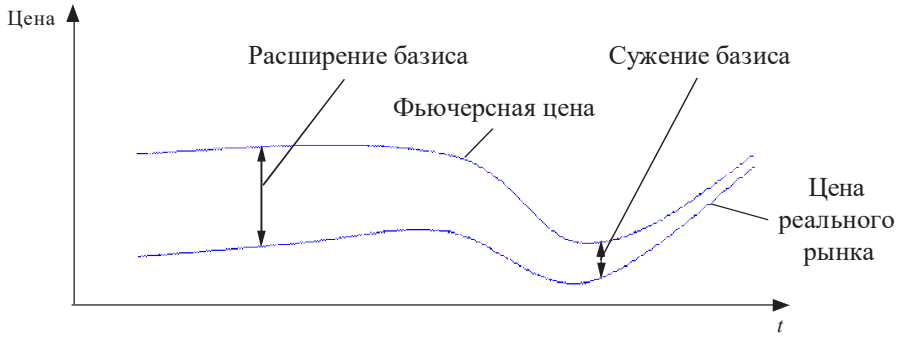


Рис. 21. Рынок контанго для фьючерсного контракта

В свою очередь, не только цены реального рынка воздействуют на фьючерсные, но и фьючерсные цены также влияют на рынок реального товара. Так, если фьючерсная цена увеличивается по сравнению с натуральной, это стимулирует продавцов товара придерживать свой товар, хранить его, в результате чего предложение товара уменьшается, и цены на реальном рынке начинают расти, стремясь к фьючерсным.

В обратной ситуации (бэквардэйшн) превышение натуральных цен над фьючерсными стимулирует торговцев немедленно реализовывать свой товар, в результате чего спрос падает и, соответственно, падают натуральные цены.

Цена фьючерсов, в первую очередь, зависит от общих факторов, а уже затем от специфических, связанных с видом фьючерса, таких как, например, расходы на хранение актива, налоги, комиссионные посредникам, доходность актива (дивиденды по акциям, купоны по облигациям, проценты по кредитам и т. п.), транспортные расходы, расходы по страхованию и др.

Кроме этого, цена фьючерсов зависит также от срока их исполнения, поскольку все перечисленные выше факторы имеют тенденцию меняться со временем.

Чтобы вывести теоретическую цену фьючерса, общую для всех типов фьючерсов, придется ограничиться только общими факторами, так как остальные зависят от типа конкретного фьючерса. Этого вполне достаточно для примерного сравнения фьючерсной и натуральной цены актива.

Таким образом, при выводе формулы учитываться будут банковская ставка по депозитам, цена актива на реальном рынке и срок действия фьючерсного контракта:

$$F_{0,\,t} = S_0 + S_0 \cdot d_0 \cdot \frac{t}{360} = S_0 \cdot \left(1 + d_0 \frac{t}{360}\right),$$

где $F_{0,\,t}$ – цена фьючерса со сроком исполнения через t дней сейчас, в момент времени $t = 0$; S_0 – цена актива на рынке реального товара сейчас, в момент времени $t = 0$; d_0 – банковская ставка по депозитам (учетная ставка) в момент времени $t = 0$ (в виде десятичной дроби); t – количество дней, оставшихся до исполнения контракта.

Из приведенной выше формулы видно, что цена фьючерса отличается от цены актива на реальном рынке на величину $S_0 \cdot d_0 \frac{t}{360}$. Чаще всего эта величина составляет порядка 20 % (но может быть и 10 %, и 50 % – в зависимости от вида актива).

В качестве примера учета дополнительного фактора можно привести формулу теоретической цены фьючерсного контракта на акции, по которым начисляется дивиденд. В этом случае доход по дивидендам вычитается:

$$F_{0,t} = S_0 \cdot \left(1 + \left(d_0 - D\right) \cdot \frac{t}{360}\right),$$

где D – средний размер дивиденда по акциям.

Рыночная цена на фьючерсные контракты постоянно колеблется вокруг этой теоретически рассчитанной цены. За счет такого колебания возникает вероятность совершения арбитража – перетекания денег с фьючерсного рынка на рынок реального товара и обратно.

Например, теоретическая стоимость фьючерсного контракта 100 руб./ед. (это цена, рассчитанная с учетом цены актива в настоящий момент времени на рынке реального товара). На бирже в настоящий момент данный контракт котируется по 110 руб./ед. Арбитражер может купить товар на реальном рынке и продать его на фьючерсном, получив при этом прибыль. Разумеется, так как такая операция принесет выгоду, многие участники ранка захотят совершить подобные операции. В результате увеличения спроса на рынке реального товара цены вырастут, а на фьючерсном (в связи с увеличением предложения) упадут. Тогда рыночная цена контракта приблизится к теоретической (а следовательно, к цене реального рынка). Благодаря возможности совершения арбитражных операций, цены на рынке реального товара и фьючерсном рынке постоянно колеблются, стремясь к равновесию.

Таким образом, можно дать еще одно определение теоретической цены фьючерса – это цена, при которой невозможен арбитраж.

Как известно из определения, опционный контракт содержит две цены: цена исполнения контракта и его премия.

Цена исполнения опциона устанавливается, как правило, в спецификации. О цене премии договариваются покупатель опциона с продавцом в процессе торгов. Такая рыночная цена премии также обычно колеблется вокруг некой теоретически рассчитанной премии. Чем больше времени до истечения опциона или чем продолжительнее срок его действия, тем выше размер премии.

При равенстве прочих факторов с ростом *процентных ставок* размер премии падает и наоборот. Этот эффект можно рассматривать как упущенную выгоду. Чтобы купить опцион, покупатель должен либо заимствовать денежные средства, либо снимать средства с депозита. В любом случае он несет издержки, связанные либо с выплатой процента, либо с его неполучением. Если процентные ставки растут, размер упущенной в результате покупки опциона выгоды возрастает, а размер

премии в качестве компенсации снижается. Почему речь идет о компенсации? Это происходит потому, что продавец опциона, получивший премию, может положить деньги на депозит и получить более высокий процент, чем ожидалось. Когда процентные ставки падают, премия растет. Здесь компенсацию получает продавец.

Волатильность – мера быстроты изменения рыночных цен базового актива.

Иначе называют *изменчивость* – это мера величины и диапазона колебаний цены инструмента за определенный период времени. Она не дает индикации направления, в котором будет изменяться цена. Чем более изменчив основной инструмент, тем выше премия опциона, так как больше вероятность того, что в результате использования опциона будет получена прибыль.

Существуют два наиболее распространенных метода измерения изменчивости: историческая и предполагаемая.

Историческая изменчивость определяется путем изучения исторически сложившихся цен на основные ценные бумаги и использования математической модели для измерения колебаний от среднего значения. Историческая волатильность – это стандартное отклонение величины изменения исторических цен в годовом исчислении за некоторый период времени. Она используется для оценки будущей волатильности.

Предполагаемая изменчивость измеряется путем применения модели ценообразования опционов противоположным образом. Другими словами, если в цене опциона известны все переменные, включая фактическую премию, которая платится на рынке за опцион, то можно воспользоваться формулой черного ящика для вычисления изменчивости.

Подразумеваемая (предполагаемая) волатильность – это уровень будущей волатильности, который, по мнению рынка, является правильным и должен присутствовать в модели ценообразования опционов. Это не что иное, как прогноз процентного диапазона, в пределах которого должна лежать цена базового актива на момент истечения срока опциона. Волатильность обычно выражается в процентах и представляет собой стандартное отклонение или доверительный уровень для базового актива. Доверительный уровень равен 68 % для одного стандартного отклонения (для двух составит 95 %).

С повышением волатильности возрастает вероятность того, что цена базового актива изменится по отношению к цене исполнения и опцион даст выигрыш.

С понижением волатильности снижается вероятность того, что цена базового актива позволит получить прибыль при исполнении опциона.

Существует множество ценовых моделей опционной премии.

Модель ценообразования опционов Блэка – Шоулза (от англ. *Black – Scholes Option Pricing Model*, *OPM*) – это модель, которая определяет теоретическую цену на европейские опционы, подразумевающая, что если базовый актив торгуется на рынке, то цена опциона на него неявным образом уже устанавливается самим рынком. Данная модель получила широкое распространение на практике и, помимо всего прочего, может также использоваться для оценки всех производных

бумаг, включая варранты, конвертируемые ценные бумаги, и даже для оценки собственного капитала финансово зависимых фирм.

Согласно модели Блэка – Шоулза ключевым элементом определения стоимости опциона является ожидаемая волатильность базового актива. В зависимости от колебания актива цена на него возрастает или понижается, что прямо пропорционально влияет на стоимость опциона. Таким образом, если известна стоимость опциона, то можно определить уровень волатильности, ожидаемый рынком.

В основу этой модели положен винеровский процесс. Поэтому в формулу Блэка – Шоулза, кроме ценовых характеристик, входят также значения функции нормального распределения вероятности. Наиболее распространенный вариант формулы Блэка – Шоулза, используемый в модели опционного ценообразования, выглядит следующим образом:

$$C_n = S_A \cdot N(d_1) - \frac{S_U}{(1+r)^t} \cdot N(d_2),$$

где C_n – теоретическое значение премии опциона на данный момент времени; S_A – цена актива на рынке реального товара на данный момент времени; S_U – цена исполнения опциона; $N(d_1)$ и $N(d_2)$ – значения для нормальных вероятностей d_1 и d_2; r – безрисковая процентная ставка, которая определенным образом связана с банковской процентной ставкой по депозитам; t – время, оставшееся до истечения срока опциона.

Значения d_1 и d_2 подсчитываются по следующим формулам:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_A}{S_U} + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t},$$

где σ – средний уровень колеблемости цены актива, лежащего в основе опционного контракта за промежуток времени, равный t (дисперсия цены).

Формула Блэка – Шоулза популярна тем, что она дает очень хорошее приближение к реально складывающейся премии опциона *call*. Хотя в эту модель заложена именно премия опциона *call*, можно, исходя из нее, приблизительно оценить премию опциона *put*.

Предположим, инвестор купил некий актив и хочет застраховать себя как от падения цен, так и от их повышения (т. е. он хочет добиться безрискового помещения капитала). Безрисковое вложение, кроме всего прочего, теоретически не приносит прибыли, т. е. возникает ситуация, при которой клиент ничего не теряет, но и ничего не приобретает.

С точки зрения опционной модели, это означает, что инвестору требуется продать 1 *call* и купить 1 *put* на один и тот же актив с одинаковым сроком исполнения и одинаковой ценой исполнения. Именно в этом случае, если цены упадут, *call*

не будет исполнен, а *put* – будет. Если цены вырастут, будет исполнен *call*, а *put* – не будет. При этом премия опциона *put* должна быть такой, чтобы покрыть убытки, возникающие от исполнения *call*-опциона. Этому условию удовлетворяет формула

$$C_n^{put} - C_n^{call} + S_A = \frac{S_U}{(1+r)^t}.$$

Таким образом, стоимость портфеля инвестора, состоящего из разницы в премиях опционов *put* и *call* и стоимости базисного актива на данный момент времени должна быть равна дисконтированной на данный момент времени цене исполнения опциона. Отсюда

$$C_n^{put} = C_n^{call} - S_A + \frac{S_U}{(1+r)^t}$$

или

$$C_n^{put} = S_A \cdot N(d_1) - \frac{S_U \cdot N(d_2)}{(1+r)^t} - S_A + \frac{S_U}{(1+r)^t} = S_A \cdot (N(d_1) - 1) - \frac{S_U}{(1+r)^t} \cdot (N(d_2) - 1).$$

Однако оценка премии опциона *put* применяется очень редко, так как дает худшее приближение к реальности. Это происходит потому, что в данную оценку заложена очень редко встречающаяся ситуация – ни прибыли, ни убытка. Чаще всего игрок все-таки намерен получить прибыль, поэтому он не будет терять времени, если цена на актив начнет расти.

Поэтому формула Блэка – Шоулза применяется обычно только для расчета теоретической премии опциона *call*.

Чтобы вывести свою модель ценообразования опционов, Блэк и Шоулз сделали предположения, которые представлены на рис. 22.

На рынке наблюдаются постоянные изменения цены актива, лежащего в основе опционного контракта. В результате меняется и цена опциона. Для исследования данных зависимостей введены «греки» – коэффициенты оценки опционов и стратегий торговли.

Если инвестор, заключивший опционный контакт, заинтересован в том, чтобы застраховать свое финансовое положение от небольших колебаний цены актива в течение следующего короткого промежутка времени, то он использует технику дельта-хеджирования.

Коэффициент «дельта – Δ» – мера чувствительности цены опциона к элементарному изменению цены базового актива. Можно рассматривать также его как меру вероятности того, что опцион в итоге окажется с выигрышем.

Уравнение, используемое для расчета необходимой фьючерсной позиции (дельта-хеджирование), выглядит следующим образом:

Число стандартных опционных контрактов × дельта =
= эквивалентные стандартные фьючерсы по текущей рыночной цене.

Рис. 22. Допущения для модели ценообразования опционов

Показатель Δ – соотношение между изменением цены премии опциона и изменением цены фьючерса (базового актива). Дельта может принимать значения от –1 до +1.

Нередко дельту представляют как отношение изменения цены опциона, вызванного изменением цены актива, к изменению цены самого актива:

$$\Delta = \Delta c / \Delta s,$$

где Δc – изменение цены опциона за короткий промежуток времени; Δs – изменение цены актива за короткий промежуток времени.

Можно утверждать, что дельта есть скорость изменения цены опциона относительно изменений в стоимости основной ценной бумаги. Она всегда колеблется между нулем и плюс единицей для опционов покупателя, и между нулем и минус единицей – для опционов продавца. Например, если изменение в цене на основной инструмент на 1,0 % становится причиной изменения премии опциона на 0,2 %, то дельта для этого опциона будет составлять 0,2.

Дельта – это не твердый коэффициент, она меняется по мере изменения цены на основную ценную бумагу. Чем более выигрышным становится опцион, тем

больше дельта приближается к единице. Другими словами, цена на выигрышный опцион будет меняться так же, как и цена основной ценной бумаги.

Противоположный вывод будет также верен: что касается абсолютно проигрышного опциона, то изменение цены основной ценной бумаги окажет очень сильное воздействие на цену опциона. Дельта особенно важна при хеджировании опциона.

Графически дельта – это угол наклона касательной к кривой зависимости цены опциона от цены актива. При цене актива S дельта равна тангенсу угла α. Дельта показывает, в какой мере изменится цена опциона при изменении цены актива на один пункт.

Итак, сделаем следующие выводы относительно коэффициента дельта:

1) если дельта равна ±1, то премия опциона изменится на один пункт при изменении цены актива на один пункт. Рыночный риск по опциону идентичен рыночному риску по базовому активу. Вероятность исполнения такого опциона очень велика, он имеет значительный выигрыш;

2) если дельта равна нулю, то премия опциона не изменяется или изменяется лишь в малой степени даже при существенном изменении цены актива. Здесь для рыночного игрока риск, связанный с базовым рынком, можно считать несущественным. Такие опционы чаще всего не исполняются;

3) опционы без выигрыша (нулевые, «на деньгах») обычно имеют дельту, близкую к ±0,5. Это означает, что их цена изменяется в два раза медленнее цены актива.

Если рассматривать выводы относительно видов опциона «по прибыли», то дельта близка к нулю в опционе «без денег», около ±0,5 в опционе «на деньгах» и близка к +1 или –1 в опционе «в деньгах».

Другими словами, если цена исполнения опциона близка к цене фьючерсного контракта (актива), то изменение цены фьючерса (актива) приводит примерно к половинному изменению премии опциона.

Если цена исполнения опциона существенно отличается от цены фьючерса (актива):

– то для опциона «в деньгах» (цена исполнения опциона отличается от цены фьючерса – актива – в выгодную сторону, например, для опциона *call* цена исполнения значительно ниже фьючерсной цены – цены актива), изменение фьючерсной цены (цены актива) приводит примерно к такому же изменению величины премии опциона. В данном случае коэффициент дельта высокий и близок к 1,0, соответственно, в опционе *put* коэффициент дельта низкий и близок к –1,0;

– для опциона «без денег» изменение фьючерсной цены (цены актива) практически не влияет на величину опционной премии. Дельта близка к нулю.

Уточним, что эффективность работы коэффициента дельта применима лишь при незначительных изменениях цены базового актива из-за нелинейной зависимости премии и цены базового актива.

Показатель «гамма – γ» характеризует степень изменения дельты по сравнению с изменением цены фьючерса (базового актива). В таком случае ведут речь о кривизне опциона.

Гамма = изменение дельты опциона / изменение цены базового актива.

Обычно гамма имеет небольшую величину (стремится к нулю) для опционов, цена исполнения которых существенно отличается от цены фьючерса (опционы «без денег» и опционы «в деньгах»); и достаточно высока для опционов «на деньгах», а также для опционов, срок исполнения которых близок.

Эти два показателя – гамма и дельта – играют существенную роль в хеджировании. В крупных банках и других финансовых институтах аналитики рассчитывают и отслеживают данные показатели для тех ценных бумаг, которые находятся в портфеле данных организаций.

Показатель «*Vega* (*Вега*) *или Kappa* (*K*)» – мера чувствительности цены опциона к изменениям волатильности базового актива (рынка), определяемая как изменение опционной премии на единицу изменения волатильности (как правило, на 1,0 %). Данный показатель измеряется в деньгах.

Вега = изменение премии опциона / изменение волатильности.

Коэффициент «Вега» может иметь большой диапазон колебаний и всегда положителен, так как рост волатильности повышает вероятность выгодной перепродажи опциона. Высокое значение вега имеют опционы без выигрыша с большими сроками до исполнения. По мере приближения даты погашения опциона вега падает.

Коэффициент «*Тэта* – θ» характеризует скорость, с которой кривая цены опциона приближается к линии истечения срока. Его называют также коэффициентом течения времени.

Тэта = изменение премии опциона /
/изменение времени до истечения срока опциона.

В момент истечения срока у опциона нет временной стоимости, у него есть только внутренняя стоимость. Коэффициент «тэта» почти всегда имеет отрицательное значение. Если тэта равна –0,06, то опцион теряет 6 тиков в цене за каждый прошедший день. Например, если сегодня этот опцион стоит 3,50, то завтра он будет стоить 3,44, а послезавтра – 3,38.

Ранее доказано, что цена опциона испытывает колебания вслед за колебаниями цены базового актива. Но если цена базового актива постоянна, то цена опциона склонна снижаться. Это и есть временной распад опциона, и именно эту скорость отражает тэта. Самые высокие значения тэта приобретает непосредственно перед погашением, когда опцион лавинообразно теряет ценность. Знание коэффициента тэта полезно для оценки вероятности выгодной перепродажи опциона до погашения.

Коэффициент «*Ро* – ρ» характеризует стоимость финансирования позиции по базовому активу, это мера изменения премии опциона на элементарное приращение (обычно 1,0 %) стоимости финансирования базового актива.

Ро = изменение премии опциона /
/изменение стоимости финансирования базового актива.

Обычно значения коэффициентов «ро» невелики, за исключением опционов с большими сроками действия. По мере увеличения стоимости финансирования базового актива премии опционов *coll* растут, а премии опционов *put* падают.

Итак, коэффициенты оценки опционов и стратегий торговли (греки) – это всегда прогноз, и делается он идеализированно. Даже довольно сложные математические формулы не могут учесть всех факторов (узкоэкономических, политических, форс-мажорных), влияющих на рынок. И если расчеты показывают, что опцион выгоден – это еще не гарантирует получение выгоды на практике. Такой фактор можно назвать системной погрешностью, потому что избавиться от него невозможно, как невозможно избавиться от систематического (рыночного) непреодолимого риска. Существуют разные подходы к вычислению греков, и в разных торговых терминалах греки могут сильно отличаться. И порой даже незначительная ошибка может перевернуть прогноз: невыгодный опцион покажется выгодным, и наоборот. В этом отчасти и заключается профессионализм участника рынка опционов, когда необходимо помнить, что ситуация на рынке может измениться существенно за короткий отрезок времени.

6.4. Хеджирование финансовыми фьючерсными и опционными контрактами

При хеджировании во внимание необходимо брать, с одной стороны, ценовые перспективы, а с другой стороны, экономическую целесообразность самого механизма хеджирования.

Хеджирование – это процесс уменьшения риска возможных потерь, процесс страхования ценового риска при помощи операций с фьючерсными (или опционными) контрактами. Компания, частное лицо может принять решение хеджировать все риски, не хеджировать ничего или хеджировать что-либо выборочно. Они также могут осознанно или неосознанно спекулировать.

Проанализируем следующие *виды хеджирования*:

1. Обычное хеджирование (чистое) применяется для избежания ценовых рисков и заключается в полном балансировании по времени и количеству противоположных по направлению обязательств на рынке реального товара и на фьючерсном рынке.

2. Арбитражное хеджирование предполагает благоприятное изменение в соотношении цен реального товара и биржевых котировок фьючерсных контрактов с разными сроками поставки.

3. Селективное хеджирование направлено на совершение сделки на фьючерсном рынке, которая производится не одновременно с заключением сделки на реальный товар и на несопоставимое его количество. Различают по объему и времени заключения контрактов. Сделки осуществляются в значительной степени на ожидаемом направлении и степени изменения цен реального товара. Если ожидается по-

вышение цен, то селективный хеджер не станет хеджировать запасы реального товара.

4. Предвосхищение как вид хеджирования предполагает покупку или продажу фьючерсного контракта еще до того, как совершается сделка с реальным товаром.

5. Перекрестное хеджирование предполагает, например, покупку или продажу фьючерсного контракта на акцию и, соответственно, фьючерсного контракта на индекс (нехеджирование самой акции).

Отсутствие хеджирования может иметь две причины.

Во-первых, юридическое или физическое лицо может не знать о рисках или возможностях уменьшения этих рисков.

Во-вторых, они могут считать, что обменные курсы или процентные ставки будут оставаться неизменными или изменяться в их пользу. В результате вся их деятельность сведется к спекулированию: если их ожидания окажутся правильными, они выиграют, если нет – понесут убытки.

Стратегия хеджирования – это совокупность конкретных инструментов хеджирования и способов их применения для уменьшения ценовых рисков. Все стратегии хеджирования основаны на параллельном движении текущей цены на реальном рынке и фьючерсной цены, результатом которого является возможность возместить на срочном рынке убытки, понесенные на рынке реального товара.

Существуют два основных *типа хеджирования*: хедж покупателя (*длинный* хедж) и хедж продавца (*короткий* хедж).

Инвестору необходимо помнить, что *хеджирование* – это способ страхования уже существующей прибыли или ограничения уже угрожающих потерь, а не способ извлечения прибыли. В этом и есть существенное отличие хеджирования от спекуляции.

Недостатками полного хеджирования являются довольно существенные суммарные затраты на обеспечение открытой позиции (начальная маржа).

В таком случае выборочное (селективное, частичное) хеджирование можно рассматривать как один из способов снижения общих затрат. Может быть применен на практике и совершенно другой способ – страховать риски только после того, как валютные курсы, процентные ставки или стоимость активов изменятся до определенного (критического) уровня. Можно предположить, что в какой-то степени компания может выдержать неблагоприятные изменения цен на рынке, но когда они достигнут допустимого предела, позицию следует полностью хеджировать для предотвращения катастрофических убытков. Такой подход позволяет избежать затрат на страхование рисков в ситуациях, когда обменные курсы, процентные ставки, другие стоимостные характеристики активов остаются стабильными или изменяются в благоприятном направлении.

Главная характерная черта контрактов на финансовые фьючерсы состоит в том, что они позволяют инвестору зафиксировать процентную ставку, курс иностранной валюты, цену актива в текущий момент времени, которые будут гарантированы исполнением в определенную дату в будущем.

Контракты такого рода подходят для хеджирования рисков колебания ставок, валют, активов, с которыми сталкиваются банки, промышленные корпорации, управляющие портфелями ценных бумаг.

Однако следует подчеркнуть, чтобы достичь соответствующей передачи риска, хеджер должен выбрать такой инструмент хеджирования, изменения которого отражали бы достаточно точно поведение цены интересующей позиции.

Отметим основные принципы, на которые нужно обращать внимание при выборе фьючерсного контракта для хеджирования:

1. Необходимо выбирать фьючерсный контракт, наиболее тесно коррелирующийся с кассовой позицией.

2. Нельзя забывать, что корреляция может меняться с течением времени, и прошлые корреляции могут не подходить для предсказания будущей корреляции.

3. Нужно убедиться в том, что лучший фьючерсный контракт обладает достаточной ликвидностью, чтобы применить хедж в запланированном объеме.

4. Следует постоянно сравнивать прошлые изменения в базисе с прошлыми изменениями в ставках, валютах, активах. Вместе с тем плохо скоррелированный хедж может быть лучше, чем вовсе его отсутствие.

5. Инвестор обязан рассчитать издержки, связанные с операциями хеджирования.

Вопрос корреляции инструментов хеджирования и базисного актива очень важный. ПАО «Московская биржа» ежедневно публикует коэффициенты корреляции по итогам торговли на срочном рынке. Практика показывает, что большинство менеджеров, вероятно, удовлетворили бы корреляционные коэффициенты выше 0,7–0,8.

Существуют разного рода потенциальные хеджеры. Исходя из сложившейся практики определился круг хеджеров, которые активно используют эффективные рынки для выполнения стоящих перед ними целей:

– *корпорации*, чтобы защитить ставки процента на прогнозируемый временный излишек наличности и зафиксировать ставку процента на заемный капитал на планируемый выпуск краткосрочных обязательств;

– *пенсионные фонды*, *страховые компании*, чтобы защитить доход на планируемые инвестиции в первоклассные ценные бумаги и государственные обязательства;

– *экспортеры*, чтобы защитить валютный курс при платежах за ожидаемые отгрузки товаров;

– *инвестиционные банки*, чтобы продать большое количество краткосрочных активов, которые рынок наличности, по-видимому, не сможет в полной мере поглотить по существующим ценам;

– *ипотечные финансовые институты*, чтобы защитить общий фонд (пул) ипотек от неблагоприятных изменений в ставке процента по ним, прежде чем завершится его создание.

Этот перечень может дополняться, но он дает представление об огромном институциональном разнообразии субъектов, для которых фьючерсный рынок

может оказаться полезным с точки зрения возможности хеджировать ставку процента, валютный курс или риск при совершении операций с ценными бумагами, другими активами на фондовой бирже.

Для эффективной работы финансовых фьючерсных рынков необходимы и хеджеры, и спекулянты. Спекулянты обеспечивают рынку ликвидность, позволяя хеджерам покупать или продавать без труда в больших количествах защитные производные финансовые инструменты.

Рассмотрим пример хеджирования позиции инвестора с помощью фьючерсного контракта на индекс акций. Предположим, в августе инвестор располагает портфелем акций стоимостью 400 тыс. руб., коэффициент бета портфеля равен 1,2. Инвестор планирует застраховать портфель на период до конца декабря. Цена декабрьского фьючерсного контракта на индекс равна 2100 ед., а стоимость одного индексного пункта равна 10 руб.

Поскольку инвестор занимает длинную позицию по акциям, то ему необходимо продать фьючерсные контракты. Число фьючерсных контрактов определяется по формуле

$$\text{число фьючерсных контрактов} = \frac{\text{стоимость портфеля}}{\text{стоимость фьючерсного контракта}} \times \beta,$$

где β – коэффицент бета портфеля.

Стоимость фьючерсного контракта равна произведению цены контракта на стоимость одного индексного пункта, а именно:

$$10 \text{ руб.} \times 2100 = 21\,000 \text{ руб.}$$

Показатель бета выступает при хеджировании контрактом на индекс в качестве коэффициента хеджирования. Поэтому для страхования хеджер должен продать

$$\frac{400\,000}{21\,000} \times 1,2 = 23 \text{ фьючерсных контракта.}$$

Всегда интересно знать, какой результат дало хеджирование. По существу, процесс оценки хеджа заключается в том, чтобы исследовать, насколько правильной была первоначальная стратегия хеджа.

Эффективность хеджа измеряется следующим образом:

$$\text{эффективность хеджа} = \frac{\text{прибыль (убыток) на фьючерсной позиции}}{\text{прибыль (убыток) на кассовой позиции}}.$$

Даже если хедж был абсолютно эффективен, следует проанализировать, почему это произошло. Существуют главные факторы, влияющие на эффективность хеджа:

1. Размер изменения базиса.
2. Качество компонентов коэффициента хеджирования.

Поэтому процесс оценки хеджа носит двусторонний характер.

Во-первых, реализованный базисный риск на протяжении срока действия хеджа сравнивается с риском процентной ставки или валютного риска, чтобы увидеть, принес ли процесс обмена этих двух рисков чистую прибыль для фирмы.

Во-вторых, исследуется та часть неэффективности хеджа, которая не объясняется изменениями в базисе, чтобы посмотреть, не являются ли причиной этого плохие результаты регрессии или неподходящие переводные коэффициенты. Если дело обстоит именно так, то компании следует пересмотреть свои методы получения данных по регрессии и конверсии.

Наконец, если получены успешные результаты или имеются издержки стратегии хеджирования посредством финансовых фьючерсов, то их следует сравнить с альтернативами рынка наличности, чтобы проверить, правильные ли выбраны альтернативы.

Один из способов выбора подходящей стратегии основан на анализе соотношения риск/выигрыш для опционов. Существуют четыре возможные базовые стратегии:

– ограниченный риск – ограниченный выигрыш;
– неограниченный риск – ограниченный выигрыш;
– ограниченный риск – неограниченный выигрыш;
– неограниченный риск – неограниченный выигрыш.

Другая классификация опционных стратегий связана с ожиданиями рынка касательно движения цены базового актива:

1. Рынок «бычий», типичные опционы – длинный «колл», короткий «пут».
2. Рынок «медвежий», типичные опционы – длинный «пут», короткий «колл».
3. Рынок «нейтральный», комбинация опционов «колл» и «пут».

На практике существуют четыре простейшие опционные стратегии:

– длинный «колл»;
– короткий «пут»;
– длинный «пут»;
– короткий «колл».

Кроме этих четырех базовых стратегий, имеются более сложные, в частности:

– спрэды;
– стрэнглы;
– стрэддлы;
– синтетические позиции по фьючерсам и опционам.

6.5. Клиринг и расчеты на биржевом рынке стандартных контрактов

Функционирование фьючерсного и опционного рынков и их финансовая надежность обеспечиваются системой клиринга, в рамках которой осуществляются учет участников торговли, контроль состояния счетов участников и внесения

ими гарантийных средств, расчет размера выигрышей и проигрышей от участия в торгах. Все операции по фьючерсам и опционам оформляются через клиринговую организацию, которая становится третьей стороной по отношению к участникам торгов (расчетным фирмам). Тем самым продавец и покупатель освобождаются от обязательств непосредственно друг перед другом, а для каждого из них возникают обязательства перед клиринговой организацией (расчетной палатой). Клиринговая организация выполняет роль гаранта для тех участников, кто не ликвидировал своих обязательств к сроку их исполнения. Таким образом, правовой основой операций с фьючерсными и опционными контрактами являются договоры, связывающие участников рынка (расчетных фирм) с клиринговой организацией; ее финансовой основой – денежные средства и (или) их эквиваленты, вносимые расчетными фирмами в форме маржи (гарантийного обеспечения).

При росте фьючерсной цены покупатель контракта выигрывает, а продавец проигрывает. Напротив, при понижении фьючерсной цены выигрывает продавец контракта, а покупатель проигрывает. По фьючерсным контрактам клиринговая организация в конце каждого торгового дня производит перерасчет позиций участников, переводит сумму выигрыша со счета проигравшей на счет выигравшей стороны.

Таким образом, по итогам каждого дня стороны контракта получают выигрыши или несут потери. Если на маржевом счете расчетной фирмы накапливается сумма, которая больше установленного клиринговой организацией нижнего уровня маржи, то она может воспользоваться данным излишком, сняв его со счета. В то же время, если в силу проигрышей сумма на счете расчетной фирмы опускается ниже установленного минимума, то клиринговая организация извещает расчетную фирму, а она, в свою очередь, клиента о необходимости внести денежные средства. Если расчетная фирма не вносит требуемую сумму, то клиринговая организация принудительно закрывает позиции (часть) расчетной фирмы (клирингового члена).

Целью проведения клиринга является исчисление гарантийного обеспечения открытых позиций клиринговых членов (расчетных фирм), связанного с возможным неблагоприятным для них движением цен контрактов. Итогом проведения клиринга является исчисление разницы в сумме гарантийного обеспечения, которая может быть блокирована в клиринговой организации (в случае увеличения рисков), или может быть разблокирована (в случае снижения рисков).

Расчеты по итогам клиринга завершают процедуру выполнения текущих обязательств участников торгов по обеспеченности своих позиций.

Клиринг может быть предварительным (текущим) и ежедневным.

Ежедневно проводимый клиринг позволяет обеспечивать своевременное внесение средств гарантийного обеспечения и вариационной маржи в расчетную систему (клиринговую организацию), выявлять потенциально необеспеченные позиции и своевременно их ликвидировать.

Ежедневный клиринг проводится после признания торгов состоявшимися и включает в себя следующие процедуры:

а) определение котировальных цен по всем видам торгуемых стандартных контрактов;

б) «корректировка по рынку» цен всех фьючерсных контрактов;

в) взаимозачет позиций по одному и тому же позиционному счету;

г) исчисление вариационной маржи;

д) переоценка залоговой части начальной маржи;

е) исчисление сумм биржевых сборов по сделкам клирингового члена;

ж) исчисление брутто-позиции клирингового члена;

з) исчисление дополнительной маржи по брутто-позиции клирингового члена;

и) исчисление нетто-позиции клирингового члена;

к) исчисление и взаимозачет требований и обязательств клиринговых членов;

л) внесение изменений в позиционные счета;

м) формирование отчетов по итогам ежедневного клиринга.

При этом «корректировкой по рынку» называется приведение цен всех открытых позиций по фьючерсным контрактам к котировальным ценам.

При текущем клиринге производятся операции п.п. б) – к) на основе последних, на момент запуска процедуры клиринга, цен сделок по торгуемым контрактам. Кроме заданного регламентом, решение о запуске дополнительной процедуры текущего клиринга может быть принято уполномоченным лицом биржи (клиринговой организации), если движение цен сделок с конкретным видом контрактов составило 50 % или более (может быть, и менее, если эта норма прописана в Правилах проведения операций со стандартными контрактами) установленного лимита цен.

При расчетах по итогам клиринга возникают следующие основные обязательства:

– по выплате маржи;

– по выплатам биржевого сбора.

Субъектами расчетов по отношению к клиринговой организации являются клиринговые члены.

Для осуществления расчетов и хранения денежных средств гарантийного фонда в клиринговой организации открываются специальные счета.

Для хранения залоговой части начальной маржи в случае залога (заклада), внесенного ценными бумагами, биржа открывает счета в расчетном депозитарии. Учет этого вида средств гарантийного обеспечения ведется в разрезе каждого клирингового члена. Порядок использования залогов, внесенных ценными бумагами, определяется договором между биржей, расчетным депозитарием и клиринговым членом.

Конкретные виды залогов, размер их оценки, порядок использования и другие параметры определяются Положением о залоговой части начальной маржи.

Гарантийный (страховой) фонд секции стандартных контрактов – возвратный, возобновляемый фонд, который используется для завершения расчетов по сделкам в секции в случае неисполнения одним или несколькими клиринговыми членами своих обязательств в биржевой торговле стандартными контрактами. Формируется из целевых взносов клиринговых членов.

Взносы в гарантийный фонд учитываются на особых аналитических счетах, которые на счете соответствующего клирингового члена в клиринговой организации, специально открытом для учета и хранения средств гарантийного фонда.

В случае использования гарантийного фонда для завершения расчетов в секции гарантийный фонд восполняется его участниками.

Использование гарантийного фонда возможно только в случае неисполнения одним или несколькими клиринговыми членами своих обязательств по итогам торгов, после завершения процедуры принудительного закрытия позиций несостоятельных клиринговых членов. При этом для завершения расчетов по обязательствам данного клирингового члена в первую очередь используется его собственный взнос в гарантийный фонд. Если этих средств не хватает для завершения расчетов, то используются взносы в гарантийный фонд других клиринговых членов в частях, пропорциональных их взносам. Завершение расчетов с использованием средств гарантийного фонда не освобождает клирингового члена от обязательств по внесению средств гарантийного обеспечения. В случае недостаточности средств гарантийного фонда всех клиринговых членов для завершения расчетов в секции используются средства биржи.

Расчет вариационной маржи по фьючерсным контрактам был приведен в соответствующем разделе. Отметим, что если цена совершения сделки или предыдущая котировальная цена по фьючерсному контракту меньше котировальной цены, то величина вариационной маржи является требованием для покупателя фьючерсного контракта и обязательством для его продавца. При обратном соотношении цен величина вариационной маржи является обязательством для покупателя фьючерсного контакта и требованием для его продавца.

При расчете требований и обязательств одного клирингового члена его требования и обязательства по вариационной марже взаимозачитываются (взаимопогашаются). Если разница между суммой требований и суммой обязательств положительна, то итоговое требование клирингового члена равно указанной разнице. В противном случае итоговое обязательство клирингового члена равно разнице между суммой его обязательств и суммой его требований. Итоговое требование участника учитывается в отчете как положительная величина, а итоговое обязательство – как отрицательная.

Начальная маржа является специальным видом гарантийного обеспечения, обязательства по ней считаются исполненными с момента закрытия позиции.

Из величин вариационной, начальной и дополнительной маржи (в случае необходимости) получается величина итоговых требований/обязательств клирингового члена (расчетной фирмы).

Если эта результирующая величина положительна, то данное требование расчетной фирмы к клиринговой организации, если отрицательна, то это обязательство расчетной фирмы перед клиринговой организацией.

По окончании процедуры клиринга итоговое требование клирингового члена подлежит списанию с торгового счета рынка стандартных контрактов на основной счет клирингового члена в клиринговой организации.

Сумма итогового обязательства клирингового члена подлежит зачислению на счет рынка стандартных контактов до начала следующего торгового дня.

Исполнению подлежат все стандартные контракты, позиции по которым остаются открытыми после окончания последнего торгового дня, за исключением опционных контрактов «вне денег».

Практически все фьючерсные контракты, торгуемые на западных биржах, снабжены еще одной «производной настройкой» – опционами, в которых базисным активом является данный фьючерсный контракт. ПАО «Московская биржа» торгует точно по этому же принципу – маржируемые опционы (спецификация приведена в табл. 15).

Это означает, что, если покупатель решает исполнить опцион, ему открывается фьючерсная позиция с ценой исполнения, равной страйку. По опциону «колл» открывается длинная фьючерсная позиция, а по опциону «пут» – короткая. Для продавца опциона открывается противоположная фьючерсная позиция.

Процедура обработки уведомлений об исполнении биржевых опционов может заключаться в следующем:

– клиринговая организация по завершении торговой сессии проверяет наличие длинных открытых позиций в данной серии опционов у подателя уведомления об исполнении опционов;

– открытые позиции по опционам заменяются на соответствующие фьючерсные позиции;

– среди позиционных счетов, содержащих на данный момент короткие позиции в той же серии опционов, в соответствии с некоторым алгоритмом (например, методом случайного поиска) выбирается один или несколько, в которых вместо опционных открываются фьючерсные позиции, противоположные позициям покупателя, в сумме на то же количество контрактов;

– как для подателя уведомления об исполнении опционов, так и для выбранных контрагентов по открытым фьючерсным позициям начисляется (списывается) вариационная маржа.

П р и м е р. Пусть участник торгов 20 мая 2019 г. купил июньский «пут»-опцион 4 000 за 100, когда цена базисного фьючерса была равна 4 050. Если 5 июня он решает исполнить опцион и подает соответствующее уведомление в клиринговую организацию, то клиринговая организация подбирает контрагента с короткой позицией в той же серии опционов. Расчетная цена июньского фьючерса 4 июня оказалась 3 700. Держателю опциона открывается короткая фьючерсная позиция с ценой исполнения 4 000, затем ему на счет начисляется 300 единиц в качестве вариационной маржи и позиция считается скорректированной по рынку, т. е. имеющей цену исполнения 3 700. Для контрагента открывается длинная фьючерсная позиция и с его счета списывается 300 единиц. При этом опционные позиции, естественно, ликвидируются.

Важным элементом при осуществлении расчетов по сделкам со стандартными контрактами являются требования к системе внутреннего учета участников срочного рынка.

Таблица 15

Спецификация маржируемого опциона «пут» на фьючерсный контракт на индекс РТС

Краткое наименование контракта	RTS-6.19M280319PA100000
Краткий код	RI100000BO9D
Цена страйк	120 000 Изменить: 120 000 OK
Наименование контракта	Маржируемый опцион «пут» на фьючерсный контракт на Индекс РТС
Вид контракта	Опцион
Категория опциона	Американский
Тип расчетов	Маржируемый
Лот	1 фьючерс
Котировка	В пунктах
Начало обращения	13.03.2019
Последний день обращения	28.03.2019
Дата исполнения	28.03.2019
Сбор за исполнение контракта, руб.	4,00
Фиксация курса валюты для дневного клиринга	13:45 МСК
Фиксация курса валюты для вечернего клиринга	18:30 МСК
Исполнение	Исполнение в течение срока действия опциона по заявлению держателя. Автоматическое исполнение опциона «в деньгах» в последний день срока действия опциона. Для того, чтобы определить, находится ли опцион «в деньгах», цена базового актива принимается равной расчетной цене контракта. Расчетная цена определяется в соответствии со спецификацией и приложением 1 к правилам торгов. При исполнении опциона заключается фьючерс, являющийся базовым активом опциона по цене, равной цене исполнения опциона. Держатель опциона становится продавцом фьючерса, подписчик опциона становится покупателем фьючерса

Документами внутреннего учета, согласно требований регулирующих органов, в России являются:

– поручения клиента;

– журнал регистрации поручений клиентов;

– подтверждающие документы внутреннего учета;

– регистры внутреннего учета профессионального участника;

– акты сверок наличия денежных средств и ценных бумаг;

– счета внутреннего учета профессионального участника;

– отчеты клиентам;

– иные документы, установленные Правилами ведения внутреннего учета, сделок профессионального участника.

Способ предоставления поручения от клиентов определяется договором с клиентом. Если способ предоставления – электронный (включая совершение клиентом сделок с собственного терминала или с терминала, подключенного к торгам на срочном рынке посредством систем «клиент – брокер – биржа»), в договоре с клиентом рекомендуется прописать, что клиент признает все поручения, отправленные с указанного адреса (сделки, поручения на которые отправлены с указанного терминала) собственными операциями.

Поручение клиента должно содержать:

– наименование и уникальный код клиента;

– номер договора на брокерское обслуживание или управление ценными бумагами и денежными средствами;

– дату и время (с указанием часов и минут) получения поручения;

– вид операции (заявка на покупку или продажу, отзыв средств и т. д.);

– вид срочной сделки (фьючерсный контракт, опцион);

– наименование (обозначение) фьючерсного контракта или опциона, принятое у организатора торговли на рынке ценных бумаг;

– цену одного фьючерсного контракта (размер премии по опциону);

– количество фьючерсных контрактов, опционов;

– срок действия поручения клиента;

– подпись клиента или условное наименование, установленное договором с клиентом и Правилами внутреннего учета.

Все поручения клиентов вносятся участником рынка в журнал регистрации поручений клиентов (на бумажном или электронном носителе). В день получения поручения клиента в данный журнал должны быть внесены:

– номер поручения клиента;

– наименование или код (номер) клиента;

– номер и дата договора с клиентом;

– дата и время (с указанием часов и минут) получения поручения;

– фамилия и инициалы (код) сотрудника, зарегистрировавшего поручения клиента и (или) его подпись.

Глава **7**

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

7.1. История появления, сущность и роль государственных ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является источником финансовых ресурсов не только для компаний, но и для государства.

Без преувеличения можно сказать, что появление государственных ценных бумаг в Российской империи знаменовало собой определенную веху в развитии финансовой, денежной и кредитной систем нашей страны, всей ее экономической жизни. В отличие от многих других стран, в нашем Отечестве долговые правительственные обязательства проделали путь от государственных денежных знаков до процентных ценных бумаг.

Развитие государственного кредита после революции, в частности в 1917–1924 гг., шло тем же путем: от бумажных денег (совзнаков), выпускавшихся для покрытия дефицита госбюджета, к облигациям регулярных долгосрочных займов.

В советский период руководство страны неоднократно обращалось к внутренним государственным займам: в период индустриализации, во время и после Великой Отечественной войны. Всего в СССР было выпущено около 65 облигационных займов, большая часть из которых – до 1957 г., когда была свернута десятилетняя программа принудительных займов. После этого периода вышло лишь пять эмиссий.

31 октября 1922 г. было объявлено о подписке на первый советский государственный денежный заем на 100 млн руб. В следующем году выпустили еще два беспроцентных займа: «хлебный» и «сахарный». Тогда же вышел краткосрочный заем Наркомата путей сообщения в форме транспортных сертификатов на сумму 24 млн золотых рублей и сроком от девяти месяцев до года. Покупатели могли использовать их для оплаты поездок по железной дороге, в связи с чем эти ценные бумаги получили самое широкое распространение наряду с только что введенными советскими дензнаками и твердыми червонцами. Номинал железнодорожных облигаций был меньше червонца – пять рублей со страховкой от обесценивания.

Чтобы обеспечить ликвидность бумаг, советские экономисты устанавливали по ним высокую доходность, которая порой достигала 12 %. Под залог гособлигаций можно было получить банковские ссуды или использовать их для уплаты налогов. Эти уступки были вынужденными, поскольку советское правительство аннулировало дореволюционные долги, иностранные государства на этом основании совершенно справедливо отказывались кредитовать молодую Советскую Россию. В годы Великой Отечественной войны были выпущены четыре 20-летних займа под 4 % годовых, которые позволили собрать 72 млрд руб. на военные расходы –

на 25,97 % больше, чем первоначально рассчитывали экономисты. Около 600 млрд руб. составили прямые расходы советского правительства на ведение войны, и порядка 13 % этой суммы было вложено в копилку Победы покупателями займов.

Практиковались советским правительством и так называемые выигрышные государственные займы в виде облигаций. Так, например, по условиям выпуска государственного 3 %-го внутреннего выигрышного займа облигации выпускались разрядами по 1 млрд руб., сроком на 20 лет. Достоинства (номинал или нарицательная стоимость) облигаций – по 200 и 100 руб. Доход по облигациям предполагалось выплачивать в виде выигрышей размером в 100 000, 50 000, 25 000, 10 000, 5 000, 1 000 и 400 руб. По займам были предусмотрены шесть ежегодных тиражей выигрышей в сроки, установленные Министерством финансов СССР и один дополнительный тираж – 30 сентября каждого года[14].

В конце 1950-х гг. сложилась ситуация, когда текущие расходы по обслуживанию всех выпущенных государственных облигационных займов превысили поступления в казну от размещения новых ценных бумаг. Тогда в 1957 г. ЦК КПСС и Совет министров СССР приняли постановление «О государственных займах, размещаемых по подписке среди трудящихся Советского Союза», согласно которому выпуск новых займов практически прекращался, ранее обещанные платежи вновь были отсрочены на 20 лет, и выигрышные тиражи проводиться перестали.

В современной России причиной появления и развития рынка государственных (муниципальных) ценных бумаг послужила прежде всего необходимость финансирования дефицитов бюджетов разных уровней.

7.2. Концепция государственного долга: теоретические аспекты и практическая реализация

Универсальной теории государственного долга нет, но есть несколько концепций, отличающихся друг от друга подходами к данной проблеме.

Классическая теория утверждает, что государство своими займами разрушает капитал и создает бремя долга для будущих поколений. Это налоги, которые предстоит собрать в будущем для того, чтобы выплатить проценты и погасить основную сумму долга. Без долга государство жило бы богаче. Вместе с тем будущие поколения будут нести бремя долга не напрасно, если государство тратит полученные за счет государственных займов средства на производство текущих коллективных благ.

Согласно *теории функциональных финансов* (*function finance*) будущим поколениям достаются от нынешних займов претензии в виде получаемых процентов, а также обязательства заплатить налоги. Поскольку претензии равны

[14] О выпуске государственного 3 %-го внутреннего займа : Постановление Совета министров Союза ССР [без даты, сов. секретно] // Денежная реформа в СССР 1974 г. : документы и материалы. М. : РОССПЭН, 2010. С. 310–311.

обязательствам (по крайней мере в случае внутреннего долга), то чистого бремени для будущих поколений не возникает. Эта теория оправдывает долг любого размера, лишь бы росло благосостояние граждан.

Теория вытеснения (*crowding-out*) предполагает, что долг плохо влияет на экономику, так как государство, покрывающее бюджетный дефицит займами, вытесняет частных заемщиков с кредитного рынка, сдерживая тем самым частные инвестиции (так называемое фискальное вытеснение).

Теория или гипотеза рикардианской эквивалентности (*Ricardian equivalence*) гласит, что экономике «все равно», как государство покрывает свои расходы – посредством налогов или в виде займов. Инвестиции не изменятся, если, например, снизить на *x* рублей налоги, одновременно заняв те же *x* рублей для удержания государственных расходов на прежнем уровне. Большинство экономистов расценивают такой подход как нестандартный, тем не менее он имеет право на существование.

Согласно теории налогового выравнивания (*tax smoothing*) бюджетный дефицит с его займами позволяет не менять ставки налога во времени. Государство одной рукой взимает с граждан налоги, а другой повышает их благосостояние, ослабляя искажающий эффект налогообложения. Такой подход наиболее популярен среди экономистов и применяется в большинстве современных развитых стран.

Большинство экономистов считают налоги первичным источником доходов государства, а займы и денежную эмиссию – вторичными. Денежная эмиссия позволяет финансировать расходы, не собирая налоги, так как при денежной эмиссии образуется сеньораж – разность между номиналом монет и банкнот и расходами на их изготовление и поставку. Вместо того, чтобы усиливать налоговый пресс и платить проценты по государственным займам, государство теоретически могло бы финансировать свои расходы сеньоражем.

Однако другая знаменитая теория – *количественная теория денег* – гласит, что монетарная экспансия государства (эмиссия денег) является основным генератором инфляции. Эта теория успешно работает в разнообразных условиях реального мира, подтверждая при этом, что с ростом денежной массы в виде М2[15] на 1 % инфляция повышается почти на тот же 1 %. Вот почему финансирование государственных расходов посредством новой денежной эмиссии воспринимается экономистами с осторожностью. Приемлемой альтернативой монетарной экспансии оказываются займы.

Государство может занимать:

а) в национальной валюте, и тогда этот долг называют внутренним;

б) в иностранной валюте, и это внешний долг.

---

[15] Денежный агрегат, представляющий собой сумму наличных денег в обращении (монеты, банкноты), чеков, вкладов до востребования, остатков средств в национальной валюте на расчетных счетах организаций, текущих и иных счетах до востребования населения, нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций, а также срочные вклады.

Как утверждали классики, различий между внутренним и внешним долгом нет, поскольку оба сокращают национальное богатство. С этой точки зрения, выбор отсутствует. Существует и другая позиция, согласно которой бремя внешнего долга смещается в будущее, поскольку резиденты страны, осуществляющей займ, ничем не жертвуют в момент возникновения долга. Бременем или затратами на обслуживание долга являются проценты (и не только), выплачиваемые нерезидентам из национального дохода. Сумма погашения (сумма первоначального займа) также причитается нерезидентам, и, соответственно, национальные ресурсы на эту сумму уходят в другую юрисдикцию.

Влияние долга на экономику можно рассмотреть и с других позиций – *рикардианской и традиционной*. В парадигме рикардианской модели реальной экономике безразлично, покрывается дефицит внутренними или внешними займами. Дефицит не влияет в долгосрочном плане на инвестиции и баланс текущих расчетов с другими странами. С традиционной же точки зрения, дефицит оказывает сильное отрицательное влияние на реальную экономику, особенно на инвестиции и баланс текущих расчетов.

Займы в национальной валюте требуют хорошо организованной и эффективно функционирующей инфраструктуры финансового рынка. В этом случае внутренние займы снижают инфляционное давление на экономику и риск финансового кризиса, основанного, в свою очередь, на валютном риске. Вместе с тем при гибких процентных ставках рост внутренних займов государства означает сокращение числа корпоративных заимствований. Как следствие, внутренние займы чреваты дефицитом инвестиций и снижением темпов экономического роста.

Внешние займы привлекательны с той точки зрения, что они в определенной степени ослабляют инфляционное давление на экономику. Однако не стоит упускать из вида такие важнейшие факторы, как затраты и риски внешнего финансирования государственного долга. Поэтому важный критерий выбора между внутренними и внешними займами – это затраты на обслуживание долга. Если внешний долг обходится дешевле внутреннего, то при прочих равных условиях, казалось бы, надо занимать за границей. В действительности такая линейная зависимость отсутствует. Состав расходов государства, денежная политика Центрального банка и вытекающих отсюда процентных ставок и обменного курса национальной валюты – все это влияет на принятие решения о выборе между внутренними и внешними займами.

Как известно из теории государства и права, в мире существует разная политико-территориальная организация (государственное устройство) различных стран. Такая организация определяет характер взаимоотношений между центральными и иными властями. Существуют две разновидности государственного устройства: простая (унитарная) и сложная (федеративное государство). Унитарное государство представляет собой единое, слитное государство, не имеющее в своем составе государственных образований, а следовательно, никакой власти, кроме центральной, т. е. государственной.

Для федеративной формы государственного устройства характерно наличие в составе государства нескольких государственных образований – субъектов. Субъектами могут быть абсолютно разные административно-территориальные единицы: штаты, как в США; кантоны, как в Швейцарии; республики, края, области, автономные округа и т. д., как в России.

В федеративных государствах существует такое понятие, как «местное самоуправление», и что касается его статуса в общей системе федеративного устройства, то выделяют два основных подхода. Исторически первым является подход, в соответствии с которым местное самоуправление является производной от власти субъектов федераций (США, Канада). Другой подход характеризует местное самоуправление как самостоятельный институт публичной власти и составную часть системы федеративного устройства.

В Российской Федерации местное самоуправление, в соответствии с Конституцией РФ, не является частью федеративных отношений. Конституция всячески подчеркивает независимый характер местного самоуправления от органов государственной власти на разных уровнях. Органы местного самоуправления в РФ не входят в систему органов государственной власти[16].

Данные рассуждения не случайны, поскольку непосредственным образом имеют отношение к правовой природе государственных и муниципальных заимствований. Дело в том, что разные подходы и идеи, заложенные в принципах организации центральной (а соответственно – единой и единственной) власти в унитарных государствах и различных ветвей власти в государствах с федеративным устройством, предопределили необходимость разграничения государственных долговых обязательств непосредственно:

– на государственные займы (государственный долг);

– муниципальные займы (муниципальный долг).

В РФ к *государственному долгу* относят государственный долг Российской Федерации и государственный долг субъекта РФ.

К *муниципальному долгу* относят долговые обязательства муниципальных образований.

Государство может занимать различными способами: привлекать кредиты на международных рынках капитала, выпускать ценные бумаги, осуществлять государственные гарантии и т. д.

Государственный (*муниципальный*) долг – это обязательства, возникающие из государственных (муниципальных) заимствований, гарантий по обязательствам третьих лиц, а также другие обязательства в соответствии с видами долговых обязательств, установленными кодексам, принятые на себя Российской Федерацией, субъектом Российской Федерации или муниципальным образованием.

Отдельно при этом выделяется:

– *государственный* (*муниципальный*) *внутренний долг* – долговые обязательства публично-правового образования, возникающие в валюте Российской Федерации;

---

[16] Конституция РФ, ст. 34.

– *государственный* (*муниципальный*) *внешний долг* – долговые обязательства публично-правового образования, возникающие в иностранной валюте.

В целом структура *государственного долга РФ* представляет собой группировку долговых обязательств Российской Федерации по следующим их видам:

1) кредитам, привлеченным Российской Федерацией от кредитных организаций, иностранных государств, международных финансовых организаций и (или) иных субъектов международного права, иностранных юридических лиц;

2) государственным ценным бумагам, выпущенным от имени Российской Федерации;

3) бюджетным кредитам, привлеченным в федеральный бюджет из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

4) государственным гарантиям Российской Федерации;

5) иным долговым обязательствам, ранее отнесенным в соответствии с законодательством Российской Федерации на государственный долг Российской Федерации.

В объем *государственного внутреннего долга Российской Федерации* включаются:

1) номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

2) объем основного долга по кредитам, привлеченным Российской Федерацией, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

3) объем основного долга по бюджетным кредитам, привлеченным Российской Федерацией;

4) объем обязательств, вытекающих из государственных гарантий, выраженных в валюте Российской Федерации;

5) объем иных долговых обязательств Российской Федерации, оплата которых в валюте Российской Федерации предусмотрена федеральными законами до введения в действие настоящего Кодекса.

В объем *государственного внешнего долга Российской Федерации* включаются:

1) номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам Российской Федерации, обязательства по которым выражены в иностранной валюте;

2) объем основного долга по кредитам, привлеченным Российской Федерацией, обязательства по которым выражены в иностранной валюте, в том числе по целевым иностранным кредитам, привлеченным под государственные гарантии Российской Федерации;

3) объем обязательств, вытекающих из государственных гарантий Российской Федерации, выраженных в иностранной валюте.

В табл. 16 представлена структура государственного внешнего долга РФ по состоянию на 1 августа 2019 г.

Таблица 16

Структура государственного внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 августа 2019 г.*

Категория долга	Млн долларов США	Эквивалент млн евро
Государственный внешний долг Российской Федерации (включая обязательства бывшего Союза ССР, принятые Российской Федерацией)	53 828,0	48 323,9
Задолженность перед официальными двусторонними кредиторами – не членами Парижского клуба	454,4	408,0
Задолженность перед официальными многосторонними кредиторами	501,3	450,1
Задолженность по внешним облигационным займам:	40 998,2	36 805,9
внешний облигационный заем с погашением в 2020 г.	3 500,0	3 142,1
внешний облигационный заем с погашением в 2021 г.	835,4	750,0
внешний облигационный заем с погашением в 2022 г.	2 000,0	1 795,5
внешний облигационный заем с погашением в 2023 г.	3 000,0	2 693,2
внешний облигационный заем с погашением в 2025 г.	1 949,3	1 750,0
внешний облигационный заем с погашением в 2026 г.	3 000,0	2 693,2
внешний облигационный заем с погашением в 2027 г.	2 404,6	2 158,7
внешний облигационный заем с погашением в 2028 г.	2 499,9	2 244,2
внешний облигационный заем с погашением в 2029 г.	3 000,0	2 693,2
внешний облигационный заем с погашением в 2030 г.	3 309,0	2 970,6
внешний облигационный заем с погашением в 2035 г.	4 000,0	3 591,0
внешний облигационный заем с погашением в 2042 г.	3 000,0	2 693,2
внешний облигационный заем с погашением в 2043 г.	1 500,0	1 346,6
внешний облигационный заем с погашением в 2047 г.	7 000,0	6 284,2
Задолженность по ОВГВЗ	2,7	2,4
Прочая задолженность	20,2	18,1
Государственные гарантии Российской Федерации в иностранной валюте	11 851,2	10 639,4

* Источник : Минфин РФ : [сайт]. URL: https://www.minfin.ru/ru/document/?id_4=126630 (дата обращения: 01.08.2019).

Структура *государственного долга субъекта Российской Федерации* представляет собой группировку долговых обязательств субъекта Российской Федерации по следующим их видам:

1) государственным ценным бумагам субъекта Российской Федерации;

2) бюджетным кредитам, привлеченным в бюджет субъекта Российской Федерации от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

3) кредитам, полученным субъектом Российской Федерации от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций;

4) государственным гарантиям субъекта Российской Федерации.

Долговые обязательства субъекта Российской Федерации не могут существовать в иных видах, за исключением предусмотренных настоящим пунктом.

В объем государственного долга субъекта Российской Федерации включаются:

1) номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам субъекта Российской Федерации;

2) объем основного долга по кредитам, полученным субъектом Российской Федерации;

3) объем основного долга по бюджетным кредитам, привлеченным в бюджет субъекта Российской Федерации от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

4) объем обязательств по государственным гарантиям, предоставленным субъектом Российской Федерации;

5) объем иных (за исключением указанных) непогашенных долговых обязательств субъекта Российской Федерации.

В объем *государственного внутреннего долга субъекта Российской Федерации* включаются:

1) номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам субъекта Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

2) объем основного долга по кредитам, полученным субъектом Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

3) объем основного долга по бюджетным кредитам, привлеченным в бюджет субъекта Российской Федерации от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

4) объем обязательств по государственным гарантиям, предоставленным субъектом Российской Федерации, выраженным в валюте Российской Федерации;

5) объем обязательств субъекта Российской Федерации перед Российской Федерацией, возникающих в иностранной валюте в рамках использования целевых иностранных кредитов (заимствований);

6) объем иных (за исключением указанных) непогашенных долговых обязательств субъекта Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации.

В объем *государственного внешнего долга субъекта Российской Федерации* включаются:

1) номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам субъекта Российской Федерации, обязательства по которым выражены в иностранной валюте;

2) объем основного долга по кредитам, полученным субъектом Российской Федерации, обязательства по которым выражены в иностранной валюте;

3) объем обязательств по государственным гарантиям, предоставленным субъектом Российской Федерации в иностранной валюте, а также предоставленным в обеспечение обязательств в иностранной валюте;

4) объем иных (за исключением указанных) непогашенных долговых обязательств субъекта Российской Федерации, обязательства по которым выражены в иностранной валюте.

На муниципальном уровне также рассматривают понятие «структура долга», которая представляет собой группировку муниципальных долговых обязательств по установленным их видам, а именно:

1) ценным бумагам муниципального образования (муниципальным ценным бумагам);

2) бюджетным кредитам, привлеченным в валюте Российской Федерации в местный бюджет из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

3) бюджетным кредитам, привлеченным от Российской Федерации в иностранной валюте в рамках использования целевых иностранных кредитов;

4) кредитам, привлеченным муниципальным образованием от кредитных организаций в валюте Российской Федерации;

5) гарантиям муниципального образования (муниципальным гарантиям), выраженным в валюте Российской Федерации;

6) муниципальным гарантиям, предоставленным Российской Федерации в иностранной валюте в рамках использования целевых иностранных кредитов;

7) иным долговым обязательствам, возникшим до введения в действие настоящего Кодекса и отнесенным на муниципальный долг.

В объем муниципального долга включаются:

1) номинальная сумма долга по муниципальным ценным бумагам;

2) объем основного долга по бюджетным кредитам, привлеченным в местный бюджет из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

3) объем основного долга по кредитам, привлеченным муниципальным образованием от кредитных организаций;

4) объем обязательств по муниципальным гарантиям;

5) объем иных непогашенных долговых обязательств муниципального образования.

В объем *муниципального внутреннего долга* включаются:

1) номинальная сумма долга по муниципальным ценным бумагам, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

2) объем основного долга по бюджетным кредитам, привлеченным в местный бюджет из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

3) объем основного долга по кредитам, привлеченным муниципальным образованием от кредитных организаций, обязательства по которым выражены в валюте Российской Федерации;

4) объем обязательств по муниципальным гарантиям, выраженным в валюте Российской Федерации;

5) объем иных непогашенных долговых обязательств муниципального образования в валюте Российской Федерации.

В объем *муниципального внешнего долга* включаются:

1) объем основного долга по бюджетным кредитам в иностранной валюте, привлеченным муниципальным образованием от Российской Федерации в рамках использования целевых иностранных кредитов;

2) объем обязательств по муниципальным гарантиям в иностранной валюте, предоставленным муниципальным образованием Российской Федерации в рамках использования целевых иностранных кредитов.

7.3. Классификация и виды государственных (муниципальных) ценных бумаг

Как правило, выпуск государственных ценных бумаг связан с решением важных и масштабных задач, тогда как муниципальные облигации используются для решения задач текущего плана посредством финансирования мероприятий на местном уровне.

В зависимости от критерия, лежащего в основе классификации государственных (муниципальных) ценных бумаг, существуют следующие признаки:

1. *По виду эмитента*:

– государственные ценные бумаги;

– муниципальные ценные бумаги.

2. *По форме обращаемости*:

– рыночные ценные бумаги, обращающиеся на вторичном рынке;

– нерыночные ценные бумаги, не имеющие рынка вторичного обращения.

3. *По срокам обращения*:

– краткосрочные (до 1 года);

– среднесрочные (от 1 года до 5–10 лет);

– долгосрочные (свыше 5–10 лет до 30 лет).

4. *По способу получения дохода*:

– дисконтные, продаваемые инвесторам по цене ниже номинала. При погашении инвестор получает доход в виде разницы между номинальной стоимостью и ценой приобретения;

– купонные – выпускаемые с купонами, по которым выплачивается с определенной периодичностью купонный доход;

– индексируемые облигации – ценные бумаги, номинальная стоимость которых возрастает, например, на индекс инфляции;

– выигрышные – ценные бумаги доход по которым выплачивается в форме выигрышей и др.

5. *По цели выпуска*:

– для покрытия постоянного дефицита государственного бюджета, переходящего из года в год. Как правило, среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги выпускаются именно с этой целью и обслуживают систематическую задолженность государства;

– ценные бумаги для покрытия временных дефицитов бюджета (кассовых разрывов), которые образуются в связи с определенной цикличностью поступления налогов и постоянными расходами из бюджета;

– целевые облигации, выпускаемые для реализации конкретных проектов;

– ценные бумаги для покрытия государственного долга предприятиями и организациями.

6. *По форме выпуска*:

– документарные;

– бездокументарные.

7. *По форме осуществления прав*:

– именные;

– на предъявителя.

Хотя по своей экономической сути выпускаемые во всех странах государственные (муниципальные) ценные бумаги являются долговыми инструментами, в зависимости от страны происхождения и эмитента каждая из них получает собственное наименование. Обычно, кроме термина «облигация», используются термины «казначейский вексель», «сертификат», «нота», «бонд» и др.

В РФ основополагающим документом, регламентирующим порядок выпуска и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, является Бюджетный кодекс РФ.

Итак, согласно ст. 121.1 Кодекса *государственными ценными бумагами* признаются:

– государственные ценные бумаги *Российской Федерации*;

– государственные ценные бумаги *субъектов Российской Федерации*.

Государственными ценными бумагами Российской Федерации признаются ценные бумаги, выпущенные *от имени Российской Федерации*. Государственными ценными бумагами субъекта Российской Федерации признаются ценные бумаги, выпущенные *от имени субъекта Российской Федерации.*

Муниципальными ценными бумагами признаются ценные бумаги, выпущенные *от имени муниципального образования*.

Эмитентами государственных (муниципальных) ценных бумаг являются:

– исполнительные органы государственной власти;

– местные администрации, которые выпускают от имени публично-правового образования ценные бумаги и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных указанными ценными бумагами.

Эмитентом *государственных ценных бумаг Российской Федерации* выступает Правительство Российской Федерации либо уполномоченное Правительством Российской Федерации Министерство финансов Российской Федерации.

Эмитентом *государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации* выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовый орган субъекта Российской Федерации, наделенные законом субъекта Российской Федерации правом на осуществление государственных заимствований субъекта Российской Федерации.

Эмитентом *муниципальных ценных бумаг* выступает местная администрация, наделенная уставом муниципального образования правом на осуществление муниципальных заимствований.

Государственные (муниципальные) ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций в документарной или бездокументарной формах, удостоверяющих право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бумаг денежных средств или в зависимости от условий эмиссии указанных ценных бумаг иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости, либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями указанной эмиссии.

С точки зрения ликвидности «идеальный долг» – это крупный долг, опосредованный одной ценной бумагой. Если в рамках одного условного крупного долга выпущено много ценных бумаг, то и ликвидность такого рынка максимальна. Вместе с тем запросы и ожидания инвесторов на рынке ценных бумаг различны так же, как и потребности эмитента в лице государства. По этой причине на рынке всегда присутствует не один, а несколько видов государственных ценных бумаг с разными характеристиками, являющимися балансом интересов между эмитентом и инвестором.

В РФ за весь период выпуска и обращения *государственных ценных бумаг Российской Федерации* (с 1991 г.) их видов было несколько. Часть из них уже погашена и вышла из обращения, а в рамках каких-то отдельных видов обращаются старые выпуски и осуществляются новые.

Рассмотрим более подробно виды ценных бумаг, выпускающиеся в России с 1991 г. по настоящее время.

Государственные долгосрочные облигации (ГДО) были введены в обращение 1 июля 1991 г. в соответствии с «Условиями выпуска государственного республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г.» Выпуск ГДО стал первым шагом российского правительства на пути создания цивилизованного рынка ценных бумаг. Облигации рассчитаны на 30-летний период обращения с целью покрытия задолженности республиканского бюджета перед Центральным банком. Номинал ГДО составлял 100 тыс. руб., и по ним ежегодно выплачивается процентный доход в размере 15 % к номинальной стоимости облигаций. Объем эмиссии

составил 80 млрд руб. Облигации предназначены только для юридических лиц. ГДО являются отзывными облигациями, которые могут быть погашены досрочно.

Приватизационный чек – государственная ценная бумага целевого назначения, предназначенная для оплаты приватизируемых объектов государственной и муниципальной собственности. Использовался в России с января 1992 г. как инструмент разгосударствления и передачи государственного и муниципального имущества в частную собственность. Указом Президента РФ от 14.08.1992 г. в России с 01.10.1992 г. были введены приватизационные чеки, предназначенные для обмена на акции приватизируемых предприятий. Его номинальная стоимость, т. е. стоимость, указываемая на приватизационном чеке при его выпуске, была установлена в 10 тыс. руб.

Облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) представляют собой особый класс финансовых инструментов, номинированных в иностранной валюте и обращающихся как внутри нашей страны, так и за ее пределами. Данные облигации были выпущены Минфином Российской Федерацией 14 мая 1993 г. в рамках реструктуризации задолженности Внешэкономбанка (ВЭБ) перед предприятиями-резидентами, валютные счета которых в ВЭБе были заморожены в результате его фактического дефолта в 1991 г. Остатки на счетах были переоформлены в пять выпусков облигаций с трехпроцентным купоном, выплачиваемым один раз в год, и сроками погашения основной суммы долга в 1994, 1996, 1999, 2003 и 2008 гг.

В 1996 г. Министерство финансов эмитировало еще два выпуска – ОВГВЗ-6 и ОВГВЗ-7 с одинаковыми характеристиками и сроками погашения в 2006 и 2011 гг., а также произвело доразмещение ОВГВЗ-4 и ОВГВЗ-5.

Параметры выпусков:

– валюта – доллары США;

– ежегодные купонные выплаты – 3 %;

– общая сумма займа после проведения взаимозачета между кредиторами ВЭБа составляет 7 885 млн долл.

Период обращения облигаций различных траншей и их объем были установлены в следующих пределах: 1-й транш – 1 год на сумму 226 млн долл.; 2-й транш – 3 года на сумму 1 518 млн долл.; 3-й транш – 6 лет на сумму 1 307 млн долл.; 4-й транш – 10 лет на сумму 2 627 млн долл.; 5-й транш – 15 лет на сумму 2 167 млн долл.

Облигации имели валютный номинал в размере 1 000, 10 000 и 100 000 долл. Данные облигации являются купонными, т. е. к каждой облигации прилагается комплект купонов, на основании которых выплачивается купонный доход в размере 3 % годовых один раз в год. Поэтому облигации разных траншей имеют разное число купонов. Количество купонов соответствует периоду обращения облигаций. Облигации валютного займа были выпущены в наличной форме и являются предъявительской ценной бумагой, т. е. погашение купонов и выплата по ним процентов, а также погашение основной суммы долга осуществляются на основании предъявления облигаций и соответствующих купонов.

Владельцами облигаций могут быть как российские, так и зарубежные предприятия и организации. Обращение ОВГВЗ на вторичном рынке осуществляется свободно с оплатой в валюте или в рублях. В связи с тем, что объем эмиссии достаточно большой и отсутствуют какие-либо ограничения на обращение данных облигаций, по ним сложился устойчивый вторичный рынок. На вторичном рынке облигации котируются в процентах от номинала.

Последний транш ОВГВЗ был погашен в 2012 г.

Государственные краткосрочные облигации (ГКО), или официально – государственные краткосрочные бескупонные облигации Российской Федерации – государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступает Министерство финансов Российской Федерации.

ГКО выпускались в виде именных дисконтных облигаций в бездокументарной форме (в виде записей на счетах учета). Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО выступал Центральный банк Российской Федерации.

ГКО имели три срока обращения: 3, 6 месяцев и год.

ГКО выпускаются со скидкой к номиналу и не имеют купонного дохода (проценты не начисляются).

Эмитент – Минфин РФ, но его роль – только в определении объема выпуска облигации и цены отсечения (минимальная цена, по которой удовлетворяется цена дилера). Основную организационную работу проводит агент Минфина РФ – ЦБ РФ.

Участники первичных торгов – уполномоченные дилеры, которые определены Банком России (крупные коммерческие банки и инвестиционные компании). Перед аукционом дилеры направляют в ЦБ РФ конкурентные заявки, в которых указывают цену и количество облигаций, которые они готовы купить; и (или) неконкурентные заявки (количество облигаций, которые они согласны приобрести по средневзвешенной цене).

После ранжирования заявок по уровню цен покупки, начиная с максимальной, они будут участвовать в обезличенном аукционе, где и определится цена отсечения.

Заявки, преодолевшие линию отсечения, будут удовлетворены по цене дилера.

Первичное размещение и вторичная торговля ГКО проводились на ММВБ (ПАО «Московская биржа»).

ГКО выпускались на разные сроки – от нескольких месяцев до года – отдельными выпусками, в соответствии с «Основными условиями выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций Российской Федерации», утвержденными Постановлением Правительства РФ от 08.02.1993 г. № 107. Для каждого выпуска могли отдельно устанавливаться ограничения для потенциальных владельцев. Выпуск считался состоявшимся, если в процессе размещения было продано не менее 20 % количества предполагавшихся к выпуску ГКО. Непроданные ГКО могли реализовывать позднее. Также был возможен досрочный выкуп ГКО на вторичном рынке. Первый выпуск ГКО состоялся 18 мая 1993 г. В период с мая 1993 по сентябрь 1994 г. номинал одной облигации составлял 100 тыс. руб.,

с октября 1994 по декабрь 1997 г. – 1 млн руб., с января 1998 г. – 1 тыс. деноминированных рублей.

С 1 апреля 1998 г. функции депозитария по ГКО выполнял Национальный депозитарный центр.

17 августа 1998 г. был объявлен технический дефолт по ГКО, доходность по которым непосредственно перед кризисом достигала 140 % годовых. После экономического кризиса 1998 г. вложения в ГКО обесценились (в долларовом выражении) в три раза, к тому же государство заморозило все выплаты по своим казначейским обязательствам до февраля 1999 г.

Первая эмиссия *облигаций федерального займа* (ОФЗ) была осуществлена в августе 1995 г.

Эмитент – Министерство финансов РФ.

Генеральный агент по обслуживанию выпусков ОФЗ – ЦБ РФ.

Форма выпуска – именная бездокументарная с обязательным централизованным хранением.

Номинальная стоимость – 1 тыс. руб.

Срок обращения – более 1 года (могут быть средне- и долгосрочные).

Форма выплаты дохода – купон.

Разновидности ОФЗ:

1) ОФЗ-ПД (с постоянным доходом);

2) ОФЗ-ФД (фиксированный доход);

3) ОФЗ -ФК (фиксированный купонный доход);

4) ОФЗ-АД (амортизируемый доход);

5) ОФЗ-ИН (индексированный доход);

6) ОФЗ-н (для населения).

ОФЗ-ПД выпускались с середины 1997 г., доходность их была 20 % годовых, срок обращения 3 года. Форма выплаты дохода – купон постоянный, выплата дохода один раз в год, процентная ставка купонного дохода является постоянной и фиксируется на весь срок обращения облигации. Размещение облигаций осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке. В рамках реструктуризации ГКО и ОФЗ в 1998 г. были выпущены ОФЗ-ПД с новыми условиями обращения – со сроком погашения до 3 лет и нулевым купоном.

ОФЗ-ФД были выпущены в рамках реструктуризации задолженности по ГКО и ОФЗ после дефолта 1998 г. Номинал – 10 руб. Срок обращения – 4 и 5 лет. Купонный доход начисляется с 19.08.1998 г. Величина купонного дохода: 1-й год – 30 %; 2-й – 25 %; 3-й – 20 %; 4-й – 15 %; и далее – 10 %. Начиная со второго купона выплата купонного дохода осуществляется 1 раз в 3 месяца.

ОФЗ-ФК – именные купонные государственные ценные бумаги. Облигации предоставляют их владельцам право на получение номинальной стоимости облигации при погашении и на получение купонного дохода. Номинальная стоимость облигации выражается в валюте РФ и составляет 10 руб. и 1 000 руб. Размещение облигаций осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке. Процентная ставка купонного дохода является фиксированной на каждый купонный

период и может различаться для различных периодов выплат. Этот вид ОФЗ появился в 1999 г., облигации выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 г. в порядке новации (срок обращения бумаг составлял 4–5 лет).

ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизируемым доходом. Срок выпуска – от 1 до 15 лет и от 16 до 30 лет. Форма выплаты дохода – доход выплачивается по принципу амортизации.

ОФЗ-ИН были выпущены в 2015 г. Это облигации федерального займа с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции. Эти выпуски защищают инвестора от роста цен в экономике, давая премию к текущему уровню инфляции на протяжении всего срока обращения. По ОФЗ-ИН купонная доходность постоянна – она составляет 2,5 % годовых от номинала на отчетную дату. Изменение доходности облигаций происходит за счет роста номинала ценной бумаги. Он увеличивается на размер инфляции и снижается при дефляции.

Значения индекса потребительских цен (ИПЦ) публикуются Росстатом, федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере официального статистического учета, формированию официальной статистической информации о социальных, экономических, демографических, экологических и других общественных процессах в Российской Федерации.

ОФЗ-ИН – это страховка от инфляционных рисков. Облигации представляет идеальный вариант для защиты средств от инфляции для широкого круга лиц: от частных лиц до профессиональных инвесторов. Инструмент подходит участникам рынка с любым объемом капитала, а также позволяет обогнать уровень инфляции и не бояться за то, что деньги обесценятся. Облигации прекрасно подходят для пенсионных фондов и частных долгосрочных сбережений.

ОФЗ-н выпущены в 2017 г. Генеральный агент – ПАО «Сбербанк». Срок выпуска – 3 года, с выплатой дохода 2 раза в год. Форма выплаты дохода – переменный купон, определяемый, исходя из доходности 3-летних рыночных ОФЗ.

С сентября 2019 г. Минфин РФ запустил продажу облигаций федерального займа для населения (ОФЗ-н) нового формата. При покупке и предъявлении к выкупу облигаций нового формата, в отличие от ранее размещенных выпусков ОФЗ-н, гражданам не придется уплачивать комиссию банкам. Эти расходы будет нести сам эмитент – Минфин России. Минимальная сумма покупки новых облигаций уменьшается с 30 тыс. до 10 тыс. руб.

Государственные сберегательные облигации (ГСО) впервые были выпущены в 2004 г. как нерыночная ценная бумага, размещаемая среди институциональных инвесторов. Срок выпуска кратко-, средне- и долгосрочные.

Эмитентом ГСО является Минфин РФ, генеральным агентом – ЦБ РФ.

Форма выпуска: именная, документарная (с обязательным централизованным хранением).

Номинальная стоимость – 1000 руб.

Владельцами ГСО могут быть:

– страховые организации;

– негосударственные пенсионные фонды;

– акционерные инвестиционные фонды;

– пенсионный фонд РФ и другие государственные внебюджетные фонды.

Форма выплаты дохода – постоянный купон (ГСО-ФПС) и плавающий купон (ГСО-ППС). ГСО на вторичном рынке не обращаются.

ГСО-ППС – государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода, размещаются в форме аукциона. Облигации – средне- и долгосрочные.

ГСО-ФПС – государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода размещаются по закрытой подписке, имеют 32 полугодовых купонных периода, ставки купона определены по убывающей в зависимости от номера купона.

Облигации внешнего облигационного займа (ОВОЗ). Номиналы по таким облигациям выражены в долларах США или евро. Период обращения – 7–30 лет.

Облигации, выпускаемые Министерством финансов РФ для оформления задолженности федерального бюджета (ОГНЗ) Пенсионному фонду РФ (ПФР). Форма выпуска – бездокументарная. На весь объем выпуска ОГНЗ оформляется глобальный сертификат в двух подлинных экземплярах, по одному экземпляру для Министерства финансов и ПФР. Владельцем ОГНЗ является Пенсионный фонд РФ. ОГНЗ не обращаются на вторичном рынке.

Облигации государственного республиканского внутреннего займа (ОГРВЗ 1991 г.) размещались только среди юридических лиц (с ограниченным кругом обращения).

Облигации республиканского внутреннего валютного займа (ОРВВЗ 1992 г.), были выпущены взамен выигрышного займа 1982 г.

Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) – ценные бумаги, покупателями которых могут выступать физические и юридические лица. Они дают владельцу возможность получать доход двух видов: в форме процентов, начисляемых на их номинальную стоимость, и разницы между ценой продажи и изначального приобретения.

В сентябре 1995 г. был принят указ Президента РФ № 836, положивший начало развитию нового финансового инструмента на российском рынке – ОГСЗ. Эти долговые ценные бумаги были выпущены с целью получения денег в долг от населения и бизнеса для покрытия дефицита государственного бюджета.

ОГСЗ получили популярность благодаря тому, что были выпущены в документарной форме: это вызывало доверие. Бумаги были предъявительскими, т. е. процентный доход выплачивался любому гражданину, который предъявлял облигацию банку или иному платежному агенту. Сделки купли-продажи не требовали регистрации.

Период обращения облигаций – от трех до пяти лет.

Размещение ОГСЗ проходит в два этапа:

– проведение аукциона, в ходе которого выбираются посредники для реализации ценных бумаг;

– заключение договоров купли-продажи с выбранными организациями.

ОГСЗ вправе приобретать российские и иностранные граждане и компании. Для совершения сделки они обращаются к платежным агентам, в роли которых часто выступают банки, например, ПАО «Сбербанк».

Важная особенность ОГСЗ заключается в том, что эти ценные бумаги изначально предназначены для распространения среди населения. Их проще приобрести, чем обычные облигации. Для совершения сделки достаточно обратиться в отделение банка.

Выделяются следующие преимущества ОГСЗ перед другими видами ценных бумаг:

– минимальные риски – гарантом возврата вложенных средств выступает государство;

– высокая доходность, которая варьируется на уровне 6–8 % годовых;

– рост дохода по мере увеличения сроков владения ценной бумагой;

– возможность досрочного возврата вложенных средств. Согласно действующим правилам вкладчик может продать ОГСЗ после года владения без потери процентных выплат. Если он реализует ценную бумагу до истечения срока, проценты не будут выплачены;

– небольшой порог входа. Для покупки ОГСЗ в ПАО «Сбербанк» требуется не менее 30 000 руб., это доступно людям со средним уровнем дохода;

– возможность получения прибыли от разницы между стоимостью продажи и покупки: финансовые инструменты постоянно растут в цене;

– возможность передать облигации по наследству.

Среди недостатков ОГСЗ выделяют невозможность свободного обращения облигаций, так как по законодательству сделки с ценными бумагами осуществляются при посредничестве платежных агентов.

Еврооблигации – это облигации, выпускаемые в иностранной валюте. Впервые Россия вышла на рынок еврооблигаций в 1996 г. Торгуются на ПАО «Московская биржа». Выпускаются с различными номиналами: 1 000 и 200 000 долл. США и 100 000 евро.

Все государственные (муниципальные) ценные бумаги размещаются выпусками. При выпуске государственных (муниципальных) ценных бумаг могут устанавливаться *серии*, *разряды* и *номера ценных бумаг*.

Решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг принимается эмитентом указанных ценных бумаг в соответствии *с генеральными условиями эмиссии* и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, а также с условиями эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг данного вида. Ценные бумаги дополнительного выпуска предоставляют их владельцам тот же объем прав, что и ценные бумаги выпуска, регистрационный номер которого присваивается дополнительному выпуску.

Эмитент при принятии им решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг присваивает данному выпуску (дополнительному выпуску) ценных бумаг государственный регистра-

ционный номер, сформированный в порядке, установленном Министерством финансов Российской Федерации.

В случае выпуска государственных (муниципальных) ценных бумаг в *документарной форме с обязательным централизованным хранением* указанных ценных бумаг в их *глобальном сертификате* указывается наименование депозитария, которому эмитентом передается на хранение этот сертификат. Указание в глобальном сертификате наименования депозитария не влечет за собой перехода к депозитарию прав на ценные бумаги выпуска, оформленного этим глобальным сертификатом. *По именным* государственным и муниципальным ценным бумагам реестр владельцев именных ценных бумаг эмитентом не ведется.

Обязательства Российской Федерации, субъекта Российской Федерации и муниципального образования, возникшие в результате эмиссии государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг, составляющие *внутренний долг* и удостоверяющие право на получение доходов в денежной форме или погашение в денежной форме, подлежат оплате *в валюте Российской Федерации.*

Обязательства по государственным (муниципальным) ценным бумагам, удостоверяющим право на получение в качестве дохода каких-либо имущественных прав, а также предусматривающим право на получение при погашении вместо номинальной стоимости ценной бумаги иного имущественного эквивалента, должны быть выражены в валюте Российской Федерации и включаться в состав внутреннего долга.

Обязательства Российской Федерации и субъекта Российской Федерации, возникшие в результате эмиссии соответствующих государственных ценных бумаг, составляющие *внешний долг* и удостоверяющие право на получение доходов в денежной форме или погашение в денежной форме, подлежат оплате *в иностранной валюте.*

Выпуск государственных ценных бумаг Российской Федерации и субъекта Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте и которые размещаются на международном и российском рынках капитала, признается *внешним облигационным займом* Российской Федерации и субъекта Российской Федерации.

Необходимо отметить, что государственные (муниципальные) ценные бумаги – облигации – относятся к классу эмиссионных ценных бумаг, общая процедура эмиссии которых описана в Законе «О рынке ценных бумаг» и включает в себя следующие этапы:

1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;

2) утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;

3) регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;

4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Вместе с тем п. 4 ст. 19 закона «О рынке ценных бумаг» определяет, что процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в порядке, установленном федеральными законами, отсылая при этом к Бюджетному кодексу РФ. Детальный анализ норм гл. 14.1 Бюджетного кодекса РФ «Эмиссия и обращение государственных (муниципальных) ценных бумаг» позволяет сделать вывод о том, что процедура эмиссии таких инструментов несколько отличается от совокупности тех этапов, которые законодатель предлагает «пройти» в процессе выпуска в обращение прочих эмиссионных ценных бумаг.

На *первоначальном этапе* для того, чтобы «запустить» весь механизм выпуска и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, Правительство РФ, высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ или местная администрация утверждают Генеральные условия эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг в форме соответственно нормативных правовых актов Российской Федерации, субъекта Российской Федерации и правового акта местной администрации.

Генеральные условия должны включать указание:

1) на вид ценных бумаг;

2) на форму выпуска ценных бумаг;

3) на срочность данного вида ценных бумаг (краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные);

4) на валюту обязательств;

5) на особенности исполнения обязательств, предусматривающих право на получение иного, чем денежные средства, имущественного эквивалента;

6) на ограничения (при наличии таковых) оборотоспособности ценных бумаг, а также на ограничение круга лиц, которым указанные ценные бумаги могут принадлежать на праве собственности или ином вещном праве.

В генеральных условиях может быть указана только одна форма выпуска ценных бумаг.

На федеральном уровне начиная с 1995 г. Правительство РФ периодически утверждает новые Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг каждого конкретного вида, а также вносит изменения в уже действующие правила.

15.05.1995 г. Постановлением Правительства РФ № 458 утверждены Генеральные условия эмиссии и обращения облигаций федеральных займов, последние изменения в которые были внесены Постановлением Правительства РФ от 24.09.2012 г. № 968. Данный документ определил порядок эмиссии и обращения государственных ценных бумаг Российской Федерации в виде облигаций федеральных займов. Эмитентом таких облигаций от имени Российской Федерации выступает Министерство финансов Российской Федерации.

Эмиссия облигаций федеральных займов осуществляется отдельными выпусками, а конкретный объем каждого выпуска определяется Министерством финансов Российской Федерации исходя из предельного объема эмиссии государственных ценных бумаг Российской Федерации, установленного Правительством Российской Федерации на соответствующий год.

По срокам обращения облигации федеральных займов могут быть краткосрочными, среднесрочными или долгосрочными. Приобретать указанные ценные бумаги вправе российские и иностранные юридические и физические лица.

Владелец облигаций федеральных займов имеет право на получение при их погашении основной суммы долга (номинальной стоимости), а также дохода, если это предусмотрено условиями выпуска, в виде процентов, начисляемых на номинальную стоимость облигаций либо непогашенную часть номинальной стоимости облигации при погашении номинальной стоимости частями.

Облигации федеральных займов одного выпуска равны между собой по объему предоставляемых их владельцам прав.

Генеральным агентом по размещению, выкупу и обмену выпусков облигаций федеральных займов является Центральный банк Российской Федерации.

Агентами по размещению, выкупу, обмену, обслуживанию и погашению выпусков облигаций федеральных займов являются кредитные организации или другие специализированные финансовые организации, заключившие с Министерством финансов Российской Федерации соглашения об осуществлении указанных функций.

Размещение, обращение, включая обмен и выкуп облигаций федеральных займов, осуществляются *на торгах организатора торговли* в соответствии с установленными им правилами организованных торгов и (или) на внебиржевом рынке в соответствии с условиями эмиссии и обращения облигаций федеральных займов.

Министерство финансов Российской Федерации вправе осуществлять выкуп облигаций федеральных займов до срока их погашения с возможностью их последующего обращения с соблюдением требований, установленных бюджетным законодательством Российской Федерации.

Облигации федеральных займов выпускаются в *документарной форме с обязательным централизованным хранением.* Документом, удостоверяющим права, закрепляемые облигациями федеральных займов каждого выпуска, является глобальный сертификат, оформляемый на этот выпуск, реквизиты которого устанавливаются Министерством финансов Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Глобальный сертификат хранится в депозитарии на основании договора, заключенного между Министерством финансов Российской Федерации и депозитарием. Учет прав на отдельные облигации федеральных займов каждого выпуска осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Перечислим некоторые из действующих на сегодня генеральных условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг: «Генеральные условия эмиссии

и обращения на международном рынке капитала облигаций внутренних облигационных займов РФ», «Генеральные условия эмиссии и обращения облигаций внешних облигационных займов РФ», «Генеральные условия эмиссии и обращения сберегательных сертификатов», «Генеральные условия эмиссии и обращения облигаций государственного сберегательного займа», «Государственные условия эмиссии и обращения облигаций государственных нерыночных займов» и т. д.

На *втором* этапе, в соответствии с генеральными условиями, эмитент государственных (муниципальных) ценных бумаг принимает документ в форме нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта Российской Федерации или правового акта местной администрации, содержащий условия эмиссии и обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, включающий указания:

1) на вид ценных бумаг;

2) на минимальный и максимальный сроки обращения данного вида государственных (муниципальных) ценных бумаг. Выпуски ценных бумаг могут иметь разные сроки обращения;

3) на номинальную стоимость одной ценной бумаги в пределах одного выпуска государственных (муниципальных) ценных бумаг;

4) на порядок размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг;

5) на порядок осуществления прав, удостоверенных государственными (муниципальными) ценными бумагами;

6) на размер дохода или порядок его расчета;

7) на иные существенные условия эмиссии и обращения, имеющие значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по государственным (муниципальным) ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

Условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации (муниципальных ценных бумаг) также должны содержать информацию:

1) о бюджете заемщика на год выпуска государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации (муниципальных ценных бумаг) (общий объем доходов бюджета, объем безвозмездных поступлений, объем межбюджетных трансфертов, получаемых из других бюджетов, общий объем расходов бюджета с указанием расходов на обслуживание государственного (муниципального) долга, дефицит (профицит) бюджета, верхний предел государственного (муниципального) внутреннего долга и (или) государственного (муниципального) внешнего долга по состоянию на 1 января очередного финансового года с указанием верхнего предела долга по государственным (муниципальным) гарантиям);

2) о суммарном объеме долга заемщика на дату утверждения условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации (муниципальных ценных бумаг);

3) об исполнении бюджета заемщика за последние три завершенных финансовых года (доходы бюджета по группам и подгруппам с указанием общего объема

доходов бюджета, расходы в разрезе разделов классификации расходов с указанием общего объема расходов бюджета, суммы дефицита (профицита) бюджета) из годовой бюджетной отчетности либо при отсутствии такой отчетности – из месячной бюджетной отчетности по состоянию на 1 января последнего завершенного финансового года.

Следует отметить, что условиями эмиссии и обращения государственных ценных бумаг может быть предусмотрено право выкупа государственных ценных бумаг эмитентом до срока их погашения с возможностью их последующего обращения в случае, если это предусмотрено генеральными условиями, с соблюдением требований (в том числе к определению цены выкупа), установленных бюджетным законодательством Российской Федерации.

На *третьем* этапе, в соответствии с генеральными условиями и условиями эмиссии и обращения, эмитент принимает решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) государственных (муниципальных) ценных бумаг. Решение о выпуске (дополнительном выпуске) должно включать следующие обязательные условия:

1) наименование эмитента;

2) дату начала размещения ценных бумаг;

3) дату или период размещения ценных бумаг;

4) форму выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

5) номинальную стоимость одной ценной бумаги;

6) количество ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

7) дату погашения ценных бумаг;

8) наименование регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или реестра владельцев муниципальных ценных бумаг, либо указание на депозитарии, которые осуществляют учет прав владельцев государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, муниципальных ценных бумаг данного выпуска;

9) информацию о соблюдении требований к общему объему дефицита бюджета, государственного (муниципального) долга и расходов на обслуживание государственного (муниципального) долга, установленных Бюджетным кодексом;

10) иные условия, имеющие значение для размещения, обращения государственных (муниципальных) ценных бумаг, а также для исполнения обязательств по ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) должно быть подписано руководителем эмитента, а условия, содержащиеся в решении о выпуске (дополнительном выпуске), следует опубликовать в средствах массовой информации и (или) раскрыть иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом не позднее даты начала размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг. В ряде случаев допускается внесение изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) государственных (муниципальных) ценных бу-

маг, находящихся в обращении, в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации.

На *четвертом* этапе происходит размещение государственных (муниципальных) ценных бумаг в соответствии *с генеральными условиями* и *условиями эмиссии и обращения.* Графики аукционов по размещению облигаций федеральных займов Минфин РФ публикует на своем сайте, однако в некоторых случаях, когда конъюнктура рынка не позволяет привлечь средства по требуемой ставке, аукцион может быть отменен, о чем сообщается в соответствующем пресс-релизе. Форма проведения в виде аукциона позволяет оценить реальную конъюнктуру рынка и понять, под какую доходность инвесторы готовы кредитовать государство. Высокий уровень спроса позволяет государству рассчитывать при следующем размещении на более низкий процент по займам, в то время как низкий спрос, напротив, говорит о необходимости дать инвесторам большую доходность или дождаться более подходящей рыночной ситуации.

Покупателями долговых бумаг на первичном рынке в основном выступают крупные институциональные и частные инвесторы, которые в силу размера капитала не могут без потерь в доходности купить бумаги на вторичном рынке. Также инвесторы могут ожидать, что из-за низкого спроса на аукционе удастся получить более выгодные условия, чем на вторичном рынке.

Теоретически принять участие в аукционе может любой желающий. Однако на практике брокеры и банки, предоставляющие клиентам доступ к аукционам Минфина, могут устанавливать определенные ограничения по минимальному размеру капитала или предоставлять такую услугу только отдельной категории клиентов.

Для рядового частного инвестора, объем инвестиций которого не превышает 20–30 млн руб., ликвидности в большинстве выпусков ОФЗ вполне хватит, чтобы приобрести бумаги на вторичном рынке. Если же планируются более существенные суммы или расчет идет на большую доходность, можно обратиться к брокеру для участия в аукционе.

Аукционы по размещению облигаций федерального займа проводятся через специальную торговую систему на базе инфраструктуры ПАО «Московская биржа». На сайте биржи за день до аукциона публикуется пресс-релиз, где указаны выпуски предлагаемых на аукционе бумаг, время подачи заявок и другие особенности. Как правило, Минфин предлагает на аукционах два или три выпуска ОФЗ с разными сроками погашения.

Участники аукциона могут подавать два типа заявок: конкурентные и неконкурентные. Конкурентные заявки исполняются исключительно по цене, указанной в заявке, и могут быть полностью или частично не удовлетворены эмитентом. Неконкурентные заявки удовлетворяются по средневзвешенной цене аукциона при наличии предложения.

По итогам аукциона биржа публикует итоги. На основании средневзвешенной доходности, сформировавшейся на аукционе, участники рынка оценивают справедливую доходность по бумагам.

Такие факторы, как существенное превышение спроса над объемом размещения или дисконт в доходности аукциона по сравнению с ценой на вторичном рынке, говорят о высоком спросе и возможном снижении доходности по бумагам в будущем. Имеет значение и то, на бумаги с каким сроком погашения спрос оказался выше. Напротив, если выпуск был размещен не полностью или с премией по доходности, или аукцион вообще был отменен, то это явный сигнал для рынка о том, что спрос на бумаги низкий, и справедливая доходность на рынке может быть выше, чем предлагаемая государством.

На *пятом* этапе эмитент государственных (муниципальных) ценных бумаг после завершения отчетного финансового года, но не позднее 1 февраля текущего финансового года принимает документ в форме нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта Российской Федерации или правового акта местной администрации, содержащий отчет об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг и включающий указание:

1) на государственные регистрационные номера выпусков государственных (муниципальных) ценных бумаг, размещение которых осуществлялось в отчетном финансовом году;

2) на порядок размещения ценных бумаг;

3) на даты размещения ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

4) на даты погашения ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

5) на фактическую цену размещения ценных бумаг (в процентах от номинальной стоимости);

6) на количество размещенных ценных бумаг, указанных в подпункте 1 настоящего пункта выпусков;

7) на объем денежных поступлений в бюджет заемщика от размещения государственных (муниципальных) ценных бумаг каждого из выпусков.

Раскрытие информации о государственных (муниципальных) ценных бумагах является важнейшей процедурой, определяемой в соответствии с федеральными законами РФ и осуществляется путем:

1) опубликования нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта Российской Федерации или правового акта местной администрации, которым утверждены генеральные условия, принимаемые в соответствии с настоящим Кодексом;

2) опубликования нормативного правового акта Российской Федерации, нормативного правового акта субъекта Российской Федерации или правового акта местной администрации, которыми предусматриваются условия эмиссии и обращения, принимаемые в соответствии с настоящим Кодексом;

3) опубликования и (или) раскрытия эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом информации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске), не позднее даты начала его размещения;

4) опубликования и (или) раскрытия эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом информации, связанной с решением о выпуске (дополнительном выпуске), в том числе информации о размере очередного купона по государственным (муниципальным) ценным бумагам с переменным купонным доходом в соответствии с условиями эмиссии и обращения и решением о выпуске (дополнительном выпуске);

5) опубликования эмитентом отчета об итогах эмиссии государственных (муниципальных) ценных бумаг, принимаемого в соответствии с настоящим Кодексом.

Опубликование указанных нормативных правовых актов Российской Федерации, нормативных правовых актов субъектов Российской Федерации или правовых актов местных администраций, а также изменений, вносимых в них, осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Эмитенты государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг обязаны ежемесячно публиковать данные об объеме долга заемщика.

Стандарты раскрытия информации о государственных ценных бумагах Российской Федерации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг Российской Федерации и в отчете об итогах эмиссии указанных ценных бумаг, устанавливаются Правительством Российской Федерации.

Стандарты раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии указанных ценных бумаг, устанавливаются федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим полномочия в части утверждения стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумагах, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации или муниципальных ценных бумаг и в отчете об итогах эмиссии указанных ценных бумаг.

Существуют предельные объемы размещения государственных и муниципальных ценных бумаг. Такие объемы для федеральных бумаг по номинальной стоимости устанавливаются Правительством Российской Федерации в соответствии с верхним пределом государственного долга Российской Федерации, установленным Федеральным законом о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период.

Предельные объемы размещения государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации на очередной финансовый год и каждый год планового периода или муниципальных ценных бумаг на очередной финансовый год и каждый год планового периода (очередной финансовый год) по номинальной стоимости устанавливаются соответственно высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Российской Федерации, представительным органом

муниципального образования в соответствии с верхними пределами государственного внутреннего и внешнего долга субъекта Российской Федерации, муниципального внутреннего долга, установленными законом (решением) о соответствующем бюджете.

Особое внимание стоит уделить целям, на достижение которых может быть направлен выпуск государственных (муниципальных) ценных бумаг.

Государственные внутренние заимствования Российской Федерации осуществляются в целях:

– финансирования дефицита федерального бюджета;

– для погашения государственных долговых обязательств Российской Федерации;

– финансового обеспечения иных источников финансирования дефицита федерального бюджета;

– пополнения в течении финансового года остатков средств на счетах федерального бюджета.

Государственные внешние заимствования Российской Федерации осуществляются в целях:

– финансирования дефицита федерального бюджета;

– для погашения государственных долговых обязательств Российской Федерации;

– финансового обеспечения иных источников финансирования дефицита федерального бюджета.

Государственные внутренние заимствования субъекта Российской Федерации и муниципальные внутренние заимствования осуществляются в целях:

– финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации и местного бюджета;

– погашения долговых обязательств субъекта Российской Федерации и муниципального образования;

– пополнения в течение финансового года остатков средств на счетах бюджета субъекта Российской Федерации и местного бюджета соответственно.

Государственные внешние заимствования субъекта Российской Федерации осуществляются в целях:

– финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации;

– погашения государственных долговых обязательств субъекта Российской Федерации, выраженных в иностранной валюте.

Муниципальные внешние заимствования осуществляются в целях:

– финансирования проектов, включенных в программу государственных внешних заимствований Российской Федерации на очередной финансовый год и плановый период.

Таким образом, в РФ выпуски ценных бумаг в целях финансирования различных проектов могут осуществляться только на муниципальном уровне и только при условии, что такие заимствования предполагают привлечение иностранной валюты.

Размещение государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации (муниципальных ценных бумаг) осуществляется субъектом Российской Федерации (муниципальным образованием) при соблюдении следующих условий:

1) отсутствие просроченной задолженности по долговым обязательствам субъекта Российской Федерации (муниципального образования);

2) субъектом Российской Федерации (муниципальным образованием) получен кредитный рейтинг не ниже уровня, устанавливаемого Правительством Российской Федерации, от одного или нескольких осуществляющих рейтинговые действия юридических лиц.

Размещение государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, осуществляется при соблюдении приоритета размещения государственных ценных бумаг Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте.

Размещение государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации, *на международных рынках капитала* осуществляется с учетом приоритета размещения государственных ценных бумаг Российской Федерации на международных рынках капитала.

Российская Федерация периодически прибегает к внутренним и внешним заимствованиям, о чем наглядно свидетельствуют данные табл. 17, в которой приведена информация по государственным ценным бумагам, задолженность по которым сохранялась по состоянию на конец 2010–2018 гг.

Как видно из табл. 17, суммарный объем внутреннего долга РФ, выраженный федеральными государственными ценными бумагами, имеет стабильную тенденцию к росту и, в сравнении с 2010 г., указанный объем в 2019 г. увеличился 4,22 раза.

В 2013–2015 гг. в нашей стране реализован целый ряд важных инициатив в сфере либерализации российского долгового рынка, модернизации его инфраструктуры, совершенствования механизмов и информационного сопровождения, в частности, аукционов по размещению ОФЗ. Кроме того, в этот период проведены значимые реформы инфраструктуры долгового рынка, ориентированные на повышение привлекательности государственных ценных бумаг и укрепление их роли как ключевого ориентира доходности облигаций, выпускаемых иными категориями российских заемщиков.

К числу этих реформ необходимо отнести следующие мероприятия:

1) иностранные инвесторы получили прямой доступ на российский рынок государственных ценных бумаг через счета в международных депозитарно-клиринговых системах «Евроклир» и «Клирстрим». С февраля 2013 г. в обеих системах осуществляются расчеты с ОФЗ;

2) вторичные торги ОФЗ на ПАО «Московская биржа» переведены на режим расчетов Т + 1. В марте 2015 г. на бирже осуществлен окончательный перевод вторичных торгов ОФЗ с расчетными циклами Т + 0 и Т + 2 на единый расчетный цикл Т + 1. Это позволило снизить затраты инвесторов по фондированию участия в операциях на рынке государственного долга, а также увеличить объем сделок

Таблица 17

Государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации по состоянию на период с 2010 по 2018 гг.*

Дата	Виды ценных бумаг										
	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-АД	ОФЗ-ИН	ГСО-ППС	ГСО-ФПС	ОВОЗ	ОГНЗ	ОГРВЗ 1991 г.	ОФЗ-н	Итого внутренний долг
на 01.01.2010 г.	–	706,37	863,38	–	135,42	132,00	–	–	0,0002	–	1 837,17
на 01.01.2011 г.	–	1 338,59	815,58	–	175,42	132,00	–	–	0,0002	–	2 461,59
на 01.01.2012 г.	–	1 823,70	1 079,58	–	421,15	132,00	90,00	–	0,0002	–	3 546,43
на 01.01.2013 г.	–	2 248,15	1 048,58	–	545,55	132,00	90,00	–	0,0002	–	4 064,28
на 01.01.2014 г.	–	2 688,85	1 045,98	–	475,55	132,00	90,00	–	0,0001	–	4 432,38
на 01.01.2015 г.	1 000,00	2 551,02	1 038,56	–	560,55	132,00	90,00	–	0,0001	–	5 475,71
на 01.01.2016 г.	1 347,26	2 710,34	791,17	141,77	360,55	132,00	90,00	–	0,0001	–	5 573,09
на 01.01.2017 г.	1 738,00	3 051,10	680,06	163,63	245,55	132,00	90,00	–	0,0001	–	6 100,34
на 01.01.2018 г.	1 748,44	4 283,62	539,84	168,52	245,55	132,00	90,00	–	0,0001	39,15	7 247,12
на 01.01.2019 г.	1 731,78	4 929,43	416,87	253,45	230,30	132,00	–	–	0,0001	55,64	7 749,47

* Составлено по: Министерство финансов РФ : [сайт]. URL: https://www.minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/internal/structure/duty/. (дата обращения: 02.09.2019).

благодаря замене требования о полном обеспечении сделок на частичное обеспечение; при этом расчеты на аукционах ОФЗ будут продолжаться в режиме Т + 0;

3) запуск на ПАО «Московская биржа» режима торгов крупными пакетами ОФЗ (*Dark Pools*). С июня 2015 г. на бирже действует новый механизм торгов, позволяющий участникам продавать и покупать большие объемы ОФЗ (размер одного лота – 50 000 бумаг) по рыночным ценам в режиме основных торгов Т + 1. Данный механизм позволяет реализовывать крупные пакеты ОФЗ без существенного влияния на рыночную цену и минимизировать время исполнения крупных заявок;

4) запуск ПАО «Московская биржа» программы маркет-мейкинга на ОФЗ в июле 2015 г. В целях повышения ликвидности обращающихся ОФЗ биржа запустила программу маркет-мейкинга в режиме торгов Т + 1. Участники программы принимают на себя обязательства по совершению минимального объема сделок и поддержанию двусторонних котировок. Программа стала одним из факторов, стимулирующих спрос на государственные ценные бумаги. Осуществленные реформы способствовали росту привлекательности внутреннего долгового рынка по отношению к зарубежным аналогам, увеличению числа и улучшению структуры иностранных инвесторов за счет роста доли институциональных инвесторов при одновременном сохранении конкурентных позиций и ведущей роли российских участников рынка государственных ценных бумаг.

7.4. Управление государственным долгом

Процесс управления государственным долгом сопровождает выпуск государственных ценных бумаг не только на стадии эмиссионных решений, но и тогда, когда долг уже существует.

В феврале 2013 г. на совещании в Москве министрами финансов и управляющими центральных банков Группы 20 дано поручение о пересмотре основных принципов управления государственным долгом, сформулированным совместно Международным валютным фондом (МВФ) и Всемирным банком (ВБ) еще в 2001 г. Согласно принятого итогового документа под управлением государственным долгом понимается процесс разработки и осуществления стратегии управления государственным долгом с целью мобилизации требуемой суммы финансирования с минимальными издержками в средне- и долгосрочной перспективе и при разумной степени риска. В макроэкономическом контексте государственной политики правительствам следует стремиться к тому, чтобы как уровень их государственного долга, так и его темпы роста следовали устойчивой траектории и чтобы долг мог обслуживаться при самых разных обстоятельствах, включая стресс в экономике и на финансовых рынках, при соблюдении целей в отношении стоимости и риска[17].

[17] Пересмотренные руководящие принципы управления государственным долгом, подготовленные персоналом Международного валютного фонда и Всемирного банка в марте 2014 г. и утвержденные Хосе Виньялсом и Джеффри Д. Льюисом: [Электронный ресурс]. URL: https://docplayer.ru (дата обращения: 26.08.2019).

Министерство финансов РФ, основываясь на совместном подходе МВФ и ВБ, описывает *управление государственным долгом* как деятельность уполномоченных органов государственной власти, направленную на обеспечение потребностей публично-правового образования в заемном финансировании, своевременное и полное исполнение долговых обязательств при минимизации расходов по долгу, поддержание объема и структуры обязательств, исключающих их неисполнение.

В широком смысле управление государственным долгом – это процесс выработки и реализации комплекса мер, направленных на привлечение необходимых для развития региона заемных ресурсов, при поддержании приемлемых уровней риска и стоимости заимствований.

В России управление государственным долгом осуществляется *управляющим государственным долгом* в лице Правительства Российской Федерации либо уполномоченного им Министерства финансов. Управление государственным долгом субъекта Российской Федерации осуществляется управляющим – высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовым органом субъекта Российской Федерации в соответствии с законом субъекта Российской Федерации. Управление муниципальным долгом осуществляется местной администрацией (исполнительно-распорядительным органом муниципального образования) в соответствии с уставом муниципального образования.

Ряд международных организаций, таких как МВФ и ВБ, *основной целью* управления государственным долгом считают обеспечение потребностей органов государственного управления в финансировании и исполнении обязательств по ним с минимальными затратами в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска.

Грамотное управление рисками, возникающими в процессе управления суверенным долгом, чрезвычайно важно ввиду серьезных макроэкономических последствий дефолта по государственным долговым обязательствам и масштаба сопутствующих дефолту проблем в национальной экономике. Основные виды рисков в процессе управления государственным долгом представлены в табл. 18.

Управляющим государственным долгом следует проводить тщательный мониторинг и оценку рисков, присущих структуре государственного долга. Следует по мере возможности снижать эти риски путем корректировки структуры долга, с учетом сопутствующих издержек. В экономически развитых странах, где рынки государственных ценных бумаг отличаются, как правило, емкостью и ликвидностью, основное внимание нередко уделяется *рыночному риску*, для измерения которого, наряду со стресс-тестами, иногда используются сложные модели портфелей.

В отличие от этого в странах *с формирующимся рынком*, доступ которых к иностранным рынкам капитала ограничен (или вообще отсутствует), а внутренние рынки долговых инструментов которых недостаточно развиты, более пристальное внимание должно уделяться *риску рефинансирования* (*пролонгации долга*).

Таблица 18

Виды рисков, возникающих в процессе управления государственным долгом*

Наименование риска	Сущностное содержание
Рыночный риск	Означает риск повышения стоимости долга вследствие изменения рыночных переменных, таких как процентные ставки и обменные курсы. Наиболее распространенными видами рыночного риска являются процентный и валютный риски
Процентный риск (риск изменения процентных ставок)	Означает риск повышения стоимости долга вследствие изменений процентных ставок. Изменения процентных ставок долга как в национальной, так и в иностранной валюте влияют на стоимость обслуживания долга по новым выпускам при рефинансировании долга с фиксированной ставкой и по существующему и новому долгу с плавающей ставкой на даты пересмотра ставок. Как следствие, краткосрочный долг или долг с плавающей ставкой, обычно считается более рискованным, чем долгосрочный долг с фиксированной ставкой. Традиционные показатели процентного риска включают дюрацию, среднее время до изменения процентных ставок и долю долга с плавающей ставкой в общей сумме долга
Валютный риск	Означает риск повышения стоимости долга вследствие изменения обменных курсов. Долг, деноминированный в иностранных валютах или индексируемый к иностранным валютам, повышает волатильность стоимости обслуживания долга, измеряемого в национальной валюте, вследствие изменений обменного курса. Показатели валютного риска включают долю долга в национальной валюте в совокупном долге и отношение краткосрочного внешнего долга к международным резервам
Риск рефинансирования (риск пролонгации)	Означает риск того, что долг необходимо будет рефинансировать с необычно высокими затратами или, в крайнем случае, вовсе невозможно рефинансировать. В той степени, в которой риск рефинансирования ограничивается риском того, что долг придется финансировать по более высоким процентным ставкам, включая изменения спредов по кредитам, его можно считать видом процентного риска. Тем не менее, он часто рассматривается отдельно, поскольку неспособность рефинансировать долг с наступающим сроком и (или) исключительно большое повышение стоимости государственного финансирования могут вызвать или усугубить долговой кризис
Риск ликвидности	В контексте управления государственным долгом данный риск означает ситуацию, когда объем ликвидных активов быстро уменьшается в результате непредвиденного потока кассовых обязательств и (или) возможных трудностей в привлечении денежных средств посредством заимствования за короткий срок

Окончание табл. 18

Наименование риска	Сущностное содержание
Кредитный риск	Означает риск невыполнения заемщиками обязательств по кредитам или ценным бумагам, а также невыполнения контрагентом обязательств по финансовым договорам. Этот риск особенно актуален в случаях, когда управление долгом включает управление ликвидными активами. Он может также быть актуальным в случае приема заявок на аукционах ценных бумаг, выпускаемых органами государственного управления, а также в отношении гарантий по кредитам и договоров о производных финансовых инструментах, заключаемых управляющим долгом
Расчетный риск	Означает риск того, что контрагент не поставит ценную бумагу согласно условиям договора после того, как страна (другой контрагент) уже произвела платеж в соответствии с соглашением
Операционный риск	Означает ряд различных видов риска, включая транзакционные ошибки на различных этапах исполнения и проводки операций; недостатки или сбои в механизмах внутреннего контроля или в системах и услугах; репутационный риск; юридический риск; нарушения мер безопасности; стихийные бедствия, затрагивающие способность управляющего долгом осуществлять деятельность, необходимую для управления долгом

* Составлено на основе пересмотренных руководящих принципов управления государственным долгом, подготовленных персоналом Международного валютного фонда и Всемирного банка.

В необходимых случаях в число главных задач правительства должно войти принятие мер по управлению долгом, направленных на содействие становлению внутреннего рынка долговых финансовых инструментов. Эта задача особенно актуальна для стран, в которых ограничения рынков таковы, что единственной реальной альтернативой монетарного финансирования, по крайней мере в ближайшей перспективе, остается долг краткосрочный по плавающей ставке или в иностранной валюте.

Для снижения рисков принятия необоснованных решений в ходе управления госдолгом, а также уменьшения степени неопределенности для инвесторов в отношении планов и будущих действий заемщика важно четко сформулировать и публично зафиксировать средне- и долгосрочные цели управления долгом. Наличие подобных целей позволяет избегать принятия ошибочных решений, особенно в периоды рыночной нестабильности, и тем самым уменьшает риски, связанные, например, с формированием несбалансированной (по срокам, инструментам и пр.) структуры долговых обязательств, и сдерживает рост стоимости государственных заимствований.

Минфин РФ как управляющий государственным долгом Российской Федерации придерживается следующих *целей управления долгом*:

– обеспечение потребностей в заемном финансировании;

– своевременное исполнение долговых обязательств при минимизации расходов на обслуживание госдолга;

– поддержание объема и структуры государственного долга, исключающих неисполнение долговых обязательств, развитие рынка субфедеральных долговых обязательств;

– определение предельных параметров индикаторов долговой устойчивости, рекомендуемых международными финансовыми организациями и др.

Стратегия по управлению долгом представляет собой план мероприятий для достижения целей по управлению государственным долгом. При выработке долговой стратегии следует тщательно оценивать и контролировать:

– возможные затраты на обслуживание долга;

– риски;

– срочную структуру долга.

Чем ликвиднее рынок, тем ниже транзакционные издержки, тем выше спрос на государственные ценные бумаги и, соответственно, ниже затраты на обслуживание долга. Сформированный ликвидный рынок – низкозатратный рынок госдолга, который дает государству финансовую гибкость и контроль над рисками.

Что касается рисков, то их следует устранять в максимально возможной степени путем внесения изменений в структуру долга, с учетом связанных с этим издержек. Существует целый диапазон мер и инструментов политики, при помощи которых можно управлять этими рисками. Так, например, для выявления и регулирования рыночного риска необходимо провести анализ финансовых характеристик доходов и иных потоков денежных средств, имеющихся в распоряжении правительства для обслуживания займов, и выбрать портфель обязательств, в наибольшей степени соответствующих этим характеристикам. Используя инструменты хеджирования, можно приблизить портфель долговых обязательств по стоимостным и рисковым характеристикам к желательному.

В рамках контроля за срочной структурой долга управляющие государственным долгом должны делать альтернативный выбор между краткосрочными и долгосрочными издержками, управление которыми должно быть взвешенным и осторожным. Например, из-за чрезмерного упора на краткосрочные обязательства или бумаги с плавающей ставкой, обусловленного желанием извлечь выгоды из более низких краткосрочных процентных ставок, правительства могут оказаться беззащитными перед угрозой нестабильности и, возможно, увеличения расходов на обслуживание долга в случае повышения процентных ставок и риском дефолта в случае невозможности пролонгировать государственный долг по любой цене.

Управлять государственным долгом следует не только на этапе выпуска государственных ценных бумаг, но и в тот период, когда долг уже фактически существует на рынке. В мировой практике структуру и объем долга управляющие долгом корректируют посредством выкупа и обмена государственных ценных бумаг,

и такую практику обычно называют активным управлением. К активному управлению управляющие долгом прибегают в целях получения выгоды от ожидаемых колебаний процентных ставок или обменного курса национальной валюты. В этом случае государство не ограничивает свои функции исключительно первичным размещением ценных бумаг, оно является еще и активным игроком на вторичном рынке.

Государство в лице управляющих долгом может выкупать уже выпущенные ценные бумаги для их досрочного погашения. *Выкуп* – одна из радикальных мер для целей активного управления госдолгом. Выкуп не только напрямую снижает затраты на обслуживание долга и всевозможные риски, но и позволяет управлять срочной структурой долга. Выкуп также позволяет нарастить емкость и ликвидность рынка государственных ценных бумаг.

Обмен государственных ценных бумаг осуществляется в том случае, если государство позволяет участникам рынка обменивать старые и менее ликвидные выпуски ценных бумаг на новые и более ликвидные. Обмен является эффективным средством управления государственным долгом как при неизменном, так при снижающемся и растущем долге. При неизменной или снижающейся потребности государства в формировании долга обмен помогает «очищать» рынок от старых бумаг, освобождая тем самым место для новых выпусков. При растущей потребности в заемных средствах обмен позволяет сократить время «укрупнения» бумаги до желаемого объема.

Кроме стратегий активного управления государственным долгом, управляющие долгом прибегают к выпуску таких инструментов, как свопы процентных ставок и валютные свопы.

Минфин РФ периодически использует практику обмена одних государственных ценных бумаг на другие. Так, например, учитывая сохранение в портфелях участников значительного объема неликвидных государственных ценных бумаг, размещенных в предыдущие годы преимущественно нерыночным способом (вне аукционов), в 2017–2019 гг. Минфин России продолжил начатую в 2015 г. практику обмена этих бумаг на стандартные ОФЗ в целях дальнейшего повышения ликвидности и развития национального рынка долгового капитала.

Управление государственным долгом невозможно без создания эффективного рынка государственных ценных бумаг и для этого необходимо соблюдение ряда существенных условий. Так, например, грамотная и продуманная налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика в сочетании с устойчивым сальдо платежного баланса и благоприятным валютным режимом во многом способствует формированию эффективного рынка государственного долга.

В своих рекомендациях МФВ и ВБ неоднократно отмечали, что независимо от механизма, используемого для привлечения средств, стоимость заимствования, как правило, минимальна, а рынок функционирует наиболее эффективно, когда обеспечивается прозрачность государственных операций (например, путем заблаговременного обнародования планов заимствования и последовательных действий при выпуске новых ценных бумаг) и когда эмитент создает равные условия для инвесторов.

Эффективную инфраструктуру рынка государственных ценных бумаг, в том числе и для целей эффективного управления госдолгом, следует формировать, придерживаясь следующих принципов:

– введения механизмов торгов, соответствующих размеру рынка, которые включают эффективные и безопасные кастодиальные, клиринговые и расчетные процедуры;

– поощрения развития системы маркет-мейкеров после формирования базовых ставок и достижения определенной степени ликвидности на рынке, чтобы позволить покупателям и продавцам эффективно заключать сделки по справедливой стоимости;

– отмены налогов на операции или других барьеров в области регулирования, которые могут препятствовать проведению торгов с государственными ценными бумагами;

– поощрения развития межбанковского денежного рынка и рынка РЕПО и, на более позднем этапе, возможностей для использования других инструментов денежного рынка и управления рисками, таких как процентные фьючерсы и свопы;

– совершенствование Центральным банком операций по управлению ликвидностью на рынке.

Следует отметить, что принципы, подходы и рекомендации в части управления государственным долгом могут быть использованы для эффективной организации этого процесса и на рынке муниципального долга.

7.5. Облигации Банка России

За длительный период функционирования финансового рынка изобретено множество инструментов, наряду с государственными ценными бумагами, позволяющих поддерживать баланс и стабильность в финансовой системе. Облигации центральных банков являются одним из них.

Размещение центральными банками собственных облигаций – достаточно распространенное явление в мировой практике проведения денежно-кредитной политики. Особенно активно данные операции используются в странах с развивающимися финансовыми рынками. Собственные облигации, в частности, выпускают центральные банки Южной Кореи, Израиля, Бразилии, Чили, Южно-Африканской Республики.

Облигации центральных банков представляют собой долговые обязательства.

Что касается Российской Федерации, то ключевым элементом правового статуса Банка России является принцип независимости, который проявляется прежде всего в том, что он (банк) выступает как особый публично-правовой институт, обладающий исключительным правом денежной эмиссии и организации денежного обращения. Центральный Банк РФ *не является органом государственной власти*, вместе с тем его полномочия по своей правовой природе относятся к функциям государственной власти, поскольку их реализация предполагает

применение мер государственного принуждения. Именно по этой причине ценные бумаги Банка России, формально не относящиеся к классу государственных ценных бумаг, играют особую роль в масштабах всего государства и рассматриваются именно в данной главе, посвященной государственным ценным бумагам.

Банк России (Центральный банк РФ) является главным эмиссионным и денежно-кредитным регулятором, разрабатывающим и реализующим во взаимодействии с Правительством РФ единую государственную денежно-кредитную политику.

Ст. 75 Конституции Российской Федерации устанавливает особый конституционно-правовой статус Центрального банка Российской Федерации, определяет его исключительное право на осуществление денежной эмиссии, а в качестве основных функций закрепляет защиту и обеспечение устойчивости рубля.

В соответствии со ст. 3 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» целями деятельности Банка России являются: защита и обеспечение устойчивости рубля; развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации; обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы; развитие финансового рынка Российской Федерации; обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации. При этом государство не отвечает по обязательствам Банка России так же, как и Банк России – по обязательствам государства, если они не приняли на себя такие обязательства или если иное не предусмотрено федеральными законами.

Функции и полномочия, предусмотренные Конституцией Российской Федерации и Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», Банк России осуществляет независимо от федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления.

С целью регулирования денежно-кредитной системы в нашей стране используются различные финансовые механизмы и инструменты. Так, согласно ст. 35 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» важнейшими инструментами денежно-кредитного регулирования Банка России признаны: процентные ставки по операциям Банка России; обязательные резервные требования; операции на открытом рынке; рефинансирование кредитных организаций; валютные интервенции; установление ориентиров роста денежной массы; прямые количественные ограничения; *эмиссия облигаций от своего имени*; другие инструменты, определенные Банком России.

Облигации Центрального банка РФ – это инструмент регулирования банковской ликвидности, который используется для абсорбирования формирующегося значительного и устойчивого избытка денежной массы, как правило, на период от нескольких месяцев до 1 года.

Право на эмиссию Банком России собственных облигаций в целях реализации денежно-кредитной политики устанавливается ст. 44 закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», а особенности эмиссии и обращения таких инструментов описаны в ст. 27.5-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Облигации Банка России являются облигациями с централизованным учетом прав. Эмиссия облигаций Банка России осуществляется без регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких облигаций и без составления и регистрации проспекта таких облигаций. А вот подготовка решения о выпуске (дополнительном выпуске) является обязательной, при этом существует запрет на размещение облигаций Банка России ранее трех дней со дня обеспечения доступа к содержащейся в решении о выпуске информации. Такая информация публикуется на официальном сайте Банка России в информационно-телекоммуникационной сети Интернет.

Решение о размещении облигаций Банка России, а также решение об утверждении решения об их выпуске (дополнительном выпуске) принимаются уполномоченным органом управления Банка России в соответствии с Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Банк России присваивает номер выпуску (дополнительному выпуску) облигаций Банка России в установленном им порядке.

Размещение и обращение облигаций Банка России осуществляются только среди российских кредитных организаций, являясь при этом достаточно привлекательным инструментом. Во-первых, их держатели получают гарантированный доход. Во-вторых, в том случае, если у кредитной организации потребность в дополнительной ликвидности возникнет раньше, чем наступит срок погашения облигаций, она имеет возможность использовать эти облигации в качестве обеспечения по операциям на денежном рынке и (или) для привлечения рефинансирования у Центрального банка. Кроме того, кредитная организация может продать их либо на вторичном рынке, либо, если это предусмотрено, самому Центральному банку. Относительно низкая процентная ставка по ценным долговым обязательствам компенсируется возможностью получить дополнительный доход при реализации бумаг на вторичном фондовом рынке до завершения срока займа, а также малой вероятностью банкротства эмитента.

Физические лица не могут являться владельцами облигаций Банка России.

Банк России не осуществлял выпуск долгосрочных и краткосрочных рублевых облигаций в период с 2012 по 28.07.2017 г., когда решением Совета директоров Центрального банка РФ после длительного перерыва было утверждено очередное решение о выпуске облигаций. После возобновления Банком России эмиссий собственных облигаций утверждены решения о 25 аналогичных выпусках с трехмесячным периодом обращения на общую сумму 12 950 млрд руб.[18] (номинал выпущенных облигаций 1 000 руб.).

Размещение облигаций может осуществляться путем заключения сделок купли-продажи в форме аукциона в соответствии с «Правилами проведения торгов на фондовом рынке и рынке депозитов ПАО «Московская биржа» или иными способами, предусмотренными законодательством Российской Федерации.

---

[18] Банк России : [сайт]. URL: https://www.cbr.ru/DKP/instruments_dkp/other_operations/bond_operations/#a_72653file (дата обращения: 28.08.2019).

Размещение облигаций в форме аукциона осуществляется с учетом следующих обстоятельств:

– дата аукциона, код расчетов, время приема заявок, период удовлетворения заявок и объявления итогов аукциона устанавливаются Банком России;

– допускается подача только конкурентных заявок;

– по итогам приема заявок Банк России формирует сводный реестр заявок, принятых на аукционе. В период удовлетворения заявок и до установленного времени объявления итогов аукциона Банк России в пределах установленного объема выпуска определяет минимальную цену продажи облигаций (цена отсечения) и средневзвешенную цену всех удовлетворенных в ходе аукциона заявок;

– заявки участников аукциона удовлетворяются по цене выше или равной цене отсечения аукциона по размещению облигаций;

– в период удовлетворения заявок Банк России вводит в торговую систему ПАО «Московская биржа» свою заявку по цене отсечения на продажу соответствующего объема выпуска облигаций.

Как правило, аукцион по размещению (доразмещению) облигаций Банка России является ценовым, с заданным объемом предложения и проводится американским способом (т. е. заявки удовлетворяются по указанным в них ценам). К участию в аукционе принимаются только конкурентные заявки, в которых цены на приобретение облигаций указываются в процентах от номинала. Неконкурентные заявки на приобретение облигаций (без указания цены) не предусмотрены. Минимальная заявляемая цена устанавливается Банком России с учетом рыночной конъюнктуры.

После окончания периода сбора заявок на аукционе Банк России в пределах установленного объема размещения (доразмещения) определяет минимальную цену продажи облигаций – цену отсечения – или принимает решение о признании аукциона несостоявшимся. При наличии на аукционе только одного участника аукцион признается несостоявшимся.

По итогам состоявшегося аукциона удовлетворяются все заявки с ценой выше или равной цене отсечения. Если общий объем спроса, указанный в заявках с ценой, равной цене отсечения, превышает объем оставшихся к размещению облигаций, то эти заявки удовлетворяются пропорционально указанным в них объемам.

Облигации Банка России оплачиваются денежными средствами в валюте Российской Федерации в безналичном порядке. В случае неисполнения кредитной организацией обязательств по покупке облигаций при их размещении Банком России кредитная организация уплачивает Банку России штраф в размере ключевой ставки Банка России, начисленной за один календарный день на сумму неисполненной сделки на аукционе по размещению облигаций.

Существует возможность покупки и продажи Банком России (в том числе по договорам РЕПО) облигаций в процессе их обращения, кроме того, предусматривается возможность досрочного погашения облигаций, находящихся в собственности Банка России. Предъявление облигаций к досрочному погашению иными владельцами облигаций не допускается.

Выплата номинальной стоимости облигаций при их погашении (за исключением досрочного погашения) осуществляется в день их погашения денежными средствами в валюте Российской Федерации в безналичном порядке.

Выплата номинальной стоимости облигаций при их погашении (за исключением досрочного погашения), а также купонного дохода осуществляется в валюте Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг депозитарием, осуществляющим централизованное хранение облигаций.

Доходность облигаций привязана к ключевой ставке Банка России. Купонный доход начисляется за каждый день купонного периода по ключевой ставке, действующей в этот день.

Накопленный купонный доход по облигациям Банка России рассчитывается ежедневно по следующей формуле:

$$AIi = N \times \sum_{t=1}^{Ti} \frac{rDt}{baseDt},$$

где AIi – размер накопленного купонного дохода для даты i в рублях и копейках; N – номинальная стоимость облигации в рублях и копейках; t – счетчик календарных дней; Ti – разница между датой i и датой начала купонного периода, выраженная в календарных днях (включая выходные и праздничные дни); Dt – дата, отстоящая на t дней от даты начала купонного периода; rDt – ключевая ставка Банка России, действующая на дату Dt, выраженная в сотых долях; $baseDt$ – количество дней в году, на который приходится дата Dt (365 или 366).

Величина НКД в расчете на одну облигацию определяется с точностью до одной копейки. Округление производится по правилам математического округления.

Глава 8

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

8.1. Виды услуг на рынке ценных бумаг, выполняемых профессиональными участниками

Финансовый рынок – это особая, специфичная сфера деятельности традиционно существующих и вновь появляющихся финансовых институтов, в совокупности составляющих его инфраструктуру. Эти институты оказывают финансовые услуги посредством осуществления сделок с финансовыми инструментами. В данном случае можно говорить о присутствии покупателей и продавцов финансовых ресурсов на рынке финансовых услуг, сущность которого состоит в том, что он отражает конкретные формы организации движения финансовых ресурсов между субъектами хозяйствования.

Под *рынком финансовых услуг* Федеральный закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» понимает сферу деятельности финансовых организаций на территории России или ее части, определяемую исходя из места предоставления финансовой услуги потребителям. Тогда финансовая услуга выступает как экономическая категория, необходимая для трансформации денежных средств юридических и физических лиц в капитал на банковском, страховом, инвестиционном и фондовом рынках. Объектом финансовых услуг будут разнообразные финансовые инструменты и продукты, а субъектами финансовых услуг – участники финансового рынка. Их, в свою очередь, можно подразделить на потребителей (заказчиков финансовых услуг) и на посредников (организации, предоставляющие финансовые услуги)[19]. Значимым сегментом финансового рынка является рынок ценных бумаг.

Для того чтобы рынок ценных бумаг эффективно выполнял возложенные на него функции, необходимо создание инфраструктуры, которая предполагает наличие специализированных организаций, осуществляющих тот или иной вид деятельности на фондовом рынке. Эти организации реализуют свою деятельность на фондовом рынке как исключительную, вследствие чего их называют профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Их деятельность является неотъемлемым атрибутом рыночной экономики.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг подразделяются на прямых и инфраструктурных посредников.

К прямым посредникам относятся те, которые непосредственно обеспечивают процесс нахождения друг с другом продавца и покупателя. Это брокеры, дилеры, форекс-дилеры, управляющие и инвестиционные советники.

---

[19] Базовый стандарт совершения депозитарием операций на финансовом рынке : согласовано Комитетом по стандартам по депозитарной деятельности, протокол от 16.11.2017 г. № КДП-9.

К *инфраструктурным* посредникам можно отнести институты инфраструктуры: регистраторов, депозитарии, клиринговые организации, организаторов торговли, в т. ч. биржи. Эти институты способствуют заключению сделок между участниками рынка ценных бумаг и берут на себя часть систематических и несистематических рисков, присущих самому рынку, операционных и специфических рисков, присущих его участникам.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» выделяют следующие виды профессиональной деятельности, которые подлежат лицензированию Банком России:

– брокерская;

– дилерская;

– деятельность форекс-дилера;

– деятельность по управлению ценными бумагами;

– деятельность по инвестиционному консультированию;

– депозитарная;

– деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;

– клиринговая деятельность (регулируется Федеральным законом «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»);

– деятельность по организации торговли, в т. ч. деятельность бирж (регулируется Федеральным законом «Об организованных торгах»).

Названными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг могут заниматься только юридические лица, за исключением деятельности по инвестиционному консультированию. Инвестиционным советником может быть как профессиональный участник рынка ценных бумаг, так и индивидуальный предприниматель, который должен являться членом СРО, объединяющей инвестиционных советников, и быть включен в единый реестр инвестиционных советников. Реестр инвестиционных советников ведет Банк России.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг обладают следующими общими признаками (характеристиками):

– специализируются на оказании услуг, связанных с выпуском, обращением, погашением ценных бумаг;

– являются клиентоориентированными организациями;

– перераспределяют риски, связанные с ценными бумагами;

– работают на основе возмездных договоров;

– являются предпринимательскими структурами.

На рис. 23 представлена классификация профессиональных участников, исходя из видов оказываемых услуг.

Рассмотрим деятельность профессиональных участников с точки зрения их роли в трансформации денежных средств и финансовых ресурсов в инвестиции посредством ценных бумаг и финансовых инструментов.

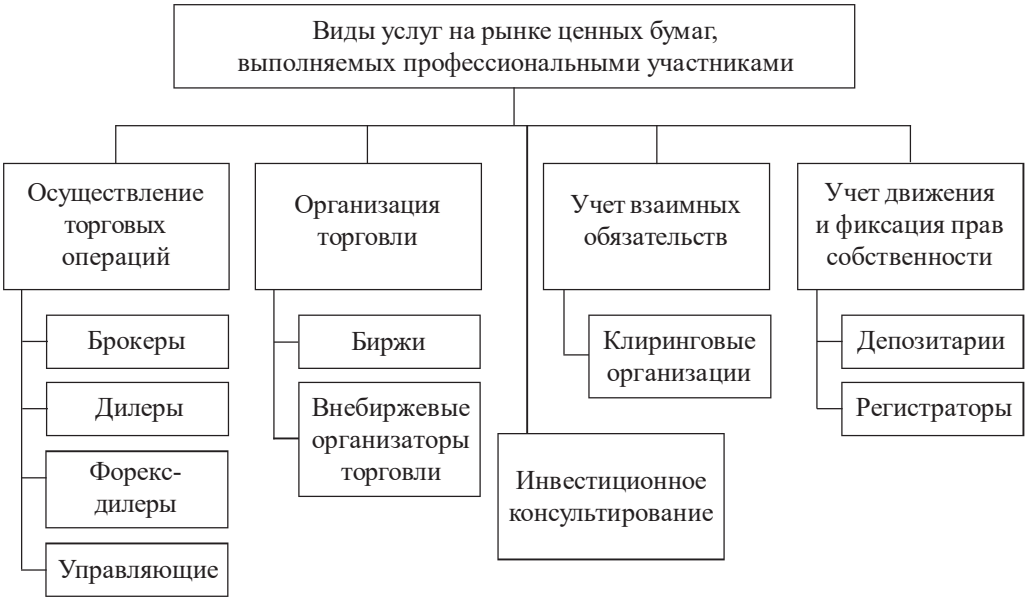


Рис. 23. Классификация профессиональных участников по видам оказываемых услуг на рынке ценных бумаг

8.2. Брокерская деятельность

Брокерской деятельностью признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом (договора о брокерском обслуживании).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, именуется брокером.

Брокерская деятельность осуществляется на основе следующих видов договоров:

– договора поручения;

– договора комиссии;

– агентского договора.

По договору поручения брокер действует в качестве поверенного, совершает сделки от имени и за счет клиента, не приобретает прав и обязанностей по сделке. Его задача – найти для клиента ценные бумаги, которые его бы устраивали по цене. Брокер от имени клиента заключает договор с владельцем ценных бумаг, а клиент со своего счета оплачивает их приобретение. Если же клиент поручает брокеру продать принадлежащие ему ценные бумаги по указанной им цене, то сделка совершается по такой же схеме. Только клиент поставляет ценные бумаги покупателю,

а последний осуществляет их оплату. За свои услуги брокер получает комиссионное вознаграждение. Деятельность брокера как поверенного представлена на рис. 24.

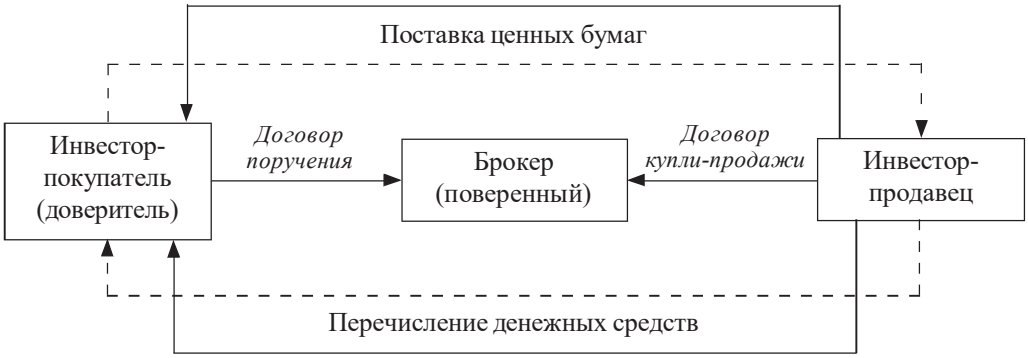


Рис. 24. Совершение сделки брокером
в качестве поверенного по договору поручения

По договору комиссии брокер действует в качестве комиссионера и совершает сделки от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом, приобретая права и обязанности по сделке. В этом случае клиент заключает с брокером договор комиссии, перечисляет ему денежные средства на покупку ценных бумаг, которые учитываются на специальном брокерском счете, либо поставляет брокеру ценные бумаги для продажи, которые учитываются на забалансовом счете депо клиента у брокера. Деятельность брокера как комиссионера представлена на рис. 25.

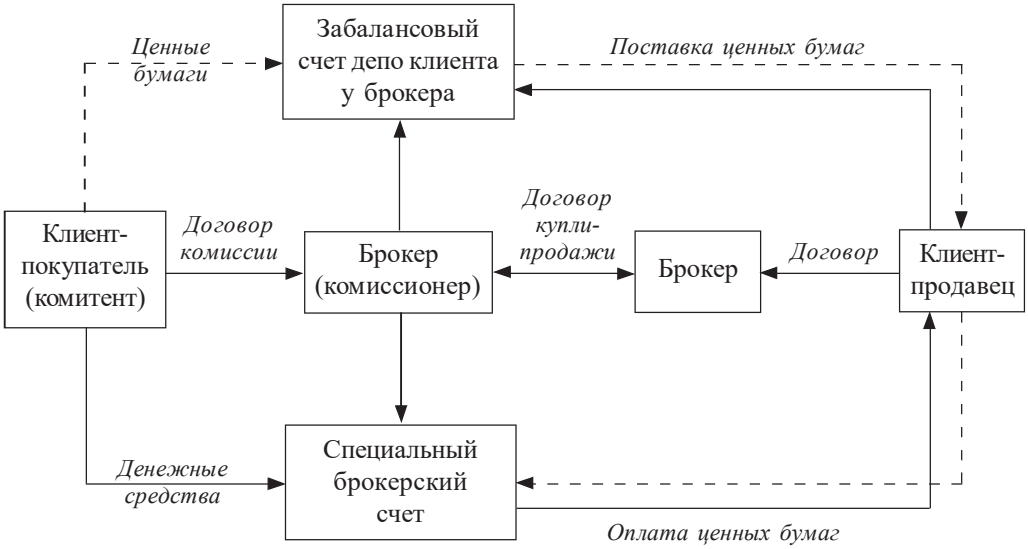


Рис. 25. Совершение сделки брокером в качестве комиссионера
по договору комиссии

Если брокер действует по договору комиссии, то условиями договора может быть предусмотрено, что брокер имеет право хранить денежные средства клиента, предназначенные для покупки ценных бумаг или полученные от продажи ценных бумаг. Эти денежные средства брокер может использовать для извлечения прибыли, если это предусмотрено договором комиссии, с указанием вознаграждения клиенту.

По агентскому договору одна сторона (агент) обязуется за вознаграждение совершать по поручению другой стороны (принципала) юридические действия от своего имени, но за счет принципала либо от имени и за счет принципала.

Агентский договор охватывает более широкий круг действий брокера как посредника. Кроме совершения сделок, это может быть ведение переговоров; проведение рекламной кампании; маркетинговые исследования; оказание консультационных услуг и др. Это такие фактические действия, которые сами по себе не создают юридических последствий для принципала. Однако самостоятельного правового содержания у агентирования немного: к отношениям между агентом и клиентом (принципалом) применяются либо правила о поручении, либо правила о комиссии – в зависимости от того, как действует агент.

По сделке, заключенной агентом с третьим лицом от своего имени за счет принципала, приобретает права и становится обязанным агент, даже если клиент был назван в сделке.

По сделке, заключенной агентом с третьим лицом от имени и за счет принципала, приобретает права и становится обязанным принципал.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера.

В случае, если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

Брокер вправе использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете (счетах), если это предусмотрено договором о брокерском обслуживании, гарантируя клиенту исполнение его поручений за счет указанных денежных средств или их возврат по требованию клиента. Денежные средства клиентов, предоставивших право их использования брокеру в его интересах, должны находиться на специальном брокерском счете (счетах), отдельном от специального брокерского счета (счетов), на котором находятся денежные средства клиентов, не предоставивших брокеру такого права. Денежные средства клиентов, предоставивших брокеру право их использования, могут зачисляться брокером на его собственный банковский счет.

Основу взаимоотношений брокера и клиента составляет договор на брокерское обслуживание, который сопровождается открытием индивидуального инвестиционного счета клиента в брокерской компании.

В рамках договора может быть открыт индивидуальный счет внутреннего учета либо объединенный счет внутреннего учета.

Индивидуальный счет внутреннего учета открывается клиенту для обособленного учета:

– находящихся в распоряжении профессионального участника активов, принадлежащих этому клиенту либо находящихся у него в доверительном управлении;

– обязательств из сделок, совершенных за счет этих активов;

– обязательств профессионального участника перед клиентом, в том числе обязательств профессионального участника по возврату активов;

– обязательств клиента перед профессиональным участником, в том числе обязательств клиента по уплате вознаграждения, возмещению расходов, уплате штрафов, неустоек, возврату клиентом активов профессиональному участнику.

В соответствии с Положением Банка России от 31.01.2017 г. № 577-П «О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами», брокер может открывать *омнибусный счет*. Первичный брокер открывает его последующим брокерам, т. е. другому брокеру либо иностранному юридическому лицу, осуществляющему брокерскую деятельность, для учета на нем активов, принадлежащих последующему брокеру, но находящихся в распоряжении первичного брокера; обязательств из сделок, заключенных за счет этих активов, в том числе по их возврату; обязательств первичного брокера перед последующим брокером и наоборот.

В целях реализации договора на брокерское обслуживание в зависимости от вида совершаемых сделок брокер открывает клиенту:

– наличный (кассовый) счет;

– маржинальный счет.

Наличный счет отражает операции с ценными бумагами, осуществляемые брокером по поручению клиента на условиях оплаты собственными средствами клиента, т. е. без предоставления кредита. Сделки купли-продажи ценных бумаг проводятся по наличному счету, если договор на брокерское обслуживание устанавливает, что при покупке ценные бумаги оплачиваются денежными средствами клиента, а при продаже предметом сделки являются ценные бумаги, депонированные на счете клиента.

Маржинальный счет – это счет, открываемый клиенту в брокерской компании и позволяющий ему использовать кредиты под залог ценных бумаг, приобретаемых в том числе за счет кредита. Маржинальные сделки могут совершаться только на бирже.

При открытии маржинального счета клиент депонирует на счете денежные средства в размере, установленном в качестве первоначальной маржи. Первоначальная маржа рассчитывается индивидуально по финансовому инструменту с учетом квалификации клиента и его инвестиционного профиля. Остальную часть клиент может привлечь в качестве заемных средств под залог купленных ценных бумаг.

Заемные средства, предоставляемые брокером клиенту при проведении операций «на марже», в свою очередь, представляют собой краткосрочные ссуды, которые брокер предоставляет под залог купленных для клиента ценных бумаг в качестве обеспечения кредита. Поэтому обязательным является письменное согласие клиента на залог его ценных бумаг, оформленное в виде самостоятельного документа или включенное в текст договора на брокерское обслуживание. Условия договора займа обусловливаются договором о брокерском обслуживании (рис. 26).

Проценты по заемным средствам являются дополнительными затратами клиентов, имеющих маржинальные счета.

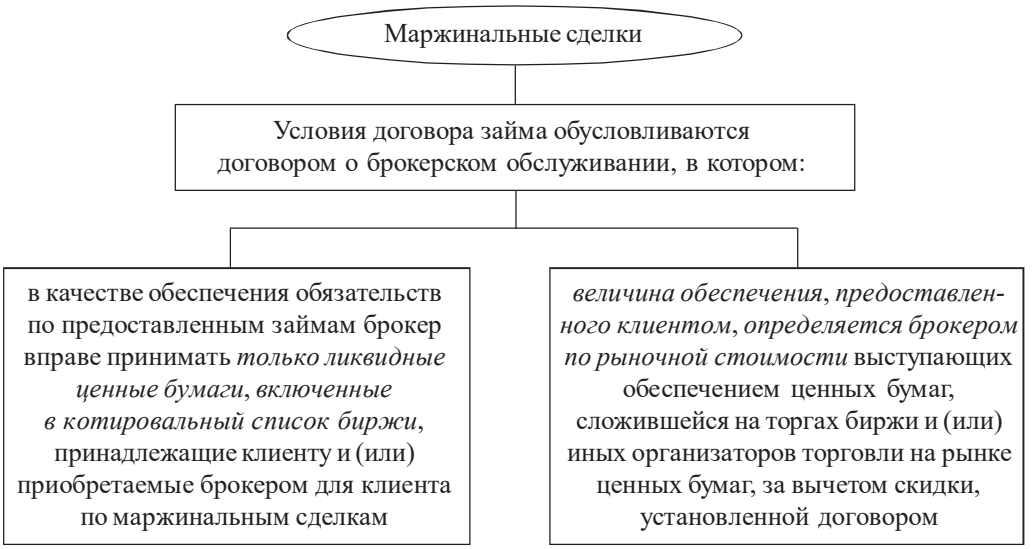


Рис. 26. Условия договора займа при маржинальных сделках

С 01.06.2018 г. профессиональные участники, осуществляющие брокерскую деятельность, обязаны руководствоваться Базовым стандартом совершения брокером операций на финансовом рынке, который разработан НАУФОР на основании Федерального закона от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» и в соответствии с требованиями указания Банка России от 30.05.2016 г. № 4026-У «О перечне обязательных для разработки саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка, объединяющими брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов, базовых стандартов и требованиях к их содержанию, а также перечне операций (содержании видов деятельности) на финансовом рынке, подлежащих стандартизации в зависимости от вида деятельности финансовых организаций».

В Базовом стандарте используются термины и определения, приведенные в табл. 19.

Таблица 19

Термины и определения, используемые в брокерской деятельности, предусмотренные Базовым стандартом

Термин	Определение
Поручение	Указание клиента брокеру совершить одну или несколько сделок с имуществом клиента в соответствии с договором о брокерском обслуживании
Длящееся поручение	Поручение, предусматривающее возможность неоднократного его исполнения при наступлении условий, предусмотренных поручением (договором о брокерском обслуживании)
Торговая операция	Совершение сделки с имуществом клиента в соответствии с договором о брокерском обслуживании
Закрытие позиции клиента	Сделка или несколько сделок, совершаемые брокером, в том числе на основании длящегося поручения, в целях погашения задолженности клиента по маржинальным сделкам, прекращения обязательств по иным сделкам, совершенным за счет этого клиента, или снижения рисков по производным финансовым инструментам. К закрытию позиции не относится перенос позиции
Перенос позиции	Сделки, совершаемые в целях прекращения обязательств по сделкам с ближайшим сроком исполнения и возникновения новых обязательств с тем же предметом, но более поздним сроком исполнения
Использование денежных средств и (или) ценных бумаг клиента в интересах брокера	Использование денежных средств и (или) ценных бумаг клиента в интересах брокера

В соответствии с Федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг профессиональному участнику следует:

– лично исполнять поручения клиентов, за исключением случая передоверия совершения сделок другому брокеру, если оно предусмотрено в договоре с клиентом;

– исполнять обязательства по заключенным с клиентами договорам, действуя добросовестно и исключительно в интересах клиентов;

– исполнять поручения клиентов в порядке их поступления и обеспечивать наилучшие условия исполнения поручений клиентов в соответствии с условиями поручений. Для того чтобы совершить торговую операцию на лучших условиях, брокер должен принять во внимание следующую информацию:

а) цену сделки;

б) размер расходов, связанных с совершением сделки и осуществлением расчетов по ней;

в) срок исполнения поручения;

г) возможность исполнения поручения в полном объеме;

д) риски неисполнения сделки, а также признания совершенной сделки недействительной;

е) период времени, в который должна быть совершена сделка, и другую значимую для клиента информацию;

– при заключении договора на брокерское обслуживание письменно уведомить клиента о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг;

– доводить до сведения клиентов всю необходимую информацию, связанную с осуществлением поручений клиентов и исполнением обязательств по договору купли-продажи ценных бумаг, в том числе не рекомендовать клиенту сделку, не приняв мер для того, чтобы клиент мог понять характер связанных с ней рисков;

– информировать инвесторов – физических лиц, предоставляя услуги последним, о правах и гарантиях, предоставляемых им в соответствии с законодательством;

– обеспечить сохранность и отдельный учет ценных бумаг клиентов;

– в сроки, устанавливаемые договором, представлять клиенту отчеты о ходе исполнения договора, выписки по движению денежных средств и ценных бумаг по учетным счетам клиента (включая данные о размерах комиссии и иных вознаграждениях брокера);

– в установленные договором с клиентом сроки принимать меры к устранению возникших разногласий при представлении клиенту отчетов о ходе исполнения договора;

– принимать меры по обеспечению конфиденциальности имени (наименования) клиента, его платежных реквизитов и иной информации, полученной в связи с исполнением обязательств по договору;

– возместить клиенту убытки в порядке, установленном законодательством.

Клиенты отдают брокеру разные виды приказов:

– *рыночный приказ* (*market order*) представляет собой указание немедленно совершить сделку (купить или продать ценную бумагу) по текущей рыночной цене;

– *лимитный приказ* (*limit order*) фиксирует предельную цену исполнения, может быть выполнен только по этой или более выгодной цене, в связи с этим нет никакой гарантии, что такой приказ будет выполнен, поскольку цена может никогда не достичь указанного предела;

– *стоп-приказ* (*stop order*, *or stop-loss order*) также оговаривает определенную цену, выполнение этого приказа откладывается до момента, пока цена актива не упадет до цены предложения или станет еще более низкой. Фактически в момент, когда на рынке устанавливается цена, зафиксированная в стоп-приказе, он становится рыночным приказом. Цель стоп-приказа, как правило, – закрыть позицию при неблагоприятном изменении цен. Стоп-приказ ограничивает возможные потери инвестора.

– *стоп-лимитный приказ* (*stop-limit order*) представляет собой комбинацию стоп-приказа и лимитного приказа. Как только цена сделанного предложения становится равной или меньше стоп-цены, этот приказ становится лимитным. В стоп-лимитном приказе фиксируются две цены: стоп-цена (*stop price*) и предельная цена (*limit price*). Если стоп-цена и предельная цена совпадают, такой приказ иногда называют стоп-лимитным приказом (*stop-and-limit order*).

Дополнительно к основному приказу клиент может отдать приказ, содержащий конкретные сроки его исполнения:

– *открытый приказ* (*good-till-canceled*) остается в силе до момента его выполнения или отмены клиентом;

– *приказ* «*исполни или отмени*» (*fill-or-kill*) должен быть выполнен брокером немедленно или отменен;

– *приказ* «*все или ничего*» (*all or nothing*) устанавливает, что он не может быть выполнен частично, т. е. на меньшее количество бумаг, чем указано в приказе.

Процедура взаимодействия брокера и клиента в процессе торговли ценными бумагами представлена на рис. 27.

Рис. 27. Взаимодействие брокера и клиента
в процессе торговли ценными бумагами

Брокеру запрещено гарантировать или давать обещания клиенту в отношении доходов от инвестирования хранимых им денежных средств.

Внутренние процедуры и правила ведения учетных регистров брокера должны обеспечивать обособленный учет хранящихся у брокера по договору комиссии денежных средств клиента, предназначенных для инвестирования в ценные бумаги или полученных в результате продажи ценных бумаг. На рис. 28 приведены регистры внутреннего учета и отчетности брокерской компании.

Рис. 28. Регистры внутреннего учета и отчетности брокерской компании

Таким образом, при осуществлении брокерской деятельности на рынке ценных бумаг профессиональный участник совершает следующие действия и сделки:

– хранит, использует и учитывает денежные средства клиентов, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги или полученные от продажи ценных бумаг, если это предусмотрено условиями договора;

– удостоверяется в способности клиентов – физических лиц – своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их в полном объеме или частично;

– удостоверяется в правомочности руководителей клиентов – юридических лиц – представлять интересы юридических лиц и осуществлять действия, влекущие юридические последствия для указанных юридических лиц;

– оказывает консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг и иных инвестиций (услуги инвестиционного советника);

– выступает андеррайтером при размещении эмиссионных ценных бумаг;

– запрашивает у клиентов сведения об их финансовом состоянии (платежеспособности) и целях инвестиций, которые могут помочь в правильном и своевременном исполнении обязательств перед клиентами.

В соответствии со Стандартами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, разработанными НАУФОР, профессиональный участник при осуществлении брокерской деятельности обязан уведомить клиента об общих рисках операций на рынке ценных бумаг; о рисках маржинальных и непокрытых сделок; о рисках операций с производными финансовыми инструментами; о рисках сделок с иностранными финансовыми инструментами путем предоставления ему деклараций о рисках в той форме, в которой заключается договор на брокерское обслуживание (на бумажном носителе или в электронном виде).

8.3. Дилерская деятельность

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и (или) продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и (или) продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, а также государственная корпорация, если для такой корпорации возможность осуществления дилерской деятельности установлена федеральным законом, на основании которого она создана.

На дилера возлагается выполнение важнейшей функции – поддержание фондового рынка, его ликвидности. Принимая на себя обязательства по котировке ценных бумаг, дилеры формируют уровень цен на организованном фондовом рынке. Эти цены подлежат публичной котировке, т. е. они объявляются на бирже или в системе внебиржевой торговли и доступны не только дилерам, но и широкому кругу инвесторов.

Кроме цены, дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и (или) о возмещении причиненных клиенту убытков (рис. 29).

При осуществлении дилерской деятельности на рынке ценных бумаг профессиональному участнику следует добросовестно исполнять обязательства по совершенным им сделкам купли-продажи ценных бумаг.

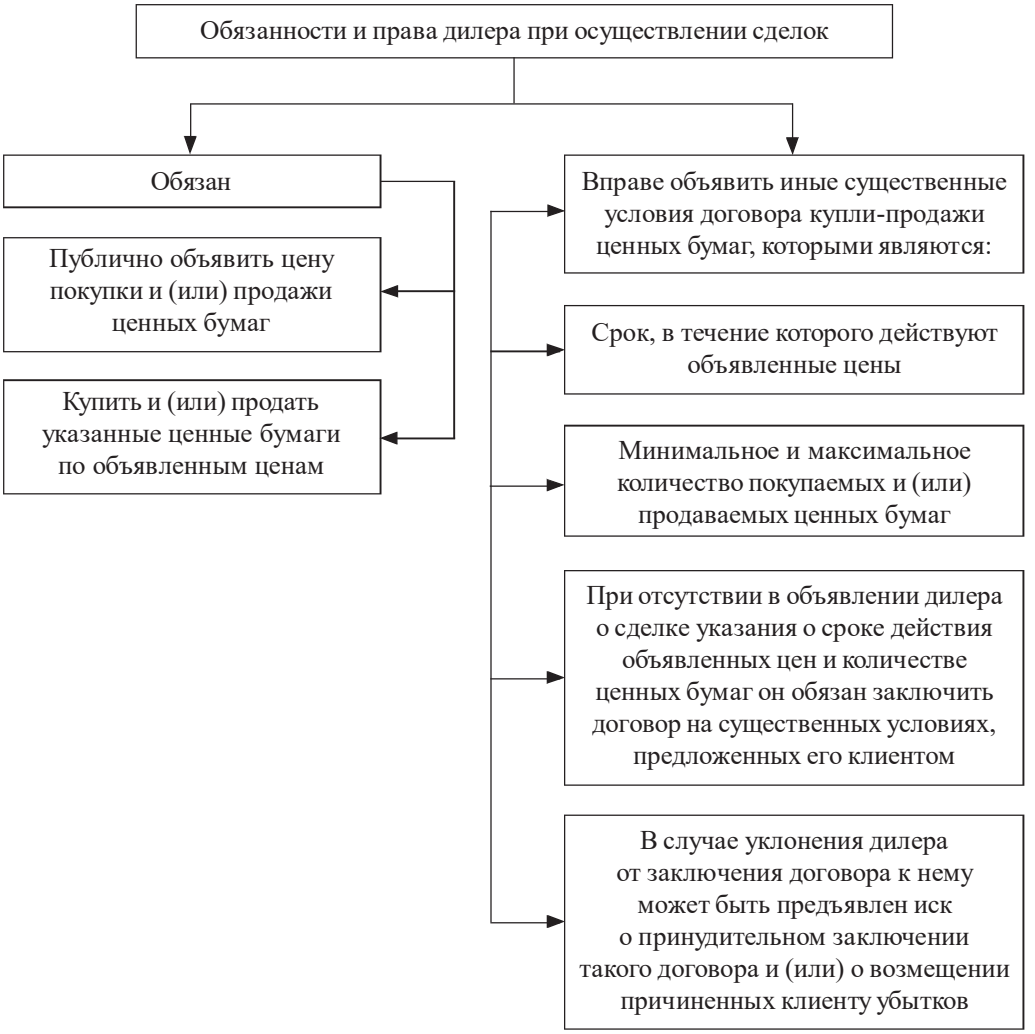


Рис. 29. Обязанности и права дилеров при осуществлении сделок

Осуществляя котировки ценных бумаг, дилер, как правило, обладает информацией о состоянии эмитента. Однако эта информация не всегда доступна широкому кругу участников рынка, поэтому на дилера возлагается обязанность раскрывать информацию об эмитенте и консультировать клиентов по вопросам приобретения тех или иных ценных бумаг.

Если финансовая компания совмещает дилерскую деятельность с брокерской деятельностью, то сделки, которые осуществляются по поручению клиентов, относительно ее дилерских сделок подлежат исполнению в приоритетном порядке во всех случаях.

8.4. Деятельность форекс-дилера

Деятельностью форекс-дилера признается деятельность по заключению от своего имени и за свой счет с физическими лицами, не являющимися индивидуальными предпринимателями, на неорганизованных торгах:

– договоров, которые являются производными финансовыми инструментами, обязанность сторон по которым зависит от изменения курса соответствующей валюты и (или) валютных пар и условием заключения которых является предоставление форекс-дилером физическому лицу, не являющемуся индивидуальным предпринимателем, возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного этим физическим лицом форекс-дилеру обеспечения;

– двух и более договоров, предметом которых является иностранная валюта или валютная пара, срок исполнения обязательств по которым совпадает, кредитор по обязательству в одном из которых является должником по аналогичному обязательству в другом договоре и условием заключения которых является предоставление форекс-дилером физическому лицу, не являющемуся индивидуальным предпринимателем, возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного этим физическим лицом форекс-дилеру обеспечения.

Договоры могут заключаться только в отношении валюты, которая имеет цифровой и буквенный коды, установленные федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по оказанию государственных услуг, управлению государственным имуществом в сфере технического регулирования и обеспечения единства измерений.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность форекс-дилера, именуется форекс-дилером. Форекс-дилер вправе осуществлять свою деятельность только после вступления в саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую форекс-дилеров, в порядке, установленном Федеральным законом от 13.06.2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка».

Деятельность форекс-дилера является исключительной. Форекс-дилер не вправе совмещать свою деятельность с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, а также с другой деятельностью.

Размер собственных средств форекс-дилера должен составлять не менее 100 млн руб. по состоянию на 01.09.2019 г.

Клиентами форекс-дилера могут быть следующие лица:

– физическое лицо, не являющееся индивидуальным предпринимателем (далее – клиент);

– брокер или управляющий, действующий за счет физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем.

Рамочным договором, заключаемым форекс-дилером с клиентом, должны быть определены общие условия обязательственных взаимоотношений сторон, которые

конкретизируются сторонами в отдельных договорах, заключаемых путем выставления форекс-дилером котировок и подачи клиентом заявок на основании и во исполнение рамочного договора. Соглашение, ограничивающее ответственность форекс-дилера, ничтожно.

Базовым стандартом по совершению операций на финансовом рынке при осуществлении деятельности форекс-дилера установлен перечень операций, подлежащих стандартизации:

– операции, связанные с исполнением отдельных договоров с клиентами на основании и во исполнение рамочного договора;

– выставление форекс-дилером котировок;

– подача клиентами заявок на заключение отдельных договоров;

– расчет размера обязательств клиента;

– предоставление клиентами обеспечения;

– проведение расчетов с клиентами.

Текст рамочного договора должен быть зарегистрирован в саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей форекс-дилеров.

Форекс-дилер до заключения рамочного договора с клиентом обязан получить от него подтверждение об ознакомлении и принятии рисков, связанных с заключением, исполнением и прекращением обязательств по рамочному договору и отдельным договорам.

Клиент предоставляет форекс-дилеру денежные средства, в т. ч. иностранную валюту, которые форекс-дилер учитывает на специальном разделе номинального счета клиента. Эти средства являются обеспечением исполнения обязательств перед форекс-дилером.

Соотношение размера обеспечения, предоставленного клиентом форекс-дилеру, и размера его обязательств не может быть меньше 1 : 50.

Форекс-дилер устанавливает в рамочном договоре минимальную величину соотношения размера, предоставленного клиентом обеспечения и размера его обязательств, при достижении которой срок исполнения обязательств сторон по всем отдельным договорам считается наступившим.

Денежные обязательства по договорам форекс-дилера с клиентом исполняются в безналичной форме.

Денежные средства, передаваемые клиентом – физическим лицом, не являющимся индивидуальным предпринимателем, форекс-дилеру, должны зачисляться с банковского счета указанного физического лица на номинальный счет форекс-дилера, открытый в банке, находящемся на территории Российской Федерации.

Если на номинальном счете форекс-дилера учитываются денежные средства, права на которые принадлежат нескольким клиентам – физическим лицам, не являющимся индивидуальными предпринимателями, то денежные средства каждого такого физического лица должны учитываться банком на специальных разделах номинального счета. Договором номинального счета обязанность по учету денежных средств бенефициаров – физических лиц не может быть возложена на форекс-дилера. Форекс-дилер для совершения операций по номинальному счету

указывает физическое лицо, не являющееся индивидуальным предпринимателем, денежные средства которого зачисляются на номинальный счет или списываются с номинального счета.

Форекс-дилер обязан вести учет всех заключаемых договоров и всех операций, совершаемых в связи с их исполнением, в порядке и сроки, которые установлены Банком России.

Форекс-дилер не имеет права:

1) заключать рамочные договоры, если текст рамочного договора не зарегистрирован саморегулируемой организацией в сфере финансового рынка, объединяющей форекс-дилеров;

2) заключать отдельные договоры без заявки клиента – физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем, которая должна содержать определенные рамочным договором параметры;

3) заключать в один период времени с разными контрагентами аналогичные отдельные договоры на разных условиях;

4) изменять в одностороннем порядке условия отдельного договора после его заключения;

5) расторгать в одностороннем порядке отдельный договор;

6) изменять условия котировки на покупку без соответствующего изменения условий котировки на продажу;

7) предоставлять займы клиентам – физическим лицам, не являющимся индивидуальными предпринимателями.

Форекс-дилер обязан иметь сайт в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, в электронный адрес которого включено доменное имя, права на которое принадлежат этому форекс-дилеру. Форекс-дилер на указанном сайте обязан раскрывать следующую информацию:

– порядок и условия определения форекс-дилером котировок, по которым заключаются отдельные договоры;

– об обобщенных финансовых результатах, полученных клиентами по заключенным с форекс-дилером договорам, с указанием соотношения количества счетов (специальных разделов номинального счета), на которых учитываются денежные средства указанных клиентов, получивших отрицательный финансовый результат, к количеству счетов, на которых учитываются денежные средства клиентов, получивших положительный финансовый результат;

– уведомление о рисках, возникающих при заключении, исполнении и прекращении договоров с форекс-дилером;

– зарегистрированный саморегулируемой организацией в сфере финансового рынка, объединяющей форекс-дилеров, текст рамочного договора, а также порядок заключения отдельных договоров и др.

Форекс-дилер обязан размещать на своем сайте базовый стандарт совершения операций на финансовом рынке, содержащий рамочный договор или вносимые в него изменения.

Брокер или управляющий, действующие за счет физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем, до заключения рамочного договора с форекс-дилером обязаны уведомить форекс-дилера о заключении договоров за счет клиента – физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем.

Заявка независимо от способа передачи форекс-дилеру должна содержать следующие обязательные существенные условия (параметры):

– Ф. И. О. клиента или индивидуальный логин/иной идентификатор, позволяющий однозначно определить, что заявка исходит от клиента;

– вид заявки;

– направление отдельного договора (покупка/продажа/открытие/закрытие позиции/направление опциона);

– базисный актив (валюта/валютная пара);

– объем отдельного договора/премия опциона;

– цена за единицу базисного актива или однозначные условия ее определения;

– срок действия заявки.

Заявки могут быть следующих видов:

– рыночная;

– отложенная.

Заявки клиентов могут быть исполнены в следующих режимах (рис. 30):

Рис. 30. Режимы исполнения заявок клиентов форекс-дилером

– *немедленное исполнение* осуществляется по цене, указанной в заявке. В случае, если форекс-дилер принимает цену, заявка будет исполнена. Если за время обработки заявки цена изменилась и форекс-дилер не может принять запрошенную цену, то происходит перекотирование (*requote*) – форекс-дилер выставляет цену, по которой может быть исполнена данная заявка. В случае согласия клиента на новую предложенную цену, а также в случае установки клиентом в дополнительных условиях заявки максимального отклонения цены от первоначально указанной и удовлетворения вновь предложенной ценой форекс-дилера, заявка исполняется, в иной ситуации вновь происходит перекотирование или заявка отклоняется (отменяется).

В случае, если клиент установил максимальное отклонение от первоначальной цены, указанной в заявке, курс (цена) заключения/исполнения отдельного договора (сделки) может отличаться от цены, указанной в заявке;

– *исполнение по запросу* осуществляется по цене, предварительно полученной от форекс-дилера. При этом на цену также может влиять желаемый объем отдельного договора. Перед отправкой рыночной заявки (с указанием желаемого объема и базисного актива) у форекс-дилера запрашивается цена ее исполнения. После ее получения клиент в течение времени, установленного форекс-дилером, подтверждает или отклоняет исполнение заявки по данной цене. По истечении времени, установленного форекс-дилером, предлагаемая цена становится недействительной, клиенту необходимо направлять новую заявку. В этом случае в заявке клиента цена отсутствует, итоговая цена (курс) заключения/исполнения отдельного договора (сделки) устанавливается форекс-дилером при условии согласия клиента;

– *исполнение по рынку*: решение о цене исполнения принимает форекс-дилер без дополнительного согласования с клиентом. Направление заявки в таком режиме подразумевает досрочное согласие клиента с ценой, по которой она будет исполнена.

В этом случае итоговая цена (курс) заключения/исполнения отдельного договора (сделки) устанавливается форекс-дилером. Итоговая цена (курс) исполнения заявки может отличаться от той, что клиент видел в ИТС (информационная торговая система) в момент направления заявки форекс-дилеру;

– *исполнение отложенных заявок* осуществляется в соответствии с условиями, установленными рамочным договором форекс-дилера.

Отложенные заявки на заключение/исполнение отдельного договора, условия подачи которых определяются форекс-дилером в рамочном договоре, бывают двух видов:

– *стоп-лосс* (*stop-loss*) – заявка на покупку по цене большей, чем текущий рыночный курс в момент ее выставления, либо заявка на продажу по цене меньшей, чем текущий рыночный курс в момент ее выставления;

– *тейк-профит* (*take-profit*) – заявка на покупку по цене меньшей, чем текущий рыночный курс в момент ее выставления, либо заявка на продажу по цене большей, чем текущий рыночный курс в момент ее выставления.

Форекс-дилер вправе изменять условия обслуживания в зависимости от типа счета и базисных активов (валют и (или) валютных пар):

– перечень котируемых и (или) торгуемых валют и контрвалют и (или) валютных пар, по которым форекс-дилер осуществляет выставление котировок и заключает отдельные договоры;

– начальное обеспечение;

– минимальный уровень обеспечения;

– вид отдельного договора;

– минимальный объем (размер) отдельного договора/открытой позиции;

– размеры комиссионных сборов за обслуживание счета/за заключение отдельных договоров;

– размер суммы (лота) торгуемой валюты;

– максимальный объем (размер) отдельного договора/открытой позиции;

– величину спреда.

Форекс-дилер обязан предоставлять клиенту информацию (отчеты) по результатам всех проведенных как торговых, так и неторговых операций по всем торговым счетам, открытым клиенту, не реже одного раза в месяц в течение 5 дней, следующих за датой формирования отчета.

8.5. Деятельность по управлению ценными бумагами

Деятельностью по управлению ценными бумагами признается деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Доверительный управляющий осуществляет от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительное управление переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

– ценными бумагами;

– денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, включая иностранную валюту;

– денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим.

Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего.

Значимость деятельности доверительных управляющих обусловлена значительным объемом финансовых ресурсов, обращаемых на рынке доверительного управления – примерно 7,0 трлн руб., в составе которых 1,5 трлн руб. в ВЭБе как

государственной корпорации, где сконцентрированы пенсионные накопления так называемых молчунов.

В соответствии с Базовым стандартом совершения управляющим операций на финансовом рынке стандартизации подлежат:

– определение инвестиционного профиля клиента;

– определение риска (фактического риска) клиента;

– осуществление прав по ценным бумагам, находящимся в доверительном управлении.

Инвестиционный профиль клиента определяется на основании следующих принципов (рис. 31).

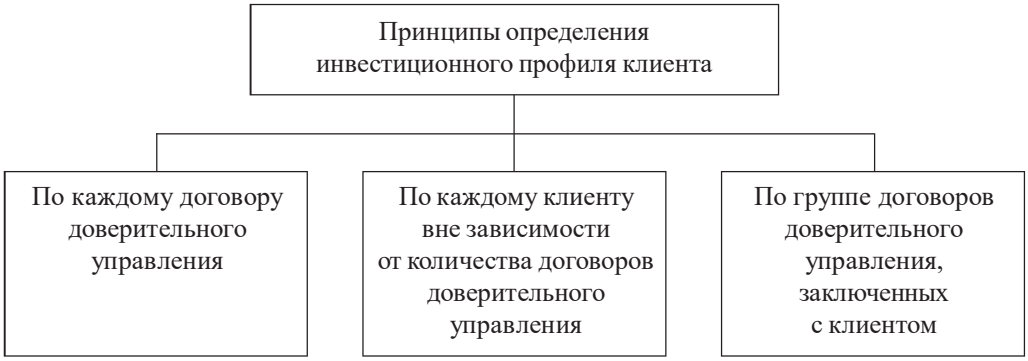


Рис. 31. Принципы определения инвестиционного профиля клиента доверительного управляющего

Инвестиционный профиль клиента определяется:

– как доходность от доверительного управления, на которую рассчитывает клиент (ожидаемая доходность);

– риск, который способен нести клиент (допустимый риск);

– период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск (инвестиционный горизонт).

При определении стратегии управления обязательным условием является факт отнесения клиента к *неквалифицированному* либо *квалифицированному* инвестору.

Доверительный управляющий определяет инвестиционный профиль *клиента – неквалифицированного инвестора* – на основании следующих данных (рис. 32).

Клиент – квалифицированный инвестор предоставляет доверительному управляющему информацию о предполагаемом сроке инвестирования и ожидаемой доходности, на основании которых управляющий определяет его инвестиционный профиль.

Доверительный управляющий может предложить *стандартную стратегию управления* неквалифицированному инвестору – физическому лицу, стандартный инвестиционный профиль которого будет определяться по каждой такой

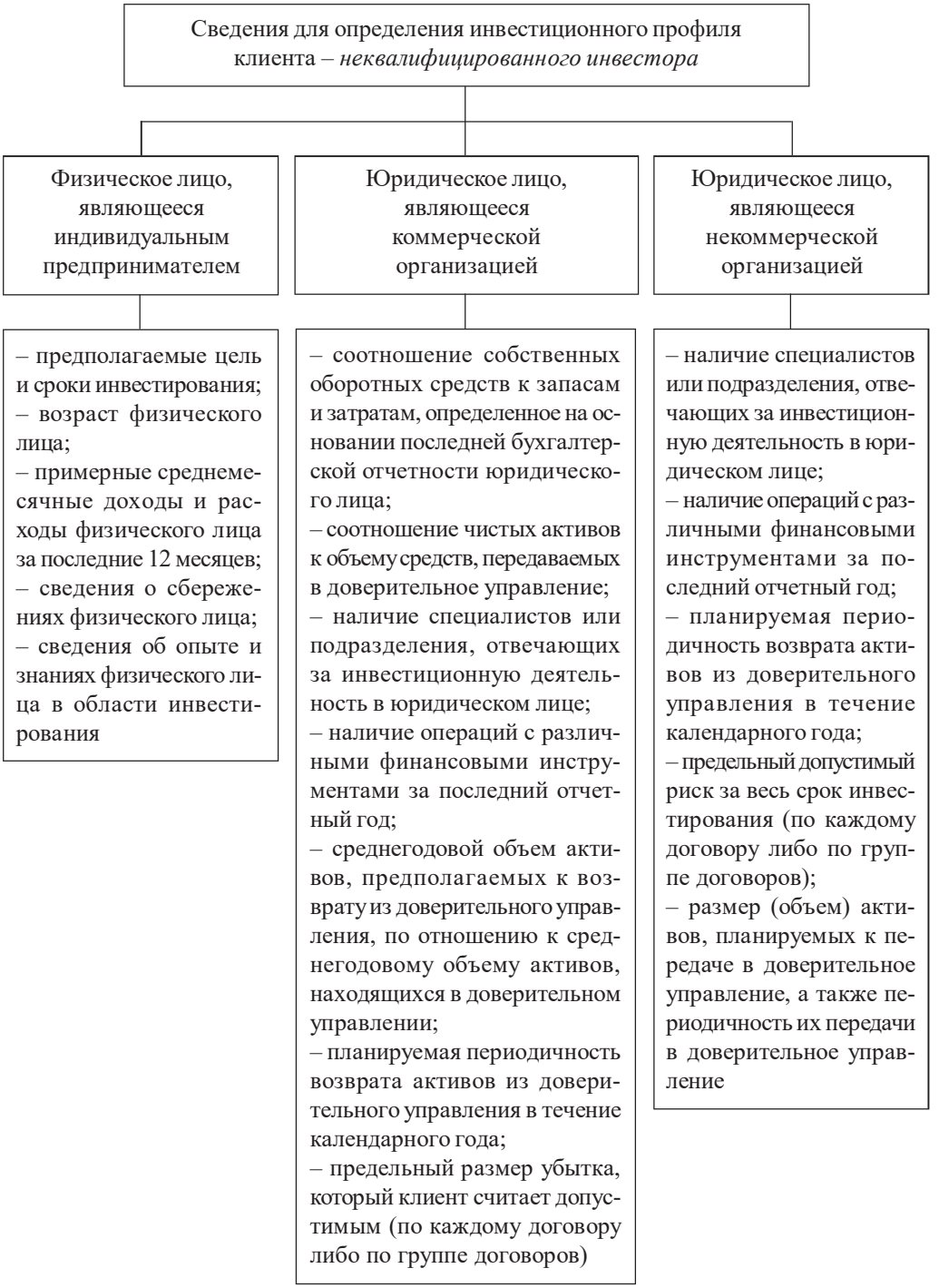


Рис. 32. Сведения, на основании которых определяется инвестиционный профиль клиента – неквалифицированного инвестора

стандартной стратегии управления, которая разрабатывается и утверждается внутренними документами управляющего и размещается на его официальном сайте.

Информация о стандартной стратегии управления содержит:

– цель инвестирования;

– предполагаемый возраст физического лица, которому может предлагаться данная стандартная стратегия управления;

– примерные среднемесячные доходы и примерные среднемесячные расходы за последние 12 месяцев физического лица, которому может предлагаться данная стандартная стратегия управления.

В процессе доверительного управления управляющий может осуществлять пересмотр инвестиционного профиля и стандартного инвестиционного профиля в связи с окончанием инвестиционного горизонта в случаях:

– изменения сведений о клиенте;

– изменения экономической ситуации в Российской Федерации;

– изменения ключевой ставки Банка России;

– внесения изменений в законодательство Российской Федерации;

– внесения изменений в Базовый стандарт совершения управляющим операций на финансовом рынке и др.

На рис. 33 представлена схема взаимодействия доверительного управляющего с учредителем управления.

Рис. 33. Взаимодействие управляющего с учредителем управления

При осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами доверительный управляющий обязан раскрыть информацию на своем официальном сайте, состав и объем которой установлен законодательными нормами, в частности:

– внутренние документы;

– стандартные стратегии управления;

– сведения о каждой стандартной стратегии управления, включая сведения об инвестиционном горизонте;

– описание рисков, связанных с каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления. Базовым стандартом совершения управляющим операций на финансовом рынке впервые введено понятие фактического риска. Управляющий должен определять фактический риск и сравнивать его с допустимым риском. Принципы определения фактического риска приведены на рис. 34;

– динамику средних отклонений доходности инвестиционных портфелей клиентов;

– информацию о вознаграждении управляющего в связи с доверительным управлением по каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления;

– информацию о расходах, связанных с доверительным управлением по каждой из предлагаемых стандартных стратегий управления.

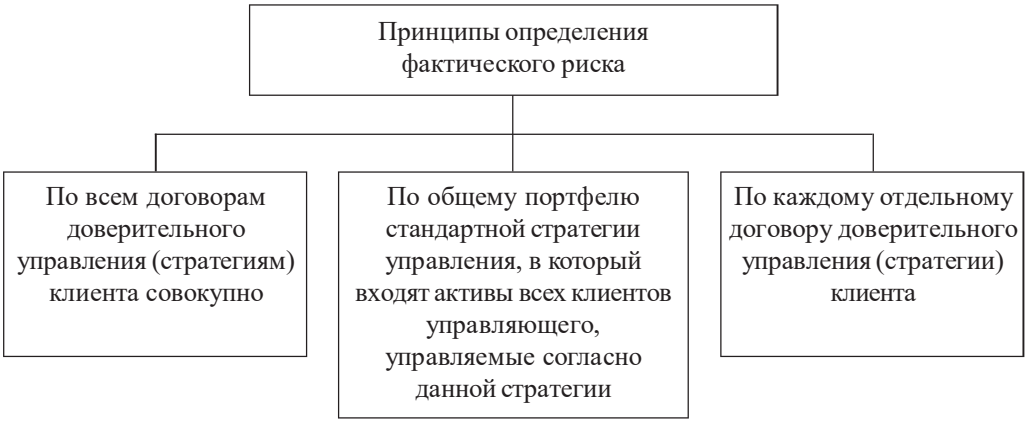


Рис. 34. Принципы определения фактического риска

Управляющий обязан принять меры по выявлению и контролю конфликта интересов с учредителем управления (выгодоприобретателем), а также предотвращению его последствий.

В случае, если меры, принятые управляющим по предотвращению последствий конфликта интересов, не привели к снижению риска причинения ущерба интересам клиента, управляющий обязан уведомить клиента об общем характере и (или) источниках конфликта интересов до начала совершения сделок, связанных с доверительным управлением имуществом клиента.

В случае, если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Управляющий вправе при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами приобретать клиенту (учредителю управления) ценные бумаги и иные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, только при условии, что клиент является квалифицированным инвестором.

Управляющий обязан:

– осуществлять управление ценными бумагами в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) в соответствии с законодательством Российской Федерации;

– проявлять должную заботливость об интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами;

– обособить ценные бумаги и денежные средства учредителя управления, находящиеся в доверительном управлении, а также полученные управляющим в процессе управления ценными бумагами, от имущества управляющего и имущества учредителя управления, переданного управляющему в связи с осуществлением им иных видов деятельности.

Для хранения денежных средств, находящихся в доверительном управлении, а также полученных управляющим в процессе управления ценными бумагами, управляющий обязан использовать отдельный банковский счет.

Для учета прав на ценные бумаги, находящиеся в доверительном управлении, в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг управляющий открывает отдельный лицевой счет управляющего, а если учет прав на ценные бумаги осуществляется в депозитарии, открывает отдельный счет депо управляющего.

На одном банковском счете управляющего могут учитываться денежные средства, передаваемые в доверительное управление разными учредителями управления, а также полученные в процессе управления ценными бумагами, при условии, что такое объединение денежных средств предусмотрено договорами доверительного управления, заключенными управляющим с учредителями управления.

При этом управляющий обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета денежных средств по каждому договору доверительного управления.

При прекращении договора доверительного управления по основаниям, предусмотренным гражданским законодательством Российской Федерации, управляющий обязан передать учредителю управления (выгодоприобретателю) принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления в порядке и в сроки, предусмотренные договором доверительного управления.

Управляющий обязан предоставлять учредителю управления отчет о деятельности управляющего по управлению ценными бумагами в сроки, предусмотрен-

ные договором доверительного управления. Отчет о деятельности управляющего, предоставляемый клиенту, должен содержать следующую информацию:

– сведения о динамике ежемесячной доходности инвестиционного портфеля клиента за весь период доверительного управления, если договором доверительного управления не предусмотрен иной период, включающий последние 12 месяцев, предшествующих дате, на которую составлен отчет;

– сведения о стоимости инвестиционного портфеля клиента, определенной на конец каждого месяца, за период доверительного управления, если договором доверительного управления не предусмотрен иной период, включающий последние двенадцать месяцев, предшествующих дате, на которую составлен отчет.

8.6. Деятельность по инвестиционному консультированию

Деятельностью по инвестиционному консультированию признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций.

Предоставление финансовыми посредниками информации об оказываемых услугах или выпущенных ими финансовых инструментах не является деятельностью по инвестиционному консультированию.

Инвестиционное консультирование осуществляется на основании договора (договор об инвестиционном консультировании).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по инвестиционному консультированию, именуется инвестиционным советником. Инвестиционным советником может быть либо юридическое лицо, которое создано в соответствии с законодательством Российской Федерации, либо индивидуальный предприниматель, являющиеся членами саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей инвестиционных советников, и включенные в единый реестр инвестиционных советников.

Инвестиционный советник, являющийся юридическим лицом, вправе совмещать свою деятельность с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельностью кредитной организации.

Инвестиционный советник обязан оказывать услуги по инвестиционному консультированию добросовестно, разумно и действовать в интересах клиента.

Инвестиционный советник предоставляет индивидуальные инвестиционные рекомендации клиенту в соответствии с его инвестиционным профилем.

Под *инвестиционным профилем* понимается информация о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для клиента риске убытков от таких операций, если клиент не является квалифицированным инвестором.

Для определения инвестиционного профиля клиента инвестиционный советник должен запросить у клиента необходимую информацию, однако он не обязан проверять ее достоверность.

Если клиент отказался представить информацию, инвестиционный советник не вправе предоставлять индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Инвестиционный советник несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей при оказании услуг по инвестиционному консультированию в соответствии с законодательством Российской Федерации и в рамках договора об инвестиционном консультировании.

Однако если клиент предоставил недостоверную информацию, то инвестиционный советник не несет ответственности за убытки, причиненные вследствие индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать:

– описание ценной бумаги и планируемой с ней сделки и (или) договора, являющегося производным финансовым инструментом, в отношении которых дается такая рекомендация;

– описание рисков, связанных с соответствующими ценной бумагой или производным финансовым инструментом, сделкой с ценной бумагой и (или) заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом;

– указание на наличие конфликта интересов у инвестиционного советника, имеющего место при оказании услуг, либо на его отсутствие.

При наличии у инвестиционного советника договоров с третьими лицами, предусматривающих вознаграждение за предоставление клиентам индивидуальных инвестиционных рекомендаций, инвестиционный советник обязан уведомить клиента о наличии таких договоров одновременно с предоставлением индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Прежде чем предоставить индивидуальную инвестиционную рекомендацию, член НАУФОР определяет *инвестиционный профиль клиента*, который должен содержать следующую информацию:

– доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами;

– период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск для клиента;

– допустимый риск возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, не являющийся квалифицированным инвестором.

Доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами, указывается им при определении инвестиционного профиля, однако она не гарантируется клиенту и у инвестиционного советника нет обязанности по ее достижению.

Допустимый риск возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, указывается им при опре-

делении инвестиционного профиля. Допустимый риск возможных убытков может быть выражен:

– в виде абсолютной величины;

– в виде относительной величины;

– в виде качественной оценки.

При определении допустимого риска возможных убытков используется следующая информация о *клиенте – физическом лице*:

– возраст;

– примерные среднемесячные доходы и примерные среднемесячные расходы за последние 12 месяцев;

– сведения о сбережениях;

– сведения об опыте и знаниях в области инвестирования и др.

При определении допустимого риска возможных убытков для *клиента – юридического лица* используется следующая информация:

– о соотношении собственных оборотных средств к запасам и затратам;

– о квалификации специалистов казначейства или иного подразделения, отвечающего за инвестиционную деятельность юридического лица;

– количество и объем операций с различными финансовыми инструментами за последний отчетный год и др.

После того как определен инвестиционный профиль клиента, профессиональный участник информирует об этом клиента, получает его согласие и ставит в известность о необходимости своевременно предоставлять информацию, нужную для определения инвестиционного профиля, в случае ее изменения.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация для клиента составляется:

– уполномоченным сотрудником инвестиционного советника (самим инвестиционным советником, если он зарегистрирован в качестве индивидуального предпринимателя);

– посредством программы автоконсультирования;

– посредством программы автоследования.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении ценных бумаг*, она должна включать в себя описание ценной бумаги и рекомендуемой с ней сделки:

– вид, категорию (тип) ценных бумаг;

– сведения, позволяющие идентифицировать ценные бумаги;

– сведения, позволяющие идентифицировать эмитента (лицо, обязанное по ценным бумагам);

– лицо, допустившее ценную бумагу к организованным торгам, и др.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении договора, являющегося производным финансовым инструментом*, она должна включать в себя описание такого договора и рекомендуемой сделки:

– вид, тип, разновидность договора;

– базисный актив договора;

– вторую сторону (место заключения) договора и др.

В обязательном порядке индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать в себя описание рисков, связанных с соответствующей ценной бумагой или производным финансовым инструментом и сделками с ними, сведения о наличии конфликта интересов, имеющих место при оказании услуг. Также в индивидуальную инвестиционную рекомендацию включается информация о виде платежей, связанных с ее исполнением, в т. ч. о вознаграждении брокера, управляющего, депозитария, регистратора, организатора торговли, клиринговой организации.

При заключении договора об инвестиционном консультировании профессиональный участник уведомляет получателя финансовых услуг об общих рисках операций на рынке ценных бумаг путем предоставления ему соответствующей декларации.

8.7. Депозитарная деятельность

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарий, осуществляющий расчеты по результатам сделок, совершенных на торгах организаторов торговли по соглашению с такими организаторами торговли и (или) с клиринговыми организациями, осуществляющими клиринг таких сделок, именуется *расчетным депозитарием*.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг.

На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

а) однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги;

б) порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;

в) срок действия договора;

г) размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;

д) форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;

е) обязанности депозитария.

Различают способы учета ценных бумаг и типы счетов для учета прав на ценные бумаги.

Депозитарий осуществляет учет ценных бумаг следующими способами:

– открытый способ учета;

– закрытый способ учета;

– маркированный способ учета (рис. 35).

Рис. 35. Способы учета ценных бумаг депозитарием

На основании депозитарного договора депозитарии могут открывать два типа счетов:

– предназначенные для учета прав на ценные бумаги;

– не предназначенные для учета прав на ценные бумаги.

К счетам, *предназначенным для учета прав на ценные бумаги*, относятся:

– счет депо владельца;

– счет депо доверительного управляющего;

– счет депо номинального держателя;

– счет депо иностранного номинального держателя;

– счет депо иностранного уполномоченного держателя;

– счет депо депозитарных программ;

– депозитный счет депо;

– казначейский счет депо эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам);

– торговые счета депо, которыми являются торговый счет депо владельца, торговый счет депо доверительного управляющего, торговый счет депо номинального держателя, торговый счет депо иностранного номинального держателя, торговый счет депо иностранного уполномоченного держателя, торговый казначейский счет депо эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам);

– клиринговый счет депо, к которому открываются следующие субсчета: субсчет депо владельца, субсчет депо доверительного управляющего, субсчет депо номинального держателя, субсчет депо иностранного номинального держателя, субсчет депо иностранного уполномоченного держателя, казначейский субсчет депо эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам);

– транзитный счет депо, открываемый в депозитариях, имеющих лицензию специализированного депозитария;

– счет депо инвестиционного товарищества.

К счетам, *не предназначенным для учета прав на ценные бумаги*, относятся:

– счет неустановленных лиц;

– эмиссионный счет;

– счет брокера, предназначенный для учета эмиссионных ценных бумаг при их размещении;

– счет клиентов номинальных держателей;

– счет ценных бумаг депонентов;

– обеспечительный счет ценных бумаг депонентов;

– счет документарных ценных бумаг (рис. 36).

В обязанности депозитария входят:

– регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;

– ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету;

– передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором.

Депозитарий несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, в том числе за полноту и правильность записей по счетам депо.

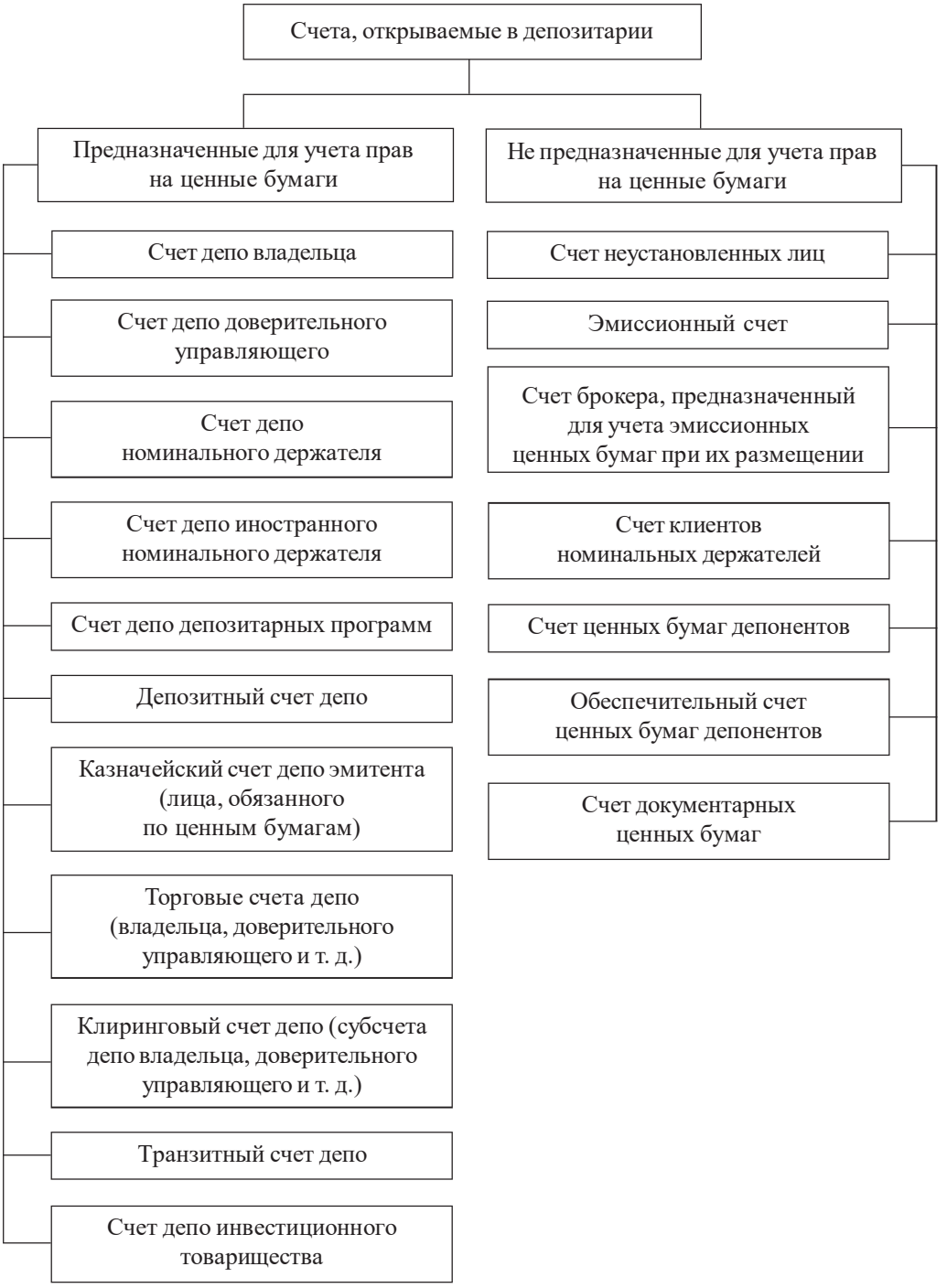


Рис. 36. Виды счетов, открываемых в депозитарии

Депозитарий может оказывать депоненту услуги, связанные с получением доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат.

В случае оказания депоненту услуг, связанных с получением доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат, денежные средства депонента должны находиться на отдельном банковском счете, открываемом депозитарием в кредитной организации (специальный депозитарный счет). Депозитарий обязан вести учет денежных средств каждого депонента, находящихся на специальном депозитарном счете, и отчитываться перед ним. На денежные средства депонента, находящиеся на специальном депозитарном счете, не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария. Депозитарий не вправе зачислять собственные денежные средства на специальный депозитарный счет, за исключением случаев их выплаты депоненту, а также использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном депозитарном счете.

Депозитарии, осуществляющие учет прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, вправе зачислять указанные ценные бумаги на счет депо владельца, только если последний является квалифицированным инвестором.

В связи с различными сочетаниями функций, выполняемых депозитариями, в зарубежной и российской практике распространено деление депозитариев на расчетные и кастодиальные (специализированные) (рис. 37).

Рис. 37. Классификация депозитариев по видам обслуживаемых участников рынка ценных бумаг

Отличия расчетного депозитария от кастодиального обусловлены тем, что он обслуживает в первую очередь участников организованных торговых систем (бирж и организаторов торговли) и сочетает свою деятельность с участием в расчетах по сделкам с ценными бумагами. Такие расчеты он может осуществлять самостоятельно или во взаимодействии с клиринговыми и расчетными организациями. Учредителями и клиентами расчетного депозитария, как правило, могут являться лишь профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые хранят в депозитарии собственные ценные бумаги и ценные бумаги своих клиентов.

Услуги расчетного депозитария стандартизированы и не предполагают индивидуального подхода к клиенту. По аналогии с торговыми системами, расчетные депозитарии являются бесприбыльными организациями, доходы которых идут на покрытие издержек по оказанию соответствующих услуг. Классическим примером расчетного депозитария является Депозитарно-трастовая компания (DTC), обслуживающая рынок корпоративных ценных бумаг США, и Национальный расчетный депозитарий (НРД), обслуживающий участников торгов российских бирж.

Как правило, *к услугам расчетного депозитария* относят:

– обеспечение «поставки» ценных бумаг, в т. ч. помещенных в хранилище при документарной их форме, от продавца к покупателю путем записей по счетам депо;

– учет информации об обременении ценных бумаг обязательствами;

– получение от эмитента доходов по ценным бумагам, их распределение и перечисление на денежные счета клиентов.

Основу кастодиальной деятельности составляет обеспечение достоверной фиксации прав клиента на ценные бумаги во внутреннем учете кастодиана, а также соответствия позиции кастодиана как номинального держателя в расчетном депозитарии или реестре. Главной задачей кастодиана является предоставление клиенту комплекса персонифицированных услуг, связанных с обеспечением сохранности прав на его ценные бумаги, реализацией прав, ими удостоверяемых, а также исполнением сделок с ценными бумагами. К *основным функциям кастодиана* обычно относятся:

– отражение в учете результатов расчетов по сделкам на основе данных расчетных депозитариев и клиринговых систем;

– осуществление перерегистрации в реестре или расчетном депозитарии на имя покупателя или кастодиана;

– сбор и выплата дивидендов, процентов и других доходов по ценным бумагам;

– обеспечение клиента информацией от эмитента, адресованной владельцам ценных бумаг;

– голосование на собраниях акционеров по доверенности, выданной клиентом;

– обслуживание корпоративных действий эмитента (дробление, конвертация, погашение ценных бумаг и т. п.);

– удержание и уплата налогов, отслеживание изменений налогового законодательства и т. д.

С развитием международного рынка ценных бумаг выделилась группа глобальных кастодианов (Кредит Свисс, Чейз Манхэттен, АБН АМРО и т. д.), основными потребителями услуг которых становятся не сами инвесторы, а региональные кастодианы конкретной страны или группы стран.

В настоящее время на мировом рынке существует тенденция к сочетанию функций расчетных и кастодиальных депозитариев – как отражение потребностей рынка к сокращению операционных расходов.

В России специализированные депозитарии взаимодействуют с управляющими компаниями коллективных форм инвестирования и на основании лицензии, выданной регулирующим органом, выполняют функцию учета и хранения имущества, принадлежащего акционерным инвестиционным фондам, паевым инвестиционным фондам, негосударственным пенсионным фондам.

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением управляющей компанией нормативно-законодательных актов по отношению к имуществу фонда. В случае нарушений со стороны управляющей компании специализированный депозитарий обязан не принимать к исполнению поручения и должен обратиться в регулирующий орган с описанием состава нарушений. Специализированный депозитарий несет ответственность за убытки в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения им своих обязанностей.

Отдельного внимания заслуживают так называемые брокерские депозитарии, которые ведут свой собственный учет прав собственности на ценные бумаги. Он ничем не отличается от депозитарного. В то же время брокерский депозитарий более исполнительный, быстрее реагирует на потребности брокерского бизнеса, способствует организации и исполнению различных нестантартных, непростых ситуаций. Поэтому в настоящее время в России функционируют около 600 депозитариев, большая часть которых принадлежит брокерам и банкам, имеющим лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг. Деятельность брокерских депозитариев порождает ряд проблем:

– значимые финансовые затраты на содержание депозитария, в том числе на покупку и поддержание программного обеспечения, обеспечение каналов связи и электронного документооборота с Центральным депозитарием, Национальным расчетным депозитарием, клиентами;

– необходимость наличия в штате специалистов финансового рынка, имеющих аттестаты на осуществление депозитарной деятельности;

– увеличение регуляторной нагрузки на брокерско-дилерские компании в связи с усилившейся деятельностью мегарегулятора по изменению законодательства;

– реализуемая в последние годы реформа корпоративных действий, которая вносит коррективы в функционал учетной системы прав собственности на ценные бумаги;

– выполнение функций налогового агента;

– необходимость составления и представления государственным органам большого объема статистической отчетности.

Одним из путей решения названных проблем можно считать передачу депозитарной деятельности от брокера или банка крупному кастодиану на условиях аутсорсинга, что будет способствовать, в свою очередь, развитию качественных кастодиальных сервисов.

8.8. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются: сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг.

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг имеют право заниматься только юридические лица.

Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются держателями реестра (регистраторами).

Регистратор не вправе совершать сделки с ценными бумагами эмитента, реестр владельцев которых он ведет.

Под *системой ведения реестра* владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

Для ценных бумаг на предъявителя система ведения реестра владельцев ценных бумаг не ведется.

Реестр владельцев ценных бумаг – формируемая на определенный момент времени система записей о лицах, которым открыты лицевые счета (зарегистрированных лицах), записей о ценных бумагах, учитываемых на указанных счетах, записей об обременении ценных бумаг и иных записей в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Регистратор открывает зарегистрированным лицам следующие виды лицевых счетов:

1) *счет владельца*, на котором осуществляется учет прав собственности и иных вещных прав на ценные бумаги;

2) *счет доверительного управляющего*, на котором осуществляется учет прав управляющего в отношении ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении;

3) *счет номинального держателя*, на котором осуществляется учет прав на ценные бумаги, в отношении которых депозитарий (номинальный держатель) не является их владельцем и осуществляет их учет в интересах своих депонентов;

4) *депозитный счет*, на котором осуществляется учет прав на ценные бумаги, переданные в депозит нотариуса или суда. Лицо, которому открыт депозитный лицевой счет, включается в список зарегистрированных лиц, составляемый для осуществления права на получение доходов и иных выплат по ценным бумагам;

5) *казначейский счет эмитента* (лица, обязанного по ценным бумагам), где осуществляется учет прав эмитента на выпущенные (выданные) им ценные бумаги;

6) иные счета, предусмотренные федеральными законами.

Владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила представления информации в систему ведения реестра.

Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом-эмитентом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Регистратор заключает с эмитентом договор на ведение реестра его именных ценных бумаг, в котором оговаривает основные и дополнительные условия.

К основным условиям относятся:

– ведение реестра по всем выпускам ценных бумаг эмитента;

– оказание услуг, предусмотренных договором на ведение реестра, на основе принятой регистратором технологии учета и используемого им программного обеспечения;

– выполнение всех типов операций в установленные им сроки;

– предоставление (на основании письменного запроса эмитента) списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;

– предоставление (на основании письменного запроса эмитента) списка лиц, имеющих право на получение доходов по ценным бумагам;

– обеспечение сохранности и конфиденциальности информации, содержащейся в реестре;

– обеспечение сохранности реестра, включая все документы, на основании которых осуществлялись операции в реестре.

К дополнительным условиям относятся:

– организация выплаты доходов по ценным бумагам;

– организация и проведение общих собраний акционеров;

– оказание консультационных услуг эмитенту в пределах полномочий регистратора.

Держатель реестра владельцев ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, вправе зачислять указанные ценные бумаги на лицевой счет владельца, только если он является квалифицированным инвестором либо не является квалифицированным инвестором, но приобрел указанные ценные бумаги в результате универсального правопреемства, конвертации, в том числе при реорганизации, распределении имущества ликвидируемого юридического лица и в иных случаях, установленных регулирующим органом по рынку ценных бумаг.

Номинальный держатель ценных бумаг – депозитарий, на лицевом счете (счете депо) которого учитываются права на ценные бумаги, принадлежащие иным лицам.

Данные о номинальном держателе ценных бумаг подлежат внесению в систему ведения реестра держателем реестра по поручению владельца или номинального держателя ценных бумаг, если последние лица зарегистрированы в этой системе ведения реестра.

Внесение имени номинального держателя ценных бумаг в систему ведения реестра, а также перерегистрация ценных бумаг на имя номинального держателя не влекут за собой переход права собственности и (или) иного вещного права на ценные бумаги к последнему. Ценные бумаги клиентов номинального держателя ценных бумаг не подлежат взысканию в пользу кредиторов последнего.

Операции с ценными бумагами между владельцами ценных бумаг одного номинального держателя ценных бумаг не отражаются у держателя реестра или депозитария, клиентом которого он является.

Номинальный держатель в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица, *обязан*:

– совершать все необходимые действия, направленные на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам;

– осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению лица, в интересах которого он является номинальным держателем ценных бумаг, и в соответствии с договором, заключенным с этим лицом;

– осуществлять учет ценных бумаг, которые он держит в интересах других лиц, на раздельных забалансовых счетах и постоянно иметь на раздельных забалансовых счетах достаточное количество ценных бумаг в целях удовлетворения требований лиц, в интересах которых он держит эти ценные бумаги.

На рис. 38 представлена схема учета прав собственности на именные ценные бумаги, осуществляемого регистратором по договору с эмитентом.

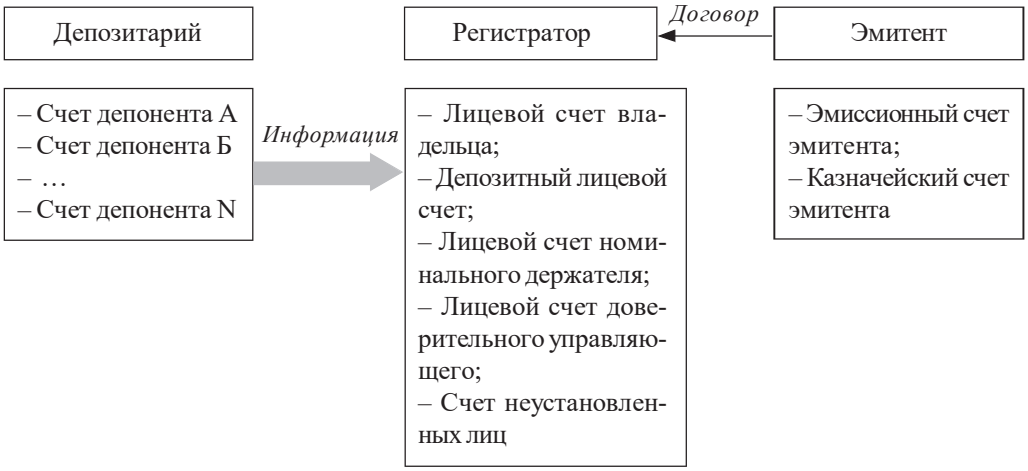


Рис. 38. Схема учета прав собственности на именные ценные бумаги, осуществляемого регистратором по договору с эмитентом

Эмитент, поручивший ведение системы ведения реестра регистратору, один раз в год может требовать у последнего предоставления реестра за вознаграждение, не превышающее затраты на его составление, а регистратор обязан предоставить реестр за это вознаграждение. В остальных случаях размер вознаграждения определяется договором эмитента и регистратора.

Держатель реестра имеет право взимать с зарегистрированных лиц плату за проведение операций по лицевым счетам и за предоставление информации из реестра. Держатель реестра не вправе взимать плату в виде процента от стоимости ценных бумаг, в отношении которых проводится операция по лицевому счету. Максимальная плата, взимаемая держателем реестра с зарегистрированных лиц за проведение операций по лицевым счетам и за предоставление информации из реестра, и (или) порядок ее определения устанавливаются Банком России.

При размещении ценных бумаг выписка из реестра предоставляется владельцу ценных бумаг бесплатно.

Лицу, допустившему ненадлежащее исполнение порядка поддержания системы ведения и составления реестра и нарушение форм отчетности (эмитенту, регистратору, депозитарию, владельцу), может быть предъявлен иск о возмещении ущерба (включая упущенную выгоду), возникшего из невозможности осуществить права, закрепленные ценными бумагами.

Держатель реестра обязан по требованию владельца или лица, действующего от его имени, а также номинального держателя ценных бумаг предоставить выписку из системы ведения реестра по его лицевому счету в течение пяти рабочих дней. Владелец ценных бумаг не имеет права требовать включения в выписку из системы ведения реестра не относящейся к нему информации, в том числе информации о других владельцах ценных бумаг и количестве принадлежащих им ценных бумаг.

Выпиской из системы ведения реестра является документ, выдаваемый держателем реестра с указанием владельца лицевого счета, количества ценных бумаг каждого выпуска, числящихся на этом счете в момент выдачи выписки, фактов их обременения обязательствами, а также иной информации, относящейся к этим бумагам.

Выписка из системы ведения реестра должна содержать отметку о всех ограничениях или фактах обременения ценных бумаг, на которые выдается выписка, обязательствами, зафиксированных на дату составления в системе ведения реестра.

Лицо, выдавшее указанную выписку, несет ответственность за полноту и достоверность сведений, содержащихся в ней. Все выписки, выданные держателем реестра после даты прекращения действия договора с эмитентом, недействительны.

Права и обязанности держателя реестра, порядок осуществления деятельности по ведению реестра определяются действующим законодательством и договором, заключенным между регистратором и эмитентом.

Держатель реестра обязан:

– открыть каждому владельцу, изъявившему желание быть зарегистрированным у держателя реестра, а также номинальному держателю ценных бумаг лице-

вой счет в системе ведения реестра на основании уведомления об уступке требования или распоряжения о передаче ценных бумаг, а при размещении эмиссионных ценных бумаг – на основании уведомления продавца ценных бумаг;

– вносить в систему ведения реестра все необходимые изменения и дополнения;

– производить операции на лицевых счетах владельцев и номинальных держателей ценных бумаг только по их поручению;

– доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставляемую эмитентом;

– предоставлять зарегистрированным в системе ведения реестра владельцам и номинальным держателям ценных бумаг, владеющим более 1 % голосующих акций эмитента, данные из реестра об имени (наименовании) зарегистрированных в реестре владельцев и о количестве, категории и номинальной стоимости принадлежащих им ценных бумаг;

– информировать зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев и номинальных держателей ценных бумаг о правах, закрепленных ценными бумагами, и о способах и порядке осуществления этих прав;

– строго соблюдать порядок передачи системы ведения реестра при расторжении договора с эмитентом.

В случае прекращения действия договора по поддержанию системы ведения реестра между эмитентом и регистратором последний передает другому держателю реестра, указанному эмитентом, информацию, полученную от эмитента, все данные и документы, составляющие систему ведения реестра, а также реестр, составленный на дату прекращения действия договора. Передача производится в день расторжения договора.

При замене держателя реестра эмитент дает объявление об этом в средствах массовой информации или уведомляет всех владельцев ценных бумаг письменно за свой счет.

В случае, если регистратор осуществляет ведение реестра владельцев ценных бумаг, не являющихся эмиссионными ценными бумагами, в том числе инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, ипотечных сертификатов участия, он обязан соблюдать требования по ведению указанного реестра, установленные в соответствии с законодательством.

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг, вправе привлекать для выполнения части своих функций, предусмотренных настоящим Федеральным законом, иных регистраторов, депозитариев и брокеров (трансфер-агентов).

Трансфер-агенты действуют от имени и за счет регистратора на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с регистратором, а также выданной им доверенности.

При осуществлении своей деятельности трансфер-агенты обязаны указывать, что они действуют от имени и по поручению регистратора, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этим регистратором.

В случаях, предусмотренных договором и доверенностью, трансфер-агенты вправе:

1) принимать документы, необходимые для проведения операций в реестре;

2) передавать зарегистрированным и иным лицам выписки по лицевым счетам, уведомления и иную информацию из реестра, которые предоставлены регистратором.

Трансфер-агенты обязаны:

1) принимать меры по идентификации лиц, подающих документы, необходимые для проведения операций в реестре;

2) обеспечивать доступ регистратора к своей учетной документации по его требованию;

3) соблюдать конфиденциальность информации, полученной в связи с осуществлением функций трансфер-агента;

4) осуществлять проверку полномочий лиц, действующих от имени зарегистрированных лиц;

6) соблюдать иные требования, установленные нормативными актами Банка России.

Течение срока проведения операции в реестре (срока для отказа в проведении операции в реестре) начинается с момента приема трансфер-агентом документов для проведения операции в реестре.

Регистратор и трансфер-агент обязаны при взаимодействии друг с другом осуществлять обмен информацией и документами в электронной форме.

8.9. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)

Клиринговая деятельность – это деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке Банком России.

Под клиринговой услугой понимается услуга по осуществлению клиринга. *Участник клиринга* – лицо, которому клиринговая организация оказывает клиринговые услуги на основании заключенного с ним договора об оказании клиринговых услуг. *Клиринг* – определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовка документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств, а также обеспечение исполнения таких обязательств. Юридическое лицо, имеющее право осуществлять клиринговую деятельность на основании лицензии на осуществление клиринговой деятельности, называется *клиринговой организацией*.

Клиринговая организация обязана разработать и утвердить *правила клиринга* – документ, содержащий условия договора об оказании клиринговых услуг и требования к участникам клиринга, которые регистрируются в Банке России.

Правила клиринга должны содержать:

– требования к участникам клиринга, в том числе порядок приостановления и прекращения допуска участников клиринга к клиринговому обслуживанию;

– указание на то, что клиринг осуществляется без участия центрального контрагента и (или) с участием центрального контрагента;

– порядок и условия допуска обязательств к клирингу;

– порядок проведения клиринга, в том числе порядок и условия включения обязательств в клиринговый пул (исключения обязательств из клирингового пула);

– права и обязанности клиринговой организации, участников клиринга и лица, осуществляющего функции центрального контрагента;

– порядок исполнения обязательств по итогам клиринга;

– способы обеспечения исполнения обязательств, допущенных к клирингу, в случае использования такого обеспечения;

– в случае использования торговых и (или) клиринговых счетов – виды торговых и (или) клиринговых счетов и порядок совершения операций по ним;

– перечень используемых клиринговой организацией форм внутреннего учета обязательств, допущенных к клирингу, форм внутреннего учета имущества, предназначенного для исполнения таких обязательств, и имущества, являющегося предметом обеспечения, в том числе индивидуального и коллективного клирингового обеспечения (клиринговых регистров, разделов клиринговых регистров и иных форм внутреннего учета), их назначение, а также порядок их ведения;

– условия страхования ответственности лица, осуществляющего функции центрального контрагента, по обязательствам, допущенным к клирингу, если указанная ответственность застрахована;

– порядок представления клиринговой организацией участникам клиринга отчетов по итогам клиринга;

– адрес сайта в сети Интернет, на котором осуществляется раскрытие информации клиринговой организацией;

– описание мер, направленных на управление рисками при осуществлении клиринга;

– размер и порядок оплаты услуг клиринговой организации и др.

Функции клиринга представлены на рис. 39.

Процесс клиринга и расчетов проходит несколько последовательных этапов.

Э т а п 1. Совершение биржевой сделки, которую осуществляют брокеры на основании приказов своих клиентов. Заключение сделки не является клирингом, а служит основой для проведения клиринговых процедур.

Э т а п 2. Сверка условий сделки, в процессе которой сопоставляются параметры совершенной операции по объему, ценам и другим существенным условиям. Сверка заключается в сопоставлении документов, представленных сторонами, заключившими сделку по купле-продаже ценных бумаг. Если в ходе проверки выявились расхождения, то производятся уточнение и корректировка параметров сделки.

Э т а п 3. После того как установлено, что все условия сделки между сторонами совпадают, производится регистрация сделки.

Рис. 39. Функции клиринга

Э т а п 4. Направление участникам сделки подтверждения о совершенной сделке.

Э т а п 5. Вычисление взаимных требований, которое заключается в определении количества и видов купленных (проданных) ценных бумаг, суммы платежа за ценные бумаги, а также комиссионных вознаграждений бирже, расчетной палате, брокерам и др.

Э т а п 6. Проведение многостороннего зачета. В течение торговой сессии заключаются сотни и тысячи операций по купле-продаже ценных бумаг. Инвестор, купив ценные бумаги, может тут же перепродать их, не дожидаясь перерегистрации ценных бумаг на свое имя. Информация по сделкам накапливается и поступает в клиринговый центр, который производит вычисления и определяет объем требований и обязательств по каждому участнику.

Э т а п 7. Поставка ценных бумаг продавцом и перечисление денежных средств покупателем для исполнения сделки (реализация принципа «поставка против платежа»).

Э т а п 8. Перечисление денежных средств продавцу.

Э т а п 9. Подготовка передаточного распоряжения расчетному депозитарию о списании ценных бумаг со счета продавца и зачисление их на счет покупателя.

Э т а п 10. Получение покупателем выписки с торгового счета депо о принадлежащих ему ценных бумагах.

Этапы проведения клиринга и расчетов представлены на рис. 40.

В зависимости от способа зачета и исполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами клиринговая деятельность делится: на простой, многосторонний и централизованный клиринг.

Простой клиринг – порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором контроль наличия на счетах участников клиринга необходимого

Рис. 40. Этапы проведения клиринга и расчетов

количества ценных бумаг и денежных средств, а также расчеты между участниками клиринга производятся по каждой сделке.

Сущность простого клиринга формулируется как принцип расчетов «сделка за сделкой».

Многосторонний клиринг – порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором операции с совокупностью сделок с наступившим на данный день сроком исполнения (т. е. со сделками, составляющими *клиринговый пул*) производятся между участниками клиринга по итогам взаимозачета по всем совершенным, подтвержденным и обеспеченным необходимым количеством ценных бумаг и денежных средств сделкам.

В результате проведения взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду финансовых инструментов и по денежным средствам выявляются участники, имеющие короткие позиции (нетто-должники) и длинные позиции (нетто-кредиторы).

Процесс определения позиций участников торговли называется *неттингом*, который осуществляется как во время биржевой сессии, так и после ее завершения.

Клиринговая организация при этой схеме выступает как организатор расчетов, т. е. она будет перечислять средства кредиторам только после получения средств от должников.

Централизованный клиринг предусматривает, что клиринговая организация обязуется закрыть все длинные позиции вне зависимости от того, получит ли она денежные средства от участников короткой позиции, т. е. принимает на себя функции гаранта исполнения расчетов. В соответствии с действующим законодательством эти функции выполняет центральный контрагент. *Центральный контрагент* – юридическое лицо, которое является одной из сторон заключаемых договоров, обязательства из которых подлежат включению в клиринговый пул, имеет лицензию небанковской кредитной организации на осуществление банковских операций, а также лицензию на осуществление клиринговой деятельности и которому присвоен статус центрального контрагента. Он выступает единым кредитором для всех должников и единым должником для всех кредиторов. Участники, занимающие короткие позиции, производят платежи в пользу клиринговой организации, которая закрывает длинные позиции участников за счет поступивших средств, а при их недостатке – за счет собственных ресурсов. Для выполнения принятых на себя обязательств клиринговая организация формирует гарантийный фонд за счет взносов участников клиринга и иных лиц. Лицо, не исполнившее или ненадлежащим образом исполнившее обязательство по внесению такого взноса, обязано возместить убытки, причиненные клиринговой организации, лицу, осуществляющему функции центрального контрагента, иным участникам клиринга. Гарантийный фонд должен быть обособлен от имущества клиринговой организации на клиринговом счете. Правила клиринга могут предусматривать создание нескольких гарантийных фондов. Различные гарантийные фонды могут находиться на одном клиринговом счете.

В зависимости от способа обеспечения исполнения допущенных к клирингу обязательств различают *индивидуальное* клиринговое обеспечение и *коллективное* клиринговое обеспечение.

Клиринг в зависимости от порядка зачисления ценных бумаг и денежных средств на торговые счета депо и денежные счета подразделяется на три вида:

– с полным обеспечением;

– с частичным обеспечением;

– без обеспечения.

Клиринг с полным обеспечением (*депонированием*) – это порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором участники клиринга имеют право совершать сделки только в пределах количества ценных бумаг и денежных средств, зачисленных ими до начала торгов на торговые счета.

При *клиринге с частичным обеспечением* (*депонированием*) участники клиринга имеют право совершать сделки в определенных пределах (лимитах), величина которых зависит от оценочной стоимости ценных бумаг (устанавливаемой клиринговой организацией) и объема денежных средств, переведенных ими до начала торгов на торговые счета.

При *клиринге без предварительного обеспечения* участники клиринга имеют право совершать сделки без предварительного зачисления на свои торговые счета ценных бумаг и денежных средств.

В процессе осуществления клиринговой деятельности возникают как операционные, так и специфические риски, присущие именно клирингу.

К *операционным рискам* клиринговой организации относятся:

– риск получения недостоверных данных на всех этапах получения и обработки информации;

– риск несанкционированного доступа и использования информации;

– риск использования конфиденциальной информации об участниках клиринга и сделках с ценными бумагами;

– риск неисполнения или ненадлежащего исполнения клиринговой организацией своих обязательств перед участниками клиринга.

К *специфическим рискам* клиринговой деятельности относятся:

– риск ликвидности – риск задержки исполнения сделки в течение конкретного периода времени, в результате которой у добросовестной стороны по сделке могут возникнуть дополнительные расходы по привлечению средств для исполнения обязательств перед третьими лицами;

– системный риск – риск цепочки неплатежей в результате неисполнения обязательств по сделке или сделкам;

– риск неисполнения сделок с ценными бумагами, который включает:

– риск потери основной суммы, вовлеченной в сделку добросовестным участником;

– риск убытков вынужденного возмещения, вызванный отменой сделки и связанный с тем, что пострадавшая сторона не может, в свою очередь, исполнить собственные обязательства перед третьими лицами без потерь для себя;

– риск упущенной финансовой выгоды платежеспособного участника сделки, ожидавшего получения прибыли по неисполненной сделке или вынужденного повторно проводить операции с данным пакетом ценных бумаг на изменившихся в худшую сторону условиях.

Клиринговая организация и центральный контрагент обязаны организовать систему управления рисками, связанными с осуществлением клиринговой деятельности или функций центрального контрагента и операций с собственным имуществом, которая должна соответствовать объему и характеру операций, совершаемых клиринговой организацией и центральным контрагентом. Для организации системы управления рисками клиринговая организация обязана иметь *комитет по рискам*, не менее половины состава которого должны составлять представители участников клиринга. В случае осуществления клиринга с участием центрального контрагента не менее 2/3 комитета по рискам должны составлять представители участников клиринга. В состав комитета по рискам должны входить *представители участников клиринга*, *независимые члены Совета директоров* (наблюдательного совета) и *представители клиентов* участников клиринга.

8.10. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг

Под организатором торговли понимается лицо, которое оказывает услуги по проведению организованных торгов на товарном либо финансовом рынке на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы, которую выдает Банк России.

Организованные торги проводятся на регулярной основе по тем правилам, которые разрабатываются организатором торговли. Они предусматривают порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи ценных бумаг, договоров РЕПО и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Организованные торги, которые проводит биржа, называются *биржевыми торгами*.

Биржей является организатор торговли, имеющий лицензию биржи. Биржей может являться только акционерное общество.

Участниками *организованных торгов ценными бумагами* являются брокеры, дилеры, управляющие, которые имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Кроме них, участниками организованных торгов могут быть управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, центральный контрагент, а также Банк России.

Участниками организованных торгов, на которых заключаются *договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами*, могут быть допущены Банк России, центральный контрагент, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, а также дилеры, управляющие, брокеры, которые имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг.

Участник торгов вправе подать заявку с указанием клирингового брокера. *Клиринговый брокер* – участник клиринга, который является стороной по договорам, заключенным на основании заявок, поданных не в его интересах другим лицом – участником организованных торгов.

Для поддержания ликвидности ценных бумаг на организованных торгах необходимым участником является *маркет-мейкер*, который принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения, объема торгов финансовыми инструментами на условиях, установленных договором между ним и организатором торговли.

Организатор торговли разрабатывает и регистрирует в Банке России *Правила организованных торгов*, в которых содержатся:

– требования к участникам торгов;

– требования к способам и периодичности идентификации участников торгов;

– указание времени или порядок определения времени проведения торгов;

– порядок допуска лиц к участию в организованных торгах;

– основания и порядок начала, приостановления или прекращения заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, договоров РЕПО;

– правила листинга (делистинга) ценных бумаг;

– порядок и условия подачи заявок, в том числе заявок, в которых указывается клиринговый брокер;

– порядок установления соответствия заявок друг другу, включая признаки, по которым это соответствие определяется, и порядок фиксации такого соответствия;

– наименование клиринговой организации, если по итогам организованных торгов осуществляется клиринг;

– указание на то, что клиринг по итогам организованных торгов осуществляется без участия центрального контрагента и (или) с участием центрального контрагента, а также наименование лица, осуществляющего функции центрального контрагента;

– порядок заключения на организованных торгах договоров, в том числе договоров с участием центрального контрагента;

– указание последствий подачи заявок и заключения договоров на организованных торгах с нарушением правил организованных торгов, в том числе в результате сбоев и (или) ошибок программно-технических средств, сбоев в работе информационно-коммуникационных средств связи, с помощью которых обеспечивается проведение организованных торгов;

– указание случаев и порядок приостановки, прекращения и возобновления организованных торгов;

– требования к маркет-мейкерам и порядку осуществления ими своих функций и обязанностей, если выполнение функций и обязанностей маркет-мейкерами предусмотрено правилами организованных торгов.

Важнейшей функцией любого организатора торговли является *листинг ценных бумаг*, т. е. процесс их допуска к организованным торгам. Листинг ценных бумаг представляет собой их отбор для включения в котировальный список с учетом их инвестиционных качеств: доходности, надежности, ликвидности. Листинг проходят все ценные бумаги, которые обращаются на организованных торгах. Например, на ПАО «Московская биржа» осуществляется листинг акций, облигаций (в том числе биржевых), государственных, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, облигаций с ипотечным покрытием и др.

Каждый организатор торговли разрабатывает свои правила осуществления листинга и ключевые требования к эмитентам ценных бумаг. В качестве примера приведем требования по листингу в отношении акций российских эмитентов ПАО «Московская биржа» (табл. 20).

Таблица 20

Требования по листингу ПАО «Московская биржа» в отношении к акциям российских эмитентов

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
Соответствие ценных бумаг требованиям законодательства РФ, в том числе нормативных актов Банка России	+	+	+
Регистрация проспекта ценных бумаг	+	+	+
Раскрытие информации в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах	+	+	+
Ценные бумаги приняты на обслуживание в Расчетном депозитарии (за исключением случаев размещения ценных бумаг)	+	+	+
Количество акций эмитента в свободном обращении (FFs) и их общая рыночная стоимость (FFC)	Обыкновенные акции Рыночная капитализация > 60 млрд руб.: FFC ≥ 3 млрд руб., FFs ≥ 10 % от всех выпущенных обыкновенных акций. Рыночная капитализация ≤ 60 млрд руб.: FFC ≥ 3 млрд руб., FFs ≥ FF, где FF рассчитывается по формуле FF = (0,25789 – – 0,00263 · Кап) · · 100 %,	Обыкновенные акции При включении акций во Второй уровень или переводе акций из Третьего уровня во Второй уровень FFC ≥ 1 млрд руб., FFs ≥ 10 % от всех выпущенных обыкновенных акций. При переводе акций во Второй уровень из Первого уровня FFs ≥ 4 % от всех выпущенных обыкновенных акций	Условие не применяется

Продолжение табл. 20

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
	Кап – рыночная капитализация эмитента в млрд руб. Привилегированные акции FFC ≥ 1 млрд руб., FF ≥ 50 % от всех выпущенных привилегированных акций	Привилегированные акции FFC ≥ 500 млн руб., FFs ≥ 50 % от всех выпущенных привилегированных акций	
Срок существования эмитента	Не менее 3 лет	Не менее 1 года	Условие не применяется
Составление и раскрытие отчетности по МСФО или иным международно-признанным стандартам	За 3 завершенных года, предшествующих дате включения акций в Первый уровень	За 1 завершенный год, предшествующий дате включения акций во Второй уровень	Условие не применяется
Требования по корпоративному управлению	Требования предусмотрены Правилами листинга	Требования предусмотрены Правилами листинга	Условие не применяется
Дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал (основание не применяется, если выполняются обязательства маркет-мейкера в отношении ценных бумаг)	Не менее 1 млн руб., при этом количество торговых дней, в которые совершались сделки, должно составлять – не менее 70 % от количества всех торговых дней в соответствующем квартале	Условие не применяется	Условие не применяется
Договор об оказании услуг маркет-мейкера (основание не применяется, если дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал более 1 млн руб.)	Отсутствие двух договоров, заключенных между организацией, маркет-мейкерами и биржей, или невыполнение обязательств маркет-мейкера	Условие не применяется	Условие не применяется

Окончание табл. 20

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
	в отношении ценных бумаг. Условия выполнения обязательств маркет-мейкерами устанавливаются решением биржи		

В табл. 21 приведены требования по листингу к корпоративным облигациям российских эмитентов, установленных ПАО «Московская биржа».

Таблица 21

Требования по листингу Московской биржи в отношении облигаций российских эмитентов

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
Соответствие облигаций требованиям законодательства Российской Федерации, в том числе нормативных актов Банка России	+	+	+
Регистрация проспекта ценных бумаг	+	+	+
Раскрытие информации в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах	+	+	+
Облигации приняты на обслуживание в Расчетном депозитарии (за исключением случаев размещения ценных бумаг)	+	+	+
Объем выпуска	Не менее 2 млрд руб.	Не менее 500 млн руб.	Условие не применяется

Продолжение табл. 21

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
Номинальная стоимость облигаций	Не превышает 50 000 руб. или 1 000 денежных единиц, в случае, если номинал ценной бумаги выражен в иностранной валюте	Условие не применяется	
Срок существования эмитента и поручителя (гаранта) (при его наличии)	Не менее 3 лет	Не менее 1 года	Условие не применяется
Составление и раскрытие (опубликование) финансовой отчетности (в случае ее отсутствия – индивидуальной финансовой отчетности) с приложением аудиторского заключения, подтверждающего ее достоверность	За 3 завершенных года (эмитента и поручителя – гаранта) (за исключением случая, когда поручителем является субъект Российской Федерации или муниципальное образование)	За 1 завершенный год	Условие не применяется
Отсутствие убытков (расчет величины совокупного финансового результата)	Совокупный финансовый результат по итогам 2 из последних 3 лет положительный	Совокупный финансовый результат по итогам 1 из последних 3 лет положительный	Условие не применяется
Отсутствие дефолта эмитента	Отсутствует либо с момента прекращения обязательств, в отношении которых эмитентом был допущен дефолт, прошло не менее 3 лет	Отсутствует либо с момента прекращения обязательств, в отношении которых эмитентом был допущен дефолт, прошло не менее 2 лет	Условие не применяется

Продолжение табл. 21

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
Наличие у эмитента (у выпуска облигаций) и у поручителя (гаранта) уровня кредитного рейтинга	Уровень рейтинга не ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России по классификации рейтинговых агентств, включенных в установленный Советом директоров Банка России перечень агентств	Условие не применяется	
Наличие обеспечения	Обязательное наличие обеспечения для выпуска облигаций (наличие залога, обеспечивающего исполнение обязательств по облигациям), поручительство (независимая гарантия) в случае, если номинальная стоимость всех выпущенных эмитентом облигаций превышает размер его уставного капитала. Размер предоставленного обеспечения не должен быть менее суммы номинальной стоимости всех облигаций включаемого в котировальный список выпуска (дополнительного выпуска) и совокупного купонного дохода по ним	Условие не применяется	

Окончание табл. 21

Требования	I уровень	II уровень	III уровень
Эмитентом определен представитель владельцев облигаций	Дополнительных условий не устанавливается	Применяется в отношении облигаций (дополнительных выпусков облигаций) без обеспечения	
Соблюдение требований по корпоративному управлению	В соответствии с Правилами по листингу	Условие не применяется	

Включение ценных бумаг компании-эмитента в котировальный лист имеет важное значение для ее положения на финансовом рынке: во-первых, обеспечивает доверие к выпущенным ценным бумагам со стороны инвесторов – участников рынка; во-вторых, способствует росту стоимости ее акций, следовательно, увеличению капитализации компании; в-третьих, повышает ликвидность ценных бумаг компании; в-четвертых, дает возможность доступа к более дешевым источникам финансирования бизнеса и др. Следует отметить, что процедура листинга в определенной степени защищает частных инвесторов от противоправных действий участников рынка, так как дает возможность использовать информацию, раскрываемую эмитентом в соответствии с правилами листинга, а также исключает случаи манипулирования ценами.

За включение ценной бумаги в котировальный лист эмитент выплачивает организатору торговли вознаграждение. В табл. 22 представлен размер вознаграждения за услуги по включению или изменению уровня листинга ценных бумаг, установленных на ПАО «Московская биржа».

Если ценная бумага перестала отвечать установленным требованиям, то организатор торговли проводит обратную процедуру – исключение из котировальных списков такой ценной бумаги. Эта процедура называется *делистингом*.

Организатор торговли обязан обеспечить раскрытие следующей информации и документов:

– своих учредительных документов;

– правил организованных торгов;

– положения о биржевом совете (совете секции);

– годовых отчетов организатора торговли с приложением аудиторских заключений в отношении содержащейся в годовых отчетах годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, а также в отношении содержащейся в указанных годовых отчетах консолидированной финансовой отчетности;

– размера стоимости оказания услуг организатора торговли;

Таблица 22

Размер вознаграждения за услуги по включению (изменению уровня листинга) ценных бумаг на ПАО «Московская биржа»

№ п/п	Вид/тип ценной бумаги	Размер вознаграждения, руб.		
		Уровень листинга		
		Первый	Второй	Третий
1	Ценные бумаги (за исключением ценных бумаг, указанных в п.п. 2–3)	200 000	100 000	20 000
2	Субфедеральные и муниципальные облигации	60 000	40 000	20 000
3	Паи ПИФа/ипотечные сертификаты участия	80 000	60 000	20 000

– времени проведения организованных торгов, если в правилах организованных торгов содержится порядок его определения;

– решения биржевого совета (совета секции);

– иной информации, раскрытие которой предусмотрено действующим законодательством.

Организатор торговли обязан обеспечить свободный доступ к ознакомлению с информацией всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения такой информации.

Глава 9

ИНСТИТУТЫ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

9.1. Понятие коллективного инвестирования, признаки и характерные черты

Коллективное инвестирование – схема организации инвестиционного бизнеса, при котором средства осознанно и целенаправленно вложены мелкими инвесторами в фонд, аккумулируются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их последующего инвестирования.

Коллективные инвестиции – это система инвестирования посредством использования финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала. Базисом этой системы является идея консолидации однотипных активов разных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля.

Понятие «коллективное инвестирование» не закреплено в нормативных актах Российской Федерации и пока не разработано российской юридической наукой.

Коллективное инвестирование характеризуется одновременно следующими признаками:

1. Привлечением средств путем размещения ценных бумаг или заключения договоров.

2. Осуществлением в качестве основной деятельности инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество.

3. Получением основной доли доходов в форме дивидендов, процентов и доходов от сделок, совершаемых с этим имуществом.

4. Распределением доходов, полученных от инвестирования, между участниками коллективного инвестирования путем выплаты им дивидендов, процентов или иных выплат.

Характерные черты коллективного инвестирования:

1. Лица, предоставляющие свои денежные средства в управление, несут риски, связанные с инвестированием.

2. Управляющие объединяют средства многих лиц, обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым риски для участников инвестиционной схемы.

3. Схемы коллективного инвестирования не предполагают обещание заранее оговоренных фиксированных выплат.

4. Инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлении инвестиций и имеет возможность инвестировать в продукт (портфель), который в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

В РФ в соответствии с комплексной программой (Указ Президента РФ от 21.03.1996 г. № 408 «Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров»), к коллективным инвесторам относят:

– акционерные инвестиционные фонды;

– паевые инвестиционные фонды;

– негосударственные пенсионные фонды;

– кредитные союзы.

Несмотря на то, что первые инвестиционные фонды мир увидел еще в конце XIX в., для российской экономики это был практически новый инвестиционный институт.

Согласно ст. 1 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ, *инвестиционный фонд* – это находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Иными словами, инвестиционные фонды – это финансовый институт, посредством которого инвесторы передают денежные средства или иные активы в руки профессиональных менеджеров для управления. Вложения инвесторов управляются как единый портфель, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его вкладу в «общее имущество».

Коллективное инвестирование имеет ряд преимуществ перед индивидуальным инвестированием:

1. При минимальной сумме инвестирования обеспечивается профессиональное управление;

2. Диверсификация риска и распределение риска между пайщиками;

3. Снижение затрат;

4. Дополнительная надежность за счет повышенного контроля со стороны государства.

В России традиционно сложились две формы инвестиционных фондов: это акционерные инвестиционные фонды (АИФ) и паевые инвестиционные фонды (ПИФ).

9.2. Акционерные инвестиционные фонды

Акционерный инвестиционный фонд – акционерное общество, осуществляющее свою деятельность только на основании лицензии, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты.

В основе данного института лежит экономическая категория, именуемая акционерным капиталом. Одним из обязательных атрибутов АИФа является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание на то, что данное акционерное общество является инвестиционным фондом.

Имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на *инвестиционные резервы*, которые должны быть переданы управляющей компании, и *имущество*, *предназначенное для обеспечения деятельности* его органов управления и иных органов, остающееся в распоряжении указанных органов.

Акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций, а также не вправе осуществлять размещение акций путем закрытой подписки.

Акции акционерного инвестиционного фонда могут оплачиваться только денежными средствами или имуществом, предусмотренным его инвестиционной декларацией. При этом, как и в обычном акционерном обществе, неполная оплата акций при их размещении не допускается. Акционерами фонда могут быть как юридические, так и физические лица.

Поскольку в основе идеи инвестиционных фондов лежит инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, АИФ не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности. В остальном правовой статус акционерного инвестиционного фонда не отличается от обычного акционерного общества и регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.

Акционерный инвестиционный фонд обязан использовать при взаимодействии с регистратором, со специализированным депозитарием и с управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда, документы в электронной форме, подписанные электронной подписью. Вид электронной подписи и порядок ее проверки устанавливаются соглашением между участниками электронного взаимодействия (рис. 41).

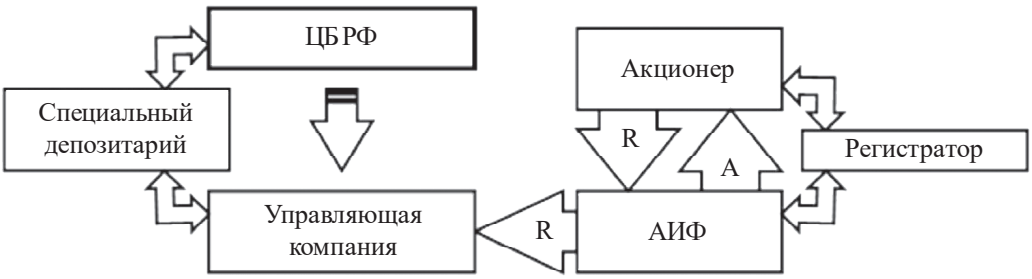


Рис. 41. Взаимодействие АИФ с участниками рынка ценных бумаг

Акционерный инвестиционный фонд обязан иметь сайт в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому фонду.

Акционерный инвестиционный фонд обязан обеспечить возможность предоставления в Банк России электронных документов, а также возможность получения от Банка России электронных документов в порядке, установленном Банком России.

9.3. Паевые инвестиционные фонды

В отличие от акционерного инвестиционного фонда, в основе паевого инвестиционного фонда лежит правовой институт доверительного управления. Иными словами, в рамках паевых фондов все инвестиционные отношения строятся на основе *договора доверительного управления* (ДУ), срок действия которого не может превышать 15 лет.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями (пайщиками) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, а также состоящий из имущества, полученного в процессе такого управления. При этом доля в праве собственности на это имущество удостоверяется ценной бумагой, именуемой инвестиционным паем.

Инвестиционный пай выдается и погашается управляющей компанией на основании безотзывной заявки инвестора или пайщика.

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права. Иными словами, пайщик, которому принадлежит наибольшее количество паев, обладает наибольшей долей. При этом количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом.

Если пай приобретается до завершения процесса формирования фонда, то его стоимость определяется исходя из объявленной цены размещения. Поскольку после окончания формирования фонда его стоимость чистых активов (СЧА) подвержена колебанию, его расчетная стоимость определяется путем деления СЧА, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение, погашение или обмен паев, на количество паев, указанное в реестре.

Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Необходимо обратить внимание, что кардинальным отличием паевого фонда от акционерного является то, что паевой фонд не является юридическим лицом. Здесь можно провести некоторое сравнение, например акционерный инвестиционный фонд, как и любое другое предприятие, предстает перед нами в нескольких ипостасях:

- во-первых, как было отмечено, предприятие (АИФ является таковым) – это субъект права, т. е. оно является полноценным участником хозяйственных отношений, имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т. д.
- во-вторых, предприятие – это тоже некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собой совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества.
- в-третьих, предприятие – это совокупность персонала, оно предстает перед нами в лицах директора, менеджеров и прочих сотрудников.

Паевой инвестиционный фонд может быть представлен только в одном виде, в виде имущественного комплекса, представляющего собой совокупность денеж-

ных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от вида ПИФа.

Все вопросы существования ПИФа и осуществления операций с его имуществом регулируются на основе правил доверительного управления паевого фонда, принятых в соответствии с законодательством и зарегистрированных Банком России.

Законодательством установлены три типа ПИФов, которые определяют их операционную структуру: открытые, интервальные и закрытые фонды. В основе их разграничения лежит ряд отличительных черт (табл. 23).

Таблица 23

Сравнительный анализ паевых инвестиционных фондов

Наименование	Открытые	Интервальные	Закрытые
Приобретение и погашение паев	В любой рабочий день	В любой рабочий день в пределах интервала (но не реже 1 раза в год)	Приобретение при размещении, погашение при прекращении фонда
Вложения	Денежные средства	Денежные средства	Денежные средства и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией
Возможность управления фондом	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Собрание пайщиков
Количество выдаваемых паев	Не ограничено	Не ограничено	Определяется правилами ДУ
Объекты инвестирования	– Государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ; – Муниципальные ценные бумаги; – Акции и облигации российских АО; – Ценные бумаги иностранных государств; – Акции иностранных АО и облигации иностранных коммерческих организаций; – Иные ценные бумаги, предусмотренные нормативно-правовыми актами ЦБ РФ	То же самое + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ЦБ РФ	То же самое + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ЦБ РФ, + недвижимое имущество и имущественные права на него

Окончание табл. 23

Наименование	Открытые	Интервальные	Закрытые
Выплата дохода (дивидендов)	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Если это предусмотрено правилами ДУ
Обмен паев	Обмен паев ОПИФа на паи других ОПИФов этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Обмен паев ИПИФа на паи других ИПИФов этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Не предусмотрен

Субъекты коллективного инвестирования представлены на рис. 42

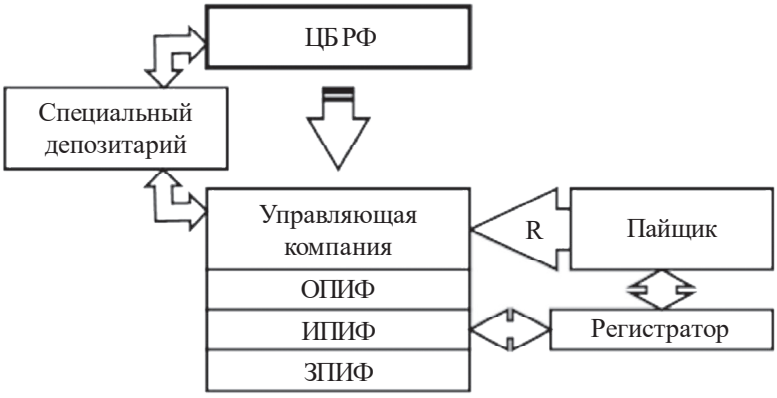


Рис. 42. Субъекты коллективного инвестирования

Раскроем функциональные права и обязанности участников коллективного инвестирования:

1. *Пайщик* – это собственник инвестиционного пая, т. е. именной неэмиссионной бездокументарной ценной бумаги, удостоверяющей три основных права и требования:

– долю его владельца в праве собственности на имущество ПИФа;

– право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом;

– право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

2. У*правляющая компания*, которая в рамках данных инвестиционных отношений выступает в качестве доверительного управляющего, в распоряжении ко-

торого находятся средства инвесторов. В связи с этим к управляющей компании предъявляется ряд требований:

– организационно-правовая форма – АО, ООО;

– наличие лицензии;

– требования к объему собственных средств.

Лицензия предоставляет УК право осуществлять деятельность по доверительному управлению активами акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов. Совмещение деятельности УК допускается только в сфере доверительного управления ценными бумагами и страховыми резервами страховых компаний.

Для управляющей компании установлены ограничения по управлению, так УК не имеет права:

• распоряжаться имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд без согласия специализированного депозитария, за исключением распоряжения ценными бумагами в целях исполнения сделок, совершенных через организаторов торговли;

• приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты, не предусмотренные инвестиционной декларацией паевого инвестиционного фонда;

• совершать сделки, в результате которых будут нарушены правовые нормы, регулирующие деятельность фондов, включая требования к структуре паевых инвестиционных фондов;

• безвозмездно отчуждать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;

• принимать на себя обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет паевой инвестиционный фонд, за исключением сделок с ценными бумагами, совершаемых через организатора торговли, правила которого предусматривают поставку против платежа;

• получать на условиях договоров займа и кредитных договоров денежные средства, подлежащие возврату за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, не иначе как в целях использования этих средств для выкупа инвестиционных паев при недостаточности денежных средств, составляющих этот паевой инвестиционный фонд. При этом совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по всем договорам займа и кредитным договорам не должен превышать 10 % стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. Срок привлечения заемных средств по каждому договору займа и кредитному договору (включая срок продления) не может превышать три месяца;

• предоставлять займы за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

• использовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для обеспечения исполнения собственных обязательств, не связанных с довери-

тельным управлением паевым инвестиционным фондом или для исполнения обязательств третьих лиц;

• приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты инвестирования у своих аффилированных лиц, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли;

• приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, инвестиционные паи иных паевых инвестиционных фондов, находящихся в ее доверительном управлении;

• приобретать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев получения вознаграждения в соответствии с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также возмещения суммы собственных денежных средств, использованных управляющей компанией для выкупа инвестиционных паев этого инвестиционного фонда. При этом взимание управляющей компанией процентов за пользование ее денежными средствами не допускается;

• отчуждать собственное имущество в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, находящийся в ее доверительном управлении;

• приобретать в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией, специализированным депозитарием, оценщиком или аудитором паевого инвестиционного фонда, а также их аффилированными лицами, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли.

Управляющая компания при осуществлении своей деятельности обязана предоставлять всем заинтересованным лицам по их требованию следующую информацию:

– правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также полный текст зарегистрированных изменений и дополнений в них;

– правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев;

– справку о стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и соответствующие приложения к ней;

– справку о стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и расчетной стоимости одного инвестиционного пая по последней оценке;

– баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющей компании паевого инвестиционного фонда, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках специализированного депозитария, заключение аудитора, составленные на последнюю отчетную дату;

– отчет о приросте (об уменьшении) стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, сведения о вознаграждении управляющей компании и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по состоянию на последнюю отчетную дату;

– иную информацию, распространенную или управляющей компанией паевого инвестиционного фонда в соответствии с требованиями законодательства, или правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

3. *Специализированный депозитарий* представляет собой организацию, основной деятельностью которой являются учет и хранение имущества ПИФа, осуществляемые на основании лицензии, выдаваемой Банком России.

Специализированный депозитарий обязан осуществлять контроль за соблюдением управляющей компанией законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Он не вправе давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом ПИФа, а также исполнять поручения управляющей компании по передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, в случае, если такие распоряжение и передача противоречат законодательству и правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Аналогичные полномочия специализированный депозитарий имеет и в отношении активов НПФ, находящихся в доверительном управлении управляющей компании.

Обязанности специализированного депозитария:

– принимать на хранение и хранить имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;

– давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, а также исполнять поручения управляющей компании о передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;

– принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;

– представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в порядке, установленном его нормативными правовыми актами;

– регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, если иной порядок учета прав на ценные бумаги не предусмотрен в соответствии с законодательством Российской Федерации;

– осуществлять контроль за определением стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, а также расчетной стоимости инвестиционного пая, количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

– провести конкурс для определения другой управляющей компании паевого инвестиционного фонда в случае аннулирования лицензии у управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда;

– соблюдать иные требования, предусмотренные настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

При наличии нарушений, выявленных специализированным депозитарием в ходе осуществления контроля, он обязан уведомить ЦБ РФ о них не позднее трех дней.

4. *Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев.*

Исходя из законодательства, заявки на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев могут быть поданы только двум субъектам: в управляющую компанию и (или) агентам по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда.

Агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев могут быть только юридические лица – профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев действует от имени и за счет управляющей компании на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией, а также выданной ею доверенности.

При осуществлении своей деятельности агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев обязан указывать, что он действует от имени и по поручению управляющей компании соответствующего паевого инвестиционного фонда, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этой управляющей компанией.

5. *Регистратор* – функциональным назначением данного субъекта является учет данных, составляющих реестр.

Реестр владельцев инвестиционных паев – система записей о паевом инвестиционном фонде, об общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев этого фонда, о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им инвестиционных паев, номинальных держателях, об иных зарегистрированных лицах и о количестве зарегистрированных на них инвестиционных паев, дроблении инвестиционных паев, записей о приобретении, об обмене, о передаче или погашении инвестиционных паев.

Ведение реестра владельцев инвестиционных паев вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, или специализированный депозитарий этого паевого инвестиционного фонда.

Договор о ведении реестра владельцев инвестиционных паев может быть заключен только с одним юридическим лицом.

В соответствии с законодательством паевой инвестиционный фонд не является самостоятельным субъектом права и не может участвовать в хозяйственном обороте обособленно от управляющей компании. По этой причине, а также исходя из того, что налоговое законодательство связывает категорию налогоплательщика с его правосубъектностью, налогообложение в рамках ПИФов основывается на следующих постулатах:

1) ПИФ не является налогоплательщиком налога на прибыль;

2) объекты недвижимого имущества, внесенные в паевой фонд, исключаются из состава налогооблагаемой базы по налогу на имущество в течение периода нахождения данного имущества на балансе ПИФа;

3) паевой фонд не является налогоплательщиком по земельному налогу в отношении земельных участков, составляющих имущество фонда;

4) операции, осуществляемые за счет имущества фонда, не подлежат налогообложению налогом на добавленную стоимость;

Что касается налогообложения экономических результатов, полученных инвестором от участия в ПИФе, то тут необходимо также учитывать, что инвестиционный пай является ценной бумагой и, следовательно, в данном случае применимы общие правила налогообложения операций с ценными бумагами, а именно:

а) доход инвестора ПИФа – физического лица от реализации паев облагается налогом на доходы физических лиц. При этом доходом является разница между суммой дохода, полученной от реализации паев, и документально подтвержденными расходами на приобретение и реализацию паев;

б) доход инвестора ПИФа – юридического лица возникает при реализации или погашении пая, относится на его финансовый результат и облагается налогом на прибыль по базовой ставке (20 %).

Проанализируем этапы регистрации и формирования, функционирования, прекращения деятельности паевого инвестиционного фонда:

1. Создание паевого инвестиционного фонда реализуется путем регистрации правил ДУ ПИФа. С момента регистрации правил ДУ в ЦБ РФ начинается исчисление 6-месячного срока, в течение которого УК обязана приступить к формированию ПИФа. С момента начала формирования ПИФа начинается исчисление 3-месячного срока, в течение которого УК обязана завершить формирование ПИФа.

При подаче заявки на приобретение паев УК, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику надбавку к стоимости пая, не превышающую 1,5 % от расчетной стоимости пая.

2. Функционирование ПИФа реализуется путем инвестирования средств фонда и накопления инвестиционного дохода, выражающегося в приросте стоимости чистых активов.

3. Прекращение деятельности фонда реализуется путем проведения мероприятий, связанных с выплатой денежной компенсации владельцам инвестиционных паев – погашением всех обязательств ПИФа перед третьими лицами. При этом выплата денежной компенсации в связи с погашением инвестиционного пая ПИФа должна быть осуществлена в течение срока, определенного правилами ДУ, но не позднее 15 дней со дня погашения инвестиционного пая для открытых и интервальных ПИФов, и не позднее 1 месяца для закрытых ПИФов.

При подаче заявки на погашение паев управляющая компания, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику скидку от стоимости пая, не превышающую 3 % от расчетной стоимости пая.

При этом необходимо учитывать, что прекращение фонда осуществляется в соответствии с законодательно установленной последовательностью действий.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее ПИФ, и осуществить расчеты в соответствии с законодательством, если правилами доверительного управления ПИФом

не предусмотрен иной срок, в течение трех месяцев со дня опубликования сообщения о прекращении ПИФа.

Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

– в первую очередь – кредиторам, в т. ч. выплата вознаграждений специализированному депозитарию, регистратору, оценщику и аудитору; а также выплата компенсаций лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения ПИФа;

– во вторую очередь – лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда;

– в третью очередь – выплата вознаграждения управляющей компании;

– в четвертую очередь – выплата владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев.

При этом также необходимо учитывать, что в случае прекращения ПИФа в связи с тем, что по окончании срока его формирования стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным, лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и осуществить все расчеты не позднее двух недель со дня окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда.

9.4. Негосударственные пенсионные фонды

Одним из атрибутов перехода России от плановой экономики к рыночной стала начавшаяся в 90-х гг. XX в. пенсионная реформа. В основу реформирования системы пенсионного обеспечения легла идея создания трехуровневой конструкции. Первый уровень должен представлять собой базовые пенсии; второй уровень – трудовые пенсии (пенсии по трудовому стажу), третий уровень – негосударственные пенсии. Поэтому одна из основных задач пенсионной реформы заключается в развитии негосударственного пенсионного обеспечения посредством введения института негосударственных пенсионных фондов.

Негосударственное пенсионное обеспечение в пенсионной системе рассматривается как дополнительное по отношению к основному (государственному), поэтому может осуществляться как в форме личного пенсионного обеспечения граждан путем накопления средств в негосударственных пенсионных фондах, так и в форме дополнительных пенсионных программ отдельных организаций, отраслей экономики либо территорий.

При этом цель введения института негосударственных пенсионных фондов не ограничивается только негосударственными пенсиями.

Согласно Федерального закона «О трудовых пенсиях в РФ» № 173-ФЗ от 17.12.2001 г. существует три вида трудовых пенсий: по старости, по инвалидности, по потере кормильца. Пенсии по старости и по инвалидности состоят из трех частей: базовая (I уровень), страховая и накопительная (II уровень).

Финансирование выплаты трудовой пенсии осуществляется за счет сумм обязательных страховых взносов, но из разных источников. В отношении базовой части пенсии – за счет средств, зачисляемых в федеральный бюджет. В отношении страховой и накопительной частей трудовой пенсии – за счет средств, поступающих в Пенсионный фонд Российской Федерации.

Базовая часть выплачивается всем гражданам вне зависимости от трудового стажа. Размер страховой части определяется из суммы страховых взносов, поступивших в течение трудовой деятельности пенсионера. Накопительная часть формируется за счет накопленных взносов и инвестиционного дохода, полученного от размещения пенсионных накоплений.

Чтобы повысить эффективность размещения этих пенсионных накоплений, влияние негосударственных пенсионных фондов распространили на накопительную часть государственной пенсии, что, в свою очередь, придало деятельности фондов элемент состязательности.

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) – особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительными видами деятельности которой являются:

– деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения (НПО);

– деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с законодательством и договорами об обязательном пенсионном страховании (ОПС);

– деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию в соответствии с законодательством и договорами о создании профессиональных пенсионных систем (ППС).

Фонд приобретает права юридического лица с даты государственной регистрации в соответствии с законодательством РФ. Фонд осуществляет свою деятельность на основании законодательства, устава и правил фонда.

Функции фонда (в соответствии с уставом):

– разрабатывает правила фонда;

– заключает пенсионные договоры, договоры об ОПС и договоры о создании ППС;

– аккумулирует пенсионные взносы и средства пенсионных накоплений;

– ведет пенсионные счета негосударственного пенсионного обеспечения;

– ведет пенсионные счета накопительной части трудовой пенсии с учетом требований Федерального закона от 01.04.1996 г. № 27-ФЗ «Об индивидуальном (персонифицированном) учете в системе обязательного пенсионного страхования»;

– ведет пенсионные счета профессиональных пенсионных систем;

– информирует вкладчиков, участников и застрахованных лиц о состоянии указанных счетов;

– заключает договоры с иными организациями об оказании услуг по организационному, информационному и техническому обеспечению деятельности фонда;

– оплачивает услуги и возмещает расходы иных организаций, предоставляющих услуги по организационному, информационному и техническому обеспечению деятельности фонда, раздельно по видам деятельности фонда за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, в том числе за счет части дохода, полученного от размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;

– определяет инвестиционную стратегию при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений;

– формирует имущество, предназначенное для обеспечения уставной деятельности, и размещает составляющие его денежные средства;

– формирует пенсионные резервы, организует размещение средств пенсионных резервов и размещает пенсионные резервы;

– организует инвестирование средств пенсионных накоплений;

– заключает договоры с управляющими компаниями, специализированными депозитариями, другими субъектами и участниками отношений по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию;

– оплачивает расходы, связанные с размещением средств пенсионных резервов, за счет части дохода от размещения средств пенсионных резервов, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, а также за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;

– оплачивает расходы, связанные с инвестированием средств пенсионных накоплений, за счет части дохода от инвестирования средств пенсионных накоплений, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, а также за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;

– оплачивает расходы, связанные с размещением имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, за счет доходов от размещения указанного имущества;

– рассматривает отчеты управляющей компании (управляющих компаний) и специализированного депозитария о финансовых результатах деятельности по размещению средств пенсионных резервов и инвестированию средств пенсионных накоплений;

– расторгает договоры с управляющей компанией (управляющими компаниями) и специализированным депозитарием по основаниям, предусмотренным настоящим Федеральным законом и законодательством Российской Федерации;

– принимает меры, предусмотренные законодательством Российской Федерации, для обеспечения сохранности средств фонда, находящихся в распоряжении управляющей компании (управляющих компаний), с которой (которыми) расторгается (прекращается) договор доверительного управления;

– ведет в установленном порядке бухгалтерский и налоговый учет;

– ведет обособленный учет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, средств пенсионных резервов и средств пенсионных накоплений;

– осуществляет актуарные расчеты;

– производит назначение и осуществляет выплаты негосударственных пенсий участникам;

– производит назначение и осуществляет выплаты накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам или выплаты их правопреемникам;

– производит назначение и осуществляет выплаты профессиональных пенсий;

– осуществляет выплаты выкупных сумм вкладчикам и (или) участникам или перевод выкупных сумм в другой фонд, а также перевод средств пенсионных накоплений в случае перехода застрахованного лица в другой фонд или Пенсионный фонд Российской Федерации;

– принимает меры по обеспечению полной и своевременной уплаты вкладчиками пенсионных взносов;

– предоставляет информацию о своей деятельности в порядке, установленном уполномоченным федеральным органом;

– осуществляет иные функции для обеспечения уставной деятельности фонда.

На рис. 43 показана система взаимоотношений участников негосударственного пенсионного обеспечения фонда.

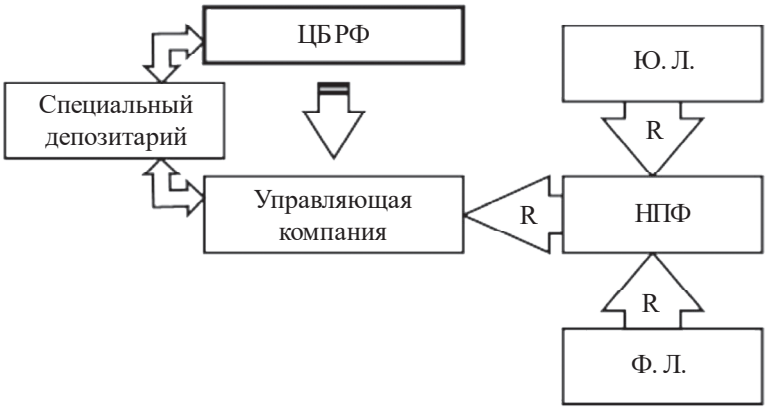


Рис. 43. Деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения

В табл. 24 приведен сравнительный анализ систем пенсионного страхования.

Таблица 24

Сравнительный анализ систем негосударственного и обязательного пенсионного страхования

Наименование	НПО	ОПС
Основание	Пенсионный договор	Договор об ОПС
Взносы	Пенсионные	Страховые
Плательщик взносов	Вкладчик (физическое и/или юридическое лицо)	Страхователь (физическое и/или юридическое лицо)
Получатель пенсии	Участник	Застрахованное лицо
Активы	Пенсионные резервы	Пенсионные накопления
Правила деятельности	Пенсионные правила	Страховые правила
Распоряжение средствами	Размещение	Инвестирование
Статус системы	Право вкладчика	Обязанность страхователя

Необходимо учитывать, что кардинальным различием данных систем является то, что в рамках негосударственного пенсионного обеспечения договор заключается между фондом и лицом, которое будет уплачивать взносы, а в рамках обязательного пенсионного страхования договор заключается между фондом и будущим получателем пенсии. Иными словами, *договор негосударственного пенсионного обеспечения* (пенсионный договор) – это соглашение между фондом и вкладчиком фонда, в соответствии с которым вкладчик обязуется уплачивать пенсионные взносы в фонд, а фонд обязуется выплачивать участнику (участникам) фонда негосударственную пенсию;

Договор об обязательном пенсионном страховании – это соглашение между фондом и застрахованным лицом в пользу застрахованного лица или его правопреемников, в соответствии с которым фонд обязан при наступлении пенсионных оснований осуществлять назначение и выплату застрахованному лицу накопительной части трудовой пенсии или выплаты его правопреемникам.

Деятельность фонда по НПО осуществляется на добровольных началах и включает в себя аккумулирование пенсионных взносов, размещение и организацию размещения пенсионных резервов, учет пенсионных обязательств фонда, назначение и выплату негосударственных пенсий участникам фонда.

Деятельность фонда по ОПС и ППС включает в себя аккумулирование средств пенсионных накоплений, организацию инвестирования средств пенсионных накоплений, учет средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, назначение и выплату накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам.

Система работы НПФ по негосударственному пенсионному обеспечению действует следующим образом:

1. Формирование негосударственной пенсии.

Для возникновения основания формирования негосударственной пенсии НПФ заключает с вкладчиком пенсионный договор, который должен содержать:

– наименование сторон;
– сведения о предмете договора;
– положения о правах и об обязанностях сторон;
– положения о порядке и об условиях внесения пенсионных взносов;
– вид пенсионной схемы;
– пенсионные основания;
– положения о порядке выплаты негосударственных пенсий;
– положения об ответственности сторон за неисполнение своих обязательств;
– сроки действия и прекращения договора;
– положения о порядке и об условиях изменения и расторжения договора;
– положения о порядке урегулирования споров;
– реквизиты сторон.

С момента заключения указанного договора вкладчики начинают отчислять в НПФ пенсионные взносы в соответствии с той пенсионной схемой, которая отражена в договоре. *Пенсионная схема* представляет собой совокупность условий, определяющих порядок уплаты пенсионных взносов и выплат негосударственных пенсий.

Таким образом, негосударственная пенсия формируется за счет аккумулирования взносов и начисления по ним инвестиционного дохода. При этом все операции, будь то поступление взносов, начисление дохода, выплата пенсии или выплата выкупной суммы учитываются на соответствующем *пенсионном счете.* Если на одном счете ведется аналитика по нескольким участникам, то счет является *солидарным*, если аналитика ведется только по одному участнику, то счет является *именным.*

2. Выплата негосударственной пенсии.

Выплата негосударственной пенсии участнику фонда возможна не ранее момента наступления оснований для приобретения участником права на получение негосударственной пенсии (*пенсионные основания*).

В том случае, если пенсионный договор расторгается до момента наступления пенсионных оснований, НПФ выплачивает вкладчику или участнику либо переводит в другой НПФ накопленные денежные средства (выкупная сумма) в размере и на условиях, предусмотренных договором и правилами.

Согласно Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» № 75-ФЗ от 07.05.1998 г. *субъектами отношений* по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию являются негосударственные пенсионные фонды, Пенсионный фонд Российской Федерации, специализированные депозитарии, управляющие компании, вкладчики, участники, застрахованные лица и страхователи.

Участниками отношений по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию являются брокеры, кредитные организации, а также другие организации, вовлеченные в процесс размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений.

9.5. Кредитные потребительские кооперативы

Потребительский кооператив – основанное на членстве добровольное объединение граждан или граждан и юридических лиц в целях удовлетворения их материальных и иных потребностей, осуществляемое путем объединения его членами имущественных паевых взносов (п. 1 ст. 123.2 ГК).

Потребительский кооператив – некоммерческая организация граждан и юридических лиц, созданная для удовлетворения материальных и иных потребностей участников путем объединения имущественных паевых взносов. Особенностью потребительского кооператива является то, что цель его создания позволяет не только осуществлять предпринимательскую деятельность, но и распределять полученные доходы между его членами. По этой причине на деятельность потребительских кооперативов не распространяется Закон о некоммерческих организациях.

Кооперативы могут создаваться двух видов: производственные и потребительские. Различие между ними заключается в том, что производственный кооператив является коммерческой организацией и его деятельность направлена на получение прибыли, а потребительский является некоммерческой организацией, и цель его деятельности – удовлетворение определенных потребностей его членов.

Деятельность кредитных кооперативов регламентируется Федеральным законом от 18.07.2009 г. № 190-ФЗ «О кредитной кооперации» (с изменениями и дополнениями).

Кредитный потребительский кооператив (кредитный кооператив) – добровольное объединение физических и (или) юридических лиц на основе членства и по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу в целях удовлетворения финансовых потребностей членов кредитного кооператива (пайщиков);

Кредитный кооператив осуществляет свою деятельность на основе следующих принципов:

1) финансовой взаимопомощи членов кредитного кооператива (пайщиков);

2) ограничения участия в деятельности кредитного кооператива лиц, не являющихся его членами;

3) добровольности вступления в кредитный кооператив и свободы выхода из него независимо от согласия других членов кредитного кооператива (пайщиков);

4) самоуправления кредитного кооператива, обеспечиваемого участием его членов (пайщиков) в управлении кредитным кооперативом;

5) равенства прав членов кредитного кооператива (пайщиков) при принятии решений органами кредитного кооператива независимо от размера внесенных членом кредитного кооператива (пайщиком) взносов (один член кредитного кооператива (пайщик) – один голос);

6) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к участию в процессе финансовой взаимопомощи и иным услугам кредитного кооператива;

7) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к информации о деятельности кредитного кооператива;

8) солидарного несения членами кредитного кооператива (пайщиками) субсидиарной ответственности по его обязательствам в пределах невнесенной части дополнительного взноса каждого из членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив привлекает денежные средства своих членов на основании:

– договоров займа, заключаемых с юридическими лицами;

– договоров передачи личных сбережений, заключаемых с физическими лицами.

Кредитный кооператив не вправе:

– предоставлять займы лицам, не являющимся членами кредитного кооператива (пайщиками);

– выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц, а также иным способом обеспечивать исполнение обязательств указанными лицами;

– участвовать своим имуществом в формировании имущества иных юридических лиц, за исключением юридических лиц, возможность участия в которых предусмотрена для кредитных кооперативов настоящим Федеральным законом;

– выпускать эмиссионные ценные бумаги;

– осуществлять операции с ценными бумагами (кроме государственных и муниципальных ценных бумаг, закладных);

– привлекать денежные средства лиц, не являющихся членами кредитного кооператива;

– осуществлять торговую и производственную деятельность;

– вступать в члены других кредитных кооперативов.

Сделки кредитного кооператива, связанные с отчуждением или возможностью отчуждения находящегося в собственности кредитного кооператива имущества, а также сделки, влекущие за собой уменьшение балансовой стоимости имущества кредитного кооператива на 10 % и более балансовой стоимости активов кредитного кооператива, определенной по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности кредитного кооператива за последний отчетный период, могут быть совершены при наличии решений правления кредитного кооператива об одобрении сделок. Сделка кредитного кооператива, совершенная с нарушением данного требования, может быть признана недействительной по иску кредитного кооператива или по иску членов кредитного кооператива (пайщиков), которые составляют не менее 1/3 общего количества членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив обязан соблюдать следующие финансовые нормативы:

1) соотношение величины резервного фонда и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

2) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением денежных средств от одного члена кредитного кооператива (пайщика) и (или) нескольких членов кредитного кооператива (пайщиков), являющихся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

3) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займа (займов) одному члену кредитного кооператива (пайщику) и (или) нескольким членам кредитного кооператива (пайщикам), являющимся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом;

4) соотношение величины паевого фонда кредитного кооператива и размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

5) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом займов и кредитов от юридических лиц, не являющихся его членами (пайщиками), и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

6) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитному кооперативу второго уровня, и части пассивов кредитного кооператива, включающей в себя паевой фонд кредитного кооператива и привлеченные денежные средства кредитного кооператива;

7) соотношение части активов кредитного кооператива, включающей в себя денежные средства, средства, размещенные в государственные и муниципальные ценные бумаги, задолженность по сумме основного долга, образовавшуюся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом, и общего размера денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом;

8) соотношение суммы денежных требований кредитного кооператива, срок платежа по которым наступает в течение двенадцати месяцев, и суммы денежных обязательств кредитного кооператива, срок погашения по которым наступает в течение двенадцати месяцев.

В целях удовлетворения своих финансовых потребностей и обеспечения своей финансовой устойчивости кредитные кооперативы могут создавать кредитные кооперативы второго уровня. Кредитные кооперативы второго уровня формируют предусмотренные их уставом фонды, привлекают денежные средства своих чле-

нов и иные денежные средства в порядке, определенном настоящим Федеральным законом и своими уставами, предоставляют займы своим членам в целях удовлетворения их финансовых потребностей, осуществляют иную деятельность, предусмотренную настоящим Федеральным законом и уставами кредитных кооперативов второго уровня.

Кредитные кооперативы второго уровня создаются не менее чем пятью кредитными кооперативами на основе членства по территориальному (региональному, межрегиональному, федеральному) или иному принципу.

Кредитный кооператив обязан уведомлять о своем вступлении в кредитный кооператив второго уровня саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую кредитные кооперативы, членом которой он является.

Кредитный кооператив второго уровня не вправе вступать в члены других кредитных кооперативов второго уровня.

Минимальный размер паевого фонда кредитного кооператива второго уровня должен составлять:

1) 10 млн руб. по истечении одного месяца с момента его создания;

2) 50 млн руб. по истечении одного года с момента его создания.

До момента формирования минимального размера паевого фонда кредитного кооператива второго уровня его средства не могут быть использованы для предоставления займов его членам, размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях, направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций.

В случае, если размер паевого фонда кредитного кооператива второго уровня по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности по окончании периодов, установленных частью 6 настоящей статьи, и каждого последующего квартала окажется меньше минимального размера паевого фонда, кредитный кооператив второго уровня в течение четырех календарных месяцев с даты окончания указанных периодов, указанного квартала должен принять решение о ликвидации, за исключением случая устранения данного несоответствия до истечения следующего квартала. В случае невыполнения данного требования ликвидация кредитного кооператива второго уровня осуществляется по решению суда.

Средства кредитного кооператива второго уровня могут быть использованы для предоставления займов его членам, осуществления своих организационно-хозяйственных расходов, размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях, направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг или на приобретение долей в уставном капитале либо акций российских кредитных организаций с учетом положений ст. 6 настоящего Федерального закона. При этом максимальная сумма средств, направленная на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций, должна составлять не более 20 % величины активов кредитного кооператива второго уровня.

Кредитные кооперативы на добровольной основе вправе объединяться в союзы (ассоциации) кредитных кооперативов в целях координации деятельности кредитных кооперативов, представления и защиты их интересов, оказания им информационных, правовых и других услуг, организации подготовки работников для кредитных кооперативов, повышения квалификации работников кредитных кооперативов, осуществления научно-исследовательской и иной деятельности.

Кредитные кооперативы, за исключением кредитных кооперативов второго уровня, вступают в саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую кредитные кооперативы, в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» и принятыми в соответствии с ним нормативными актами Банка России, в течение 90 дней, следующих за днем наступления одного из следующих событий:

1) получение некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы, при отсутствии до указанного дня саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (для кредитных кооперативов, созданных на день получения некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

2) прекращение своего членства в саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

3) создание кредитного кооператива (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы).

Саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая кредитные кооперативы, осуществляет контроль за соблюдением кредитными кооперативами, являющимися членами этой саморегулируемой организации, требований настоящего Федерального закона и (или) принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Российской Федерации и нормативных актов Банка России.

Глава 10

ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ

10.1. Инвестиционный портфель: понятие, сущность, классификация типов и видов

Инвестирование – это долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью получения выгоды в будущем.

Любые инвестиции связаны с отказом от использования имеющихся свободных денежных средств для удовлетворения потребностей экономического агента (или группы агентов) в настоящее время, ради получения выгод в будущем. Очевидно, что эти выгоды должны быть существенными, так как они должны компенсировать инвестору:

– отложенные потребности на срок, необходимый для реализации инвестиционных вложений и возврата денежных средств;

– риск, связанный с возможностью потерять (часть, все) сделанные вложения.

Исходя из этого, *инвестиции* – это не что иное, как расходы, приносящие выгоды в будущем. Каждый потенциальный инвестор может выбрать следующие варианты вложений, имеющихся у него свободных денежных средств:

– вложения в реальные основные фонды (земля, недвижимость и т. д.), приносящие доход или гарантирующие сохранность инвестиций;

– покупка ценных бумаг.

Инвестиции могут быть классифицированы по разным признакам, например, по объектам инвестиционной деятельности (рис. 44).

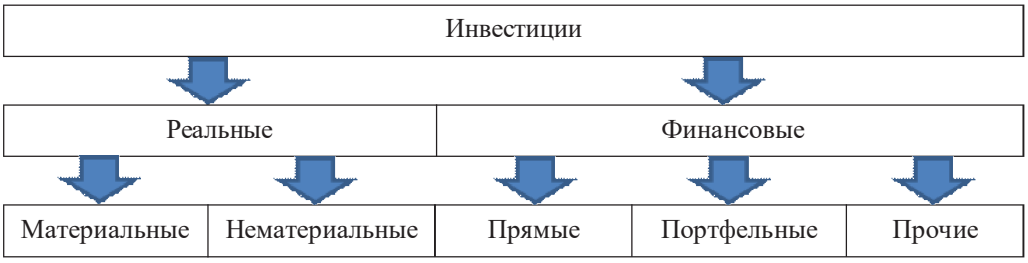


Рис. 44. Классификация инвестиций
по объектам инвестиционной деятельности

Портфельное инвестирование обладает рядом особенностей и преимуществ перед прочими видами вложения капитала.

Под *инвестиционным портфелем* понимается некая совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу, либо юридическим или физическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект управления.

На развитом фондовом рынке *портфель ценных бумаг* – это самостоятельный продукт и именно его продажа целиком или долями удовлетворяет потребность инвесторов при осуществлении вложения свободных денежных средств на рынке ценных бумаг. Обычно на фондовом рынке продается некое инвестиционное качество с заданным соотношением риск/доход, которое в процессе управления портфелем может быть улучшено.

Портфельное инвестирование позволяет планировать, оценивать, контролировать конечные результаты всей инвестиционной деятельности в различных секторах рынка ценных бумаг. Как правило, портфель представляет собой определенный набор из корпоративных акций и облигаций с различной степенью обеспечения и риска, а также ценных бумаг с фиксированным доходом, гарантированным государством, характерной чертой которых является минимальный риск потерь как по основной сумме, так и по текущим поступлениям.

Теоретически портфель может состоять из бумаг одного вида, он может менять свою структуру путем замещения одних бумаг другими. Однако каждая ценная бумага в отдельности не может достигать такого результата, который возможен только благодаря портфелю.

Основная задача портфельного инвестирования – улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации.

Главная цель портфельного инвестирования – достижение оптимального сочетания риска и дохода.

В состав инвестиционного портфеля могут входить следующие активы:

1) обыкновенные и привилегированные акции;

2) государственные и корпоративные облигации;

3) паи ПИФов;

4) фьючерсы и опционы как инструменты снижения рисков базовых ценных бумаг портфеля;

5) другие ценные бумаги в соответствии с действующим законодательством.

Типы портфелей отражают их инвестиционные характеристики, основанные на соотношении доходности и риска. Основные типы портфелей ценных бумаг:

1) агрессивные (входят только акции), цель – доход;

2) консервативные (государственные облигации и небольшая доля корпоративных облигаций (20–30 %) с кредитным рейтингом, сопоставимым со страновым), ориентир – ставка по депозитным вкладам коммерческих банков;

3) умеренно-консервативные (различные соотношения долей акций и облигаций, как правило, доля облигаций выше, чем доля акций). Ориентир – две ставки по депозитным вкладам крупнейших банков.

Виды портфелей:

1) индексный портфель. Управляющий портфелем ценных бумаг составляет, например, портфель в соответствии с набором ценных бумаг в индексе Мосбиржи (отклонение допустимо в пределах 3 % по каждой ценной бумаге, если речь идет

об индексном ПИФе). Это самый простой способ управления портфелем, самые низкие затраты на его управление;

2) смешанный портфель: акции, облигации, другие ценные бумаги, разрешенные для инвестирования в соответствии с действующим законодательством;

3) портфель акций (может быть отраслевой);

4) портфель облигаций.

Инвестиционный портфель также можно классифицировать по форме генерации доходов:

– портфель дохода (генерирует постоянные доходы – проценты по облигациям, дивиденды по привилегированным акциям);

– портфель роста (ориентир – рост курсовой стоимости акций).

Количество ценных бумаг в портфеле, как правило, не превышает 10–15. В портфеле акций такое количество оптимально для обеспечения его глубокой диверсификации.

Управление портфелем – использование определенных методов и технологических возможностей для улучшения его инвестиционных характеристик. Стратегии управления:

1. Пассивная стратегия – это приобретение и владение диверсифицированным портфелем ценных бумаг. Операции по корректировке портфеля совершаются редко. Пассивная инвестиционная стратегия исходит из того, что цены на акции справедливы и поэтому нет необходимости проводить его частый пересмотр. Примером является индексный портфель.

2. Активная стратегия – это постоянное улучшение качества портфеля (поиск новых недооцененных рынком бумаг, обеспечивающих большую доходность портфеля). Такая стратегия характерна для портфелей акций и смешанных портфелей.

Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Таким образом, портфель ценных бумаг является тем активом, который инвестору обеспечивает требуемую доходность при минимальном риске.

Соответственно *портфельный инвестор* вкладывает капитал исключительно для получения инвестиционного дохода.

Перед тем как принять решение о вложениях потенциальному инвестору необходимо обеспечить определенные предпосылки его реализации:

– удовлетворить первоочередные жизненные потребности;

– сформировать ликвидную подушку – минимальный запас денежных средств на счете или в виде ликвидных активов – на случай возникновения острой потребности в наличных денежных средствах;

– застраховаться от несчастных и прочих непредвиденных случаев.

После реализации этих предпосылок начинается инвестиционный процесс.

Инвестиционный процесс – процедура принятия инвестором решения относительно объектов, в которые осуществляются инвестиции, объемов и сроков портфельного инвестирования.

Этапы инвестиционного процесса представлены на рис. 45.

Рис. 45. Этапы инвестиционного процесса

В процессе планирования инвестиционного процесса инвестору необходимо определить ряд позиций:

1. Цели инвестиций: инвестор должен четко представлять, какой уровень дохода он хочет получить (регулярные относительно небольшие, но надежные платежи или большой доход, сопряженный с риском).

2. Размеры средств, которые инвестор может и готов инвестировать (при этом следует иметь в виду, что использовать можно как собственные, так и заемные средства).

3. Требования к ликвидности приобретаемых активов: ликвидные активы необходимы для осуществления платежей как в ближайшем будущем, так и непредвиденных платежей.

4. Суммы уплачиваемых налогов до и после инвестирования: доходы по отдельным видам инвестиций освобождаются от уплаты налогов и по этой причине они могут оказаться более выгодными, чем те, которые не имеют льгот по налогообложению.

5. Отношение к риску: инвестор должен четко понимать, что возможность получения значительного дохода практически всегда сопровождается большим риском потерять часть или все свои вложения. В целом желание инвестировать определяется воздействием двух факторов:

– доходом от инвестиций;

– уровнем риска, связанного с инвестициями.

Таким образом, инвестиционный портфель формируется из различных ценных бумаг и финансовых инструментов, обладающих разной нормой доходности и разным уровнем рисков. Процедура составления таких портфелей называется *портфельной стратегией.* Обычно, несмотря на множество целей инвестирования, главной целью инвестора является достижение наиболее оптимального соотношения между риском и доходностью, т. е. формирование эффективного портфеля.

Эффективный портфель – это набор ценных бумаг и финансовых инструментов, обеспечивающий наивысшую норму доходности при приемлемом для инвестора уровне риска. Именно поэтому главной целью управления является достижение эффективного портфеля. Весь комплекс принимаемых решений в ходе инвестиционного процесса представлен на рис. 46.

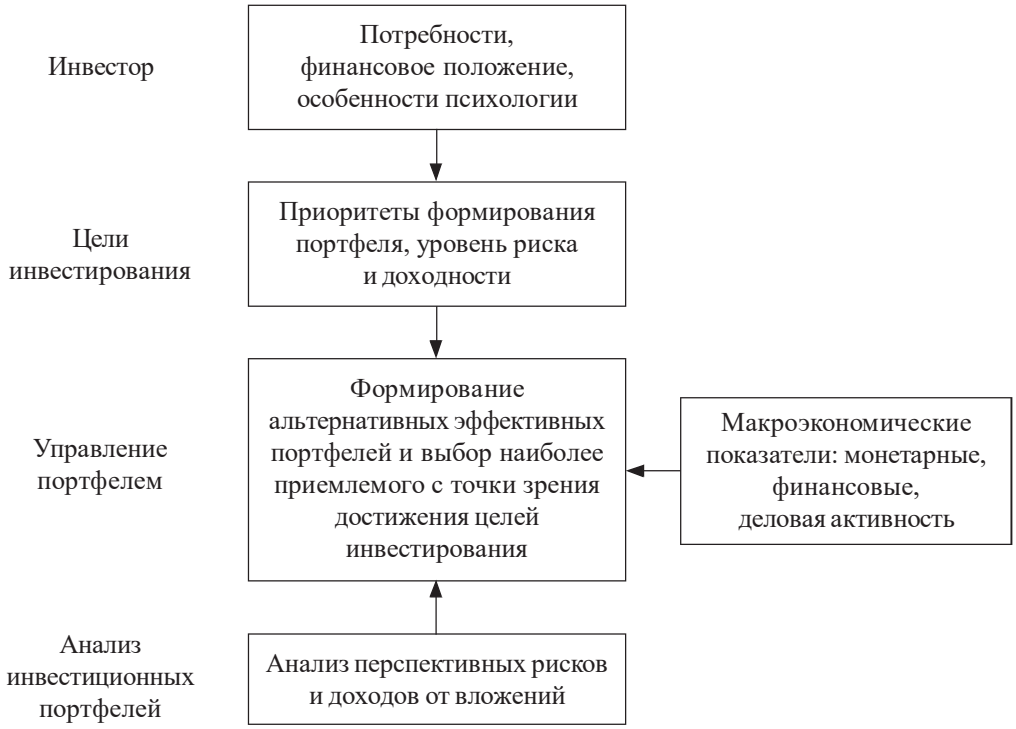


Рис. 46. Планирование инвестиций в ценные бумаги

Таким образом, в эффективном портфеле реализуется золотое правило инвестирования. Оно состоит в следующем: доход от вложений в ценные бумаги и финансовые инструменты прямо пропорционален риску, на который готов пойти инвестор ради желаемого дохода. Механизм формирования инвестиционного портфеля ориентирован на приоритеты, т. е. цели инвестора. Приоритет тех или иных целей соответствует различным типам портфеля.

Тип портфеля – это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком при квалификации типа портфеля является то, каким способом и за счет какого источника данный доход получен (рост курсовой стоимости, текущие выплаты – дивиденды, проценты. В этой связи, как правило, различают портфель роста и портфель дохода.

Типу портфеля соответствует и тип избранной инвестиционной стратегии: агрессивной, направленной на максимальное использование возможностей рынка

или пассивной. Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками разной срочности – метод «лестницы». Используя метод «лестницы», частный инвестор покупает ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода существования портфеля.

Если рассматривать типы портфелей в зависимости от степени риска, который приемлет инвестор, то классификация предполагает деление инвесторов на консервативных, умеренно-агрессивных, агрессивных и нерациональных.

Агрессивный инвестор – инвестор, склонный к высокой степени риска. В своей инвестиционной деятельности он делает акцент на приобретение акций.

Консервативный инвестор – инвестор, склонный к минимальной степени риска. Он приобретает в основном облигации и краткосрочные ценные бумаги.

Каждому типу инвестора будет соответствовать и свой тип портфеля ценных бумаг: высоконадежный, но низкодоходный; диверсифицированный; рискованный, но высокодоходный; бессистемный. Связь между типом инвестора и типом портфеля представлена в табл. 25.

Таблица 25

Классификация типов инвестиционных портфелей по целям и уровню риска

Тип инвестора	Цель инвестирования	Уровень риска	Тип ценных бумаг и финансовых инструментов	Тип портфеля
Консервативный	Защита от инфляции	Низкий	Государственные и муниципальные ценные бумаги, облигации корпораций с государственным участием	Консервативный: высоконадежный, но низкодоходный
Умеренно-агрессивный	Длительное вложение капитала и его рост	Средний	Доля государственных и муниципальных ценных бумаг, облигаций корпораций средняя, присутствует доля привилегированных акций компаний с хорошей дивидендной историей, акций средних и крупных компаний с устойчивой	Умеренно-агрессивный: диверсифицированный

Окончание табл. 25

Тип инвестора	Цель инвестирования	Уровень риска	Тип ценных бумаг и финансовых инструментов	Тип портфеля
			финансовой историей и перспективным направлением деятельности	
Агрессивный	Спекулятивная игра – быстрый рост вложенных средств	Высокий	Высокая доля ценных бумаг перспективных компаний (современных технологий)	Агрессивный: рискованный, но высокодоходный
Нерациональный	Нет четких целей	От низкого до высокого	Произвольно подобранные ценные бумаги	Бессистемный

Тип инвестиционного портфеля определяется его структурой. Структура портфеля – это соотношение конкретных видов инвестиций, т. е. определенные пропорции конкретных объектов инвестирования (финансовых инструментов), с помощью которых будут достигаться запланированные финансовые результаты.

10.2. Основные принципы портфельного инвестирования

Принципы портфельного подхода были определены Дж. Хиксом, предположившим, что люди распределяют свои ресурсы, исходя из стремления к максимизации доходности активов в такой пропорции, при которой предельные доходы от всех активов равны.

В последующие годы идеи Дж. Хикса были развиты:

– Г. Марковицем путем включения факторов неопределенности и риска. Подход Г. Марковица к проблеме выбора портфеля предполагает, что инвестор старается решить две проблемы: максимизировать ожидаемую доходность при заданном уровне риска и минимизировать неопределенность (риск) при заданном уровне ожидаемой доходности;

– У. Шарпом в оценке альтернативных активов с учетом ситуации на рынках ценных бумаг;

– М. Миллером в анализе взаимоотношения структуры капитала и политики распределения дивидендов.

При формировании инвестиционного портфеля следует руководствоваться следующими постулатами:

– безопасность вложений (неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала);

– стабильность получения дохода;

– ликвидность вложений, т. е. их способность участвовать в немедленном приобретении активов (ценных бумаг, финансовых инструментов) и, при необходимости, быстро и без потерь в цене превращать свои активы в наличные деньги.

Большинство инвестиционных ценностей не обладает всеми перечисленными выше свойствами. Поэтому неизбежен компромисс. Если ценная бумага надежна, то доходность по ней будет низкой. Наоборот, компенсацией за высокий риск инвестиций служит высокая ожидаемая доходность. Главная цель при формировании портфеля состоит в поиске оптимального сочетания между риском и доходом для инвестора. Иными словами, соответствующий набор инвестиционных инструментов, с одной стороны, призван снизить риск инвестора до минимума, а с другой стороны, увеличить доход от инвестиций до максимума.

Основной вопрос при формировании и управлении портфелем: как определить пропорции между ценными бумагами с различными свойствами. Так, основными принципами построения классического консервативного (низкорискованного) портфеля являются:

– принцип консервативности;

– диверсификации;

– достаточной ликвидности.

Соотношение между высоконадежными и рискованными долями поддерживается таким, чтобы возможные потери от рискованной доли с подавляющей вероятностью покрывались доходами от надежных активов. Инвестиционный риск с позиции *принципа консерватизма*, таким образом, состоит не в потере части основной суммы, а только в получении недостаточно высокого дохода. Естественно, не рискуя, нельзя рассчитывать и на какие-то сверхвысокие доходы. Однако практика показывает, что подавляющее большинство клиентов удовлетворены доходами, колеблющимися в пределах от одной до двух депозитных ставок банков высшей категории надежности и не желают увеличения доходов за счет более высокой степени риска.

Диверсификация вложений – основной принцип портфельного инвестирования. Идея этого принципа хорошо проявляется в старинной английской поговорке: *do not put all eggs in one basket* – «не кладите все яйца в одну корзину». На финансовом рынке это звучит следующим образом: «Не вкладывайте все деньги в однотипные рискованные ценные бумаги, каким бы выгодным это вложением вам ни казалось». Только такая сдержанность позволит избежать катастрофических убытков в случае ошибки.

Диверсификация уменьшает риск за счет того, что возможные невысокие доходы по одним ценным бумагам будут компенсироваться высокими доходами по другим бумагам. Минимизация риска достигается за счет включения в порт-

фель ценных бумаг широкого круга отраслей, не связанных тесно между собой, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Оптимальная величина – от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Упрощенная диверсификация состоит просто в делении свободных денежных средств между несколькими ценными бумагами без серьезного анализа, но это не диверсификация по Г. Марковицу.

Диверсификация по Г. Марковицу представляет собой сочетание ценных бумаг, имеющих менее чем позитивную корреляцию, с тем чтобы сократить риск, не сокращая ожидаемого дохода. В основе теории портфельного инвестирования Г. Марковица лежит правило: чем меньше корреляция между ценными бумагами, тем меньше степень риска по портфелю.

Инвестор должен считать уровень доходности, связанный с любым из портфелей, случайной переменной. Такие переменные имеют свои характеристики, одна из них – ожидаемое (или среднее) значение доходности, а другая – стандартное отклонение.

Г. Марковиц утверждает, что инвестор должен основывать свое решение по выбору портфеля исключительно на ожидаемой доходности и стандартном отклонении. Это означает, что инвестор должен оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение каждого портфеля, а затем выбрать лучший из них, основываясь на соотношении этих двух параметров. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение – как мера риска, связанная с данным портфелем.

Портфель *A* имеет ожидаемую годовую доходность 18 %, а портфель *B* – 22 %. Предположим, что инвестор на начальной стадии обладает 100 000 руб., а период владения портфелями равен одному году. Это означает, что ожидаемые уровни конечного благосостояния, связанные с портфелями *A* и *B*, составляют 100 000 × (1 + 0,18) = 118 000 руб. и 100 000 × (1 + 0,22) = 122 000 руб. соответственно. Исходя их этого можно сделать вывод, что портфель *B* является более подходящим. Однако портфели *A* и *B* имеют годовое стандартное отклонение 10 и 20 % соответственно, и ответ уже имеет далеко не однозначное решение.

Принцип отраслевой диверсификации состоит в том, чтобы не допускать перекосов портфеля в сторону бумаг компаний одной отрасли. Например, падение цен на нефть на мировом рынке может привести к одновременному падению цен акций всех нефтяных компаний, и то, что вложения инвестора будут распределены между различными предприятиями этой отрасли, такому подходу не поможет.

Но глубина смысла диверсификации состоит несколько в ином контексте. Статистические исследования показывают, что одни акции растут в цене, другие в этот же момент времени – падают, а третьи остаются неизменными. Диверсификация портфеля состоит в том, чтобы акции с различной между собой корреляцией находились в одном портфеле и оптимальный баланс между ними приносил положительный результат.

Принцип достаточной ликвидности состоит в том, чтобы поддерживать долю быстрореализуемых активов в портфеле не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно возникающих высокодоходных сделок и/или удовлетворения потребностей клиентов в денежных средствах. Практика показывает, что выгоднее держать определенную часть средств в более ликвидных (пусть даже менее доходных) ценных бумагах, зато иметь возможность быстро реагировать на изменения конъюнктуры рынка и отдельные выгодные предложения по инвестированию. Кроме того, договоры с клиентами, например, в рамках доверительного управления ценными бумагами могут включать обязанность управляющего держать часть активов в ликвидной форме.

Доходы по портфельным инвестициям представляют собой «валовую» прибыль по всей совокупности бумаг, включенных в тот или иной портфель с учетом риска. Возникает проблема количественного соответствия между доходом и риском, которая должна решаться оперативно в целях постоянного совершенствования структуры уже сформированных портфелей и формирования новых, в соответствии с пожеланиями инвесторов. Рассматривая вопрос о создании портфеля, инвестор должен определить для себя параметры, которыми он будет руководствоваться:

– необходимо выбрать оптимальный тип портфеля;

– оценить приемлемое для себя сочетание риска и дохода портфеля и соответственно определить удельный вес портфеля ценных бумаг с различными уровнями риска и дохода;

– определить первоначальный состав портфеля;

– выбрать схему дальнейшего управления портфелем.

10.3. Доходность и риски портфеля, способы оценки и измерения инвестиционных рисков

Инвестиционный портфель – это набор финансовых инструментов, в которые вкладывается инвестор, исходя из своих целей. Цель формирования портфеля состоит в том, чтобы получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Она достигается за счет диверсификации портфеля по составу путем тщательного подбора инструментов. Чем выше доходность актива, тем выше его риск.

Рассмотрим, каким образом рассчитываются эти параметры.

Данные величины оцениваются на основе статистической информации за предыдущие периоды времени и корректируются согласно ожиданиям развития конъюнктуры рынка.

Доходность – это показатель, который может быть использован применительно к любой инвестиции. Под доходностью обычно понимается эффективность вложений, которая определяется как отношение дохода от этой инвестиции

к затратам, связанным с вложениями в нее, за определенный период времени. Смысл заключается в определении периода владения капиталом, после чего следует допущение, что любые выплаты, получаемые за период этого владения, реинвестируются. Данный подход позволяет дать оценку ценной бумаги путем сравнения ее стоимости, полученной в конце периода владения, с первоначальной стоимостью. Эта стоимость может быть преобразована в доходность за период владения (текущая, фактическая доходность), если отнять от нее единицу:

$$r_p = \frac{P_n}{P} - 1,$$

где r_p – текущая (фактическая) доходность портфеля за период инвестирования; P_n – стоимость портфеля в конце периода; P – стоимость портфеля в начале периода.

Чтобы иметь возможность сравнить полученные результаты с другими портфелями, показатель доходности за период пересчитывают в расчете на год:

$$r_p = \frac{\Delta P}{P_0} \times \frac{\text{база}}{n} \times 100,$$

где ΔP – доход, полученный от управления портфелем за весь период; P_0 – начальная сумма инвестиций; база – финансовый год, выраженный в днях/месяцах; n – период инвестирования.

Поскольку в процессе управления портфелем инвестор может как изымать средства, так и дополнительно их вносить, то необходимо знать стоимость портфеля на каждый момент времени внесения/изъятия дополнительных средств. Тогда формулу определения текущей доходности можно записать следующим образом (в процентах годовых):

$$r_p = \left(\frac{P_1}{P_{1_0}} \times \frac{P_2}{P_{2_0}} \times \ldots \times \frac{P_m}{P_{m_0}} - 1 \right) \times \frac{\text{база}}{n} \times 100,$$

где P_1 – стоимость портфеля в конце первого периода управления; P_{1_0} – стоимость портфеля в начале первого периода управления; P_2 – стоимость портфеля в конце второго периода управления; P_{2_0} – стоимость портфеля в начале второго периода управления; P_m – стоимость портфеля в конце последнего периода управления; P_{m_0} – стоимость портфеля в начале последнего периода управления.

С учетом эффекта начисления сложного процента доходность определяется из соотношения:

$$r_{\text{эф}} = \left(1 + \frac{r}{m} \right)^m - 1,$$

где r – доходность за период владения; m – количество периодов.

Инвестор, составляя портфель из различных активов, не может точно спрогнозировать будущую динамику доходности портфеля и соответствующих рисков,

поэтому для портфеля должны быть использованы показатели ожидаемых значений. Вероятностное прогнозирование включает в себя определение различных альтернативных результатов и вероятностей того, что они будут достигнуты.

Один из простейших показателей оценки ожидаемой доходности портфеля – средневзвешенная величина прошлых значений доходности, входящих в него инструментов. Ожидаемая доходность портфеля представляет собой взвешенную среднюю из показателей ожидаемой доходности отдельных ценных бумаг, входящих в данный портфель. Поскольку портфель, формируемый инвестором, состоит из совокупности различных ценных бумаг и финансовых инструментов, каждый из которых обладает своей ожидаемой доходностью, то ожидаемая доходность портфеля составит:

$$E_{(r_p)} = \sum_{i=1}^{n} \theta_i E_{(r_i)},$$

где $E_{(r_p)}$ – ожидаемая (средняя) доходность портфеля; θ_i – удельный вес ценной бумаги в портфеле; $E_{(r_i)}$ – ожидаемая (средняя) доходность ценной бумаги.

Таким образом, ожидаемая доходность портфеля является средневзвешенной ожидаемой доходностью ценных бумаги финансовых инструментов, входящих в портфель. В качестве весов служат относительные пропорции ценных бумаг, входящих в портфель.

Удельный вес ценной бумаги в портфеле определяется по формуле

$$\theta_i = \frac{P_i}{P},$$

где θ_i – удельный вес *i*-й ценной бумаги в портфеле; P_i – стоимость *i*-й ценной бумаги; P – стоимость портфеля.

Сумма всех удельных весов инструментов, входящих в портфель, равна единице, или 100 %.

При использовании данных о вероятностном распределении доходности инструментов ожидаемая доходность портфеля определяется как среднеарифметическая взвешенная доходность. При этом весами выступают вероятности каждого возможного исхода.

$$E_{(r_i)} = \sum_{i=1}^{n} r_i p_i,$$

где p_i – вероятность исхода события в будущем.

В целом любой инвестор, принимая решение об инвестициях, должен руководствоваться «схемой компромисса», представленной на рис. 47. Данная схема позволяет инвестору выбирать варианты соотношения доходности-риска, исходя из его целей.

Риск как экономическая категория представляет собой отношения между участниками сделки, договора по поводу невыполнения или ненадлежащего выполнения одной из сторон принятых на себя обязательств.

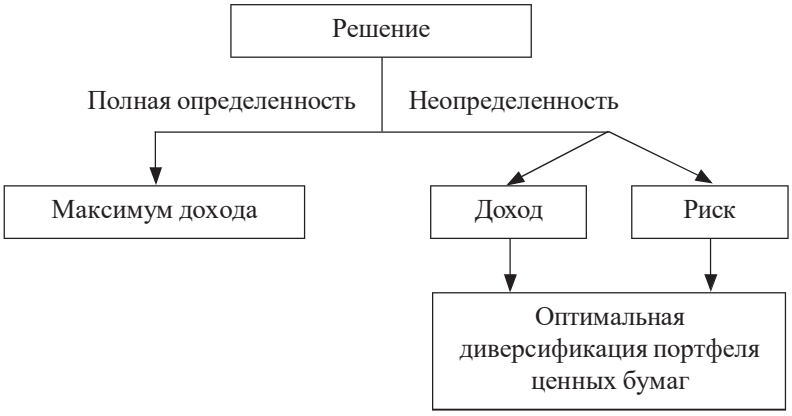


Рис. 47. Соотношение дохода и риска в условиях неопределенности

В этой связи можно рассматривать два варианта: с одной стороны, есть предполагаемый риск, а с другой стороны, есть реальный риск. Но с какой бы стороны мы не подходили к категории риска, ключевым является то, что он относится как к убытку, так и к прибыли. Тогда вполне естественным становится то, что реальный риск требует контроля, контроль со своей стороны требует наличия определенной системы, которая, в свою очередь, требует эффективного управления ею. Особо необходимо подчеркнуть, что контроль подразумевает под собой не столько слежение за рисками, сколько умение сделать их количественную оценку, чтобы получить объективную реальность для выполнения конечной задачи – управление рисками.

Классический подход определяет инвестиционный риск как вероятность отклонения величины фактического инвестиционного дохода от величины ожидаемого: чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот.

В условиях повышенной неопределенности фондовых рынков инвестиционный риск, наряду с традиционным взглядом, можно рассматривать как неопределенность, которая постоянно корректируется во времени на полноту информации о происходящих на рынке событиях.

Риск инвестора заключается в том, что он может получить доходность, отличную от ожидаемой. При этом часть портфельного риска продуцируется конкретным инструментом, а часть – привносится самим рынком. Поэтому большая часть инвестиционных рисков может быть классифицирована следующим образом (рис. 48).

Фундаментально инвестиционный риск портфеля может быть только двух видов:

– систематический (недиверсифицируемый, рыночный) риск, который включает в себя общие экономические условия и не устраняется путем диверсификации. Возникает для всех участников рынка, так как в процессе колебаний конъюнк-

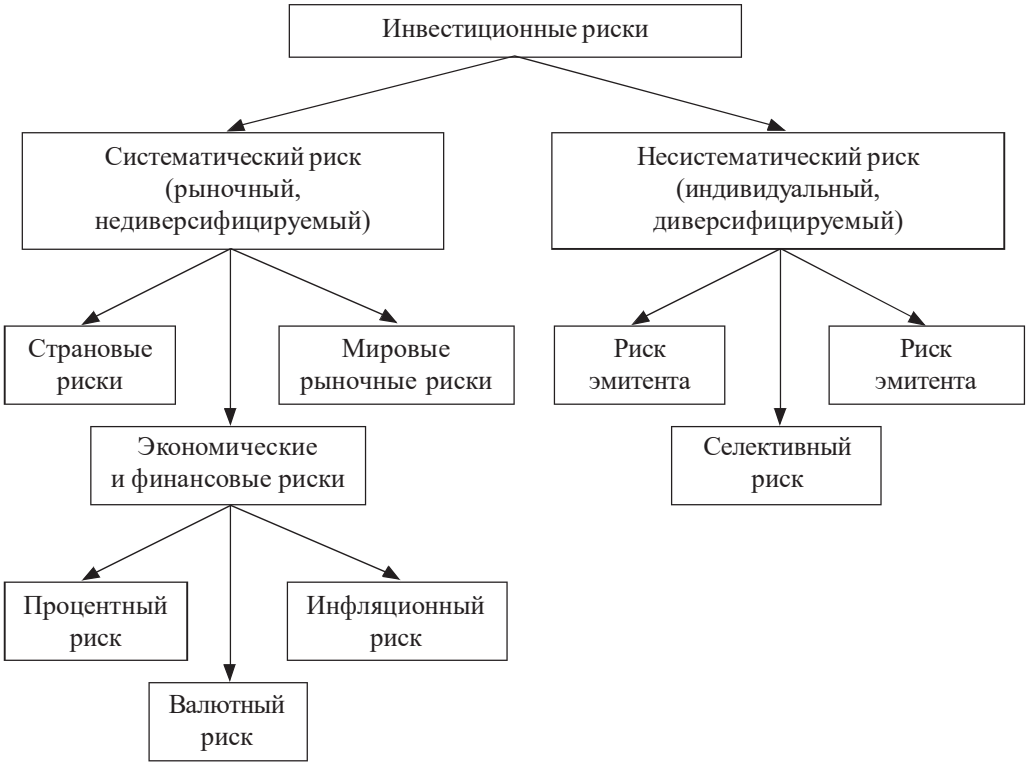


Рис. 48. Классификация инвестиционных рисков

туры финансового рынка уровень цен отдельных финансовых инструментов изменяется аналогично рыночному индексу в целом. Этот риск чаще называют рыночным риском и связан он с рисками общеэкономического характера, которым подвержен любой бизнес. Именно поэтому существует тенденция одновременного изменения цен на акции. И по этой же причине инвесторы страдают от «рыночной неопределенности», независимо от того, акциями скольких компаний они владеют;

– несистематический (диверсифицируемый) риск, который специфичен для каждого конкретного актива. Данный риск может быть элиминирован за счет диверсификации. Иначе он может называться индивидуальным (персонифицированным) риском. Индивидуальный риск возникает из того факта, что каждая компания сталкивается с особыми, характерными только для нее рисками, которые, может быть, свойственны еще только ее непосредственным конкурентам.

Диверсификация позволяет защитить инвестиции от неблагоприятного влияния:

а) циклических колебаний в экономике;

б) долгосрочных тенденций в отрасли;

в) ослабления позиций отдельных компаний.

Способы диверсификации:

– покупка акций компаний разных отраслей;

– покупка акций различных компаний;

– покупка различных видов ценных бумаг (облигации, акции);

– покупка акций компаний, отличающихся высокой степенью диверсификации производства.

Систематический риск обусловлен действием внешних факторов, которые инвестор контролировать не может. Структура систематического риска представлена на рис. 48.

Систематический риск включает в себя:

– страновой риск – риск вложения свободных денежных средств в ценные бумаги конкретной страны с высоким уровнем коррупции, неэффективной экономикой, низким инвестиционным рейтингом;

– мировые рыночные риски, обусловленные кризисными явлениями в мировой экономике и связанные с резким падением фондовых индексов крупнейших мировых бирж, что приводит к еще большему падению национальных биржевых индексов и потерям доходов инвесторов, особенно стран с развивающейся рыночной экономикой. Ярким примером служит обвальное падение российских фондовых индексов (ММВБ, РТС) в 1998 и 2008 гг.;

– инфляционный риск, который обусловлен снижением покупательной способности денег, а значит, и доходности активов;

– процентный риск, вызванный нестабильностью учетной (ключевой) ставки, которая влияет на стоимость ценных бумаг с фиксированным доходом;

– валютный риск, связанный с вложениями в валютные ценные бумаги, обусловленный изменениями курса иностранной валюты.

Несистематический риск можно классифицировать следующими категориями:

– селективный риск – риск неверного выбора ценных бумаг для инвестирования вследствие ошибочной оценки ценных бумаг;

– риск ликвидности ценной бумаги возникает вследствие затруднений с реализацией ценных бумаг портфеля по адекватной цене. Ликвидность ценной бумаги определяется временем продажи по приемлемой цене. Ликвидная ценная бумага продается за считанные минуты. При этом цена сделки незначительно отличается от цен по предыдущим аналогичным сделкам. Неликвидная бумага может не продаваться месяцами, а лучшая котировка на ее покупку может превышать лучшую котировку на ее продажу в несколько раз. Чем ниже ликвидность ценной бумаги (больше время продажи), тем выше риск;

– риск эмитента ценных бумаг, который зависит от финансового состояния предприятий, государства и муниципалитетов – эмитентов ценных бумаг, включенных в портфель. На уровень этого риска оказывает воздействие инвестиционная политика эмитента, а также уровень менеджмента, состояние отрасли в целом и др.

На величину *несистематического* (*диверсифицируемого*) *риска* можно воздействовать путем включения новых ценных бумаг в портфель и изъятия не оправдавших заданные критерии риска и доходности, т. е. путем диверсифика-

ции. Таким образом портфель можно диверсифицировать: снизить до минимума несистематический риск. В практике портфельного инвестирования принято, что даже случайно выбранные 8–15 активов могут устранить большую часть диверсифицируемого риска, если соблюдать правила хотя бы отраслевой диверсификации. Идеальный портфель настолько диверсифицирован, что единственным риском является систематический (рыночный) риск. Графическое соотношение риска и возможности его снижения через диверсификацию представлено на рис. 49.

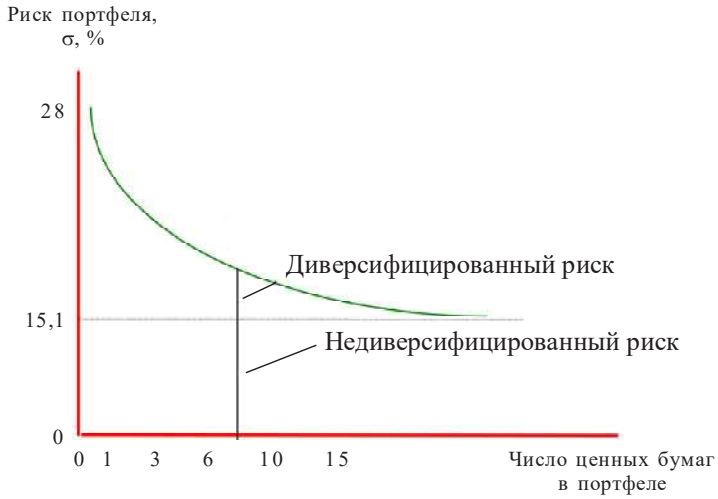


Рис. 49. Зависимость риска от числа ценных бумаг в портфеле

Так как риск представляет собой величину вероятностную, в качестве меры диверсифицируемого риска используются статистические показатели разброса случайной величины: дисперсия и стандартное отклонение. Они показывают, насколько и с какой вероятностью фактическая доходность актива может отличаться от величины его ожидаемой доходности. Чем меньше дисперсия (стандартное отклонение), тем ниже риск.

Простейшим показателем, используемым для измерения риска, является стандартное отклонение (или дисперсия распределения доходности портфеля), т. е. вероятность определенного уровня потерь от инвестирования в определенную совокупность ценных бумаг.

Дисперсия доходности актива i рассчитывается следующим образом:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} (r_i - \overline{r})^2,$$

где r_i – доходность актива в i-м периоде; $\overline{r}$ – ожидаемая доходность актива (средняя за период).

Ожидаемая доходность актива может быть рассчитана по формуле

$$\overline{r} = \sum_{i=1}^{n} r_i P_i,$$

где r_i – доходность актива в i-м периоде; P_i – вероятность наступления i-го исхода событий.

В условиях реального финансового рынка инвестор, как правило, принимает решение на основании имеющейся информации об исторической доходности ценной бумаги. В этом случае ожидаемая доходность рассчитывается как среднеарифметическое:

$$\overline{r} = \sum_{i=1}^{n} r_i P_i / N,$$

где N – количество наблюдений (значений).

Наиболее полной будет выглядеть следующая формула для расчета дисперсии:

$$Var(r_m) = \sigma^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^{N} (r_i - \overline{r})^2.$$

Причина деления на $(N - 1)$, а не на N состоит в том, чтобы компенсировать так называемую потерю степени свободы.

Применение дисперсии для оценки риска финансовых операций не всегда удобно, так как размерность дисперсии равна квадрату единицы измерения случайной величины. На практике результаты анализа более наглядны, если показатель выражен в тех же единицах, что и сама величина. Для этого используется стандартное (среднеквадратическое) отклонение. Стандартное отклонение рассчитывается как квадратный корень из дисперсии.

После определения $\overline{r}$ и σ_r^2 выбор варианта производится по правилу Г. Марковица: портфель A лучше портфеля B, если для него выполняется одно из следующих двух условий:

1) $\overline{r_A} \geq \overline{r_B}$, $(\sigma_r^2)_A < (\sigma_r^2)_B$;

2) $\overline{r_A} > \overline{r_B}$, $(\sigma_r^2)_A \leq (\sigma_r^2)_B$.

Если эти условия не выполняются, то для выбора портфеля потребуется дополнительный анализ с учетом ряда других факторов. Например, если при сравнении портфелей A и B окажется, что имеет место соотношение:

$$\overline{r_A} > \overline{r_B}, \ (\sigma_r^2)_A > (\sigma_r^2)_B,$$

для выбора можно воспользоваться коэффициентом вариации:

$$\nu = \frac{\sigma_r}{r}.$$

Портфель A следует принять, если $\nu_A < \nu_B$.

В связи с тем, что различные активы по-разному реагируют на конъюнктурные изменения рынка, ожидаемый риск портфеля в большинстве случаев не соответствует средневзвешенной величине стандартных отклонений доходностей, входящих в него активов. Стандартное отклонение (риск) портфеля, состоящего из двух активов, на основе корреляции их доходностей вычисляется по следующей формуле:

$$\sigma_p = \sqrt{\theta_x^2\sigma_x^2 + \theta_y^2\sigma_y^2 + 2\theta_x\theta_y\sigma_x\sigma_y\rho_{x,y}},$$

где σ_x, σ_y – стандартное отклонение активов x и y; $\rho_{x,y}$ – коэффициент корреляции между активами x и y.

При формировании портфеля очень важным является вопрос о взаимозависимости финансовых инструментов. Степень взаимосвязи между доходностями двух активов можно определить с помощью показателей ковариации и корреляции.

Ковариация – это статистическая мера взаимодействия двух случайных величин. Она показывает степень зависимости двух переменных, например, зависимость доходностей двух ценных бумаг, входящих в портфель.

Ковариация может принимать как положительные, так и отрицательные значения. При положительной ковариации доходностей двух бумаг с ростом доходности первой доходность второй будет расти. И наоборот, при падении доходности первой доходность второй будет снижаться. При отрицательной ковариации рост доходности первой бумаги будет сопровождаться падением второй. Если ковариация равна нулю, то никакой зависимости не наблюдается либо она очень слаба. Чем больше значение ковариации, тем сильнее зависимость. Ковариация определяется по формуле

$$Cov_{1,2} = \sum (r_{1i} - \overline{r}_{(r_{1i})})\,(r_{2i} - \overline{r}_{(r_{2i})}),$$

где $r_{(1,2)i}$ – доходность актива 1 или 2 в i-м периоде; $\overline{r}_{(ri1,2)}$ – средняя (ожидаемая) доходность актива 1 или 2 за n периодов.

Если необходимо рассчитать выборочную ковариацию, то приведенную формулу необходимо разделить на N периодов наблюдения.

Ковариация зависит от единиц измерения величин. Это ограничивает ее применение. Очень близкой к ковариации является другая статистическая мера – коэффициент корреляции. Он нормирует ковариацию для облегчения сравнения с другими парами независимых переменных. Ковариация двух случайных величин равна корреляции между ними, умноженной на произведение стандартных отклонений. Отсюда коэффициент корреляции равен:

$$\rho_{1,2} = \frac{Cov_{1,2}}{\sigma_1\sigma_2}.$$

Коэффициент корреляции ρ принимает значение от +1 до –1.

В результате можно получить следующий анализ крайних случаев:

а) $\rho = 1$. Это означает, что имеет место прямая корреляция между доходностями актива 1 и 2. Если один из двух активов имеет относительно высокую доход-

ность, то и другой актив имеет относительно высокую доходность. Соответственно, когда один из двух активов имеет относительно низкую доходность, тогда и другой имеет такую же доходность.

б) $\rho = -1$. В этом случае имеется отрицательная корреляция, т. е. доходности двух активов изменяются противоположно друг другу – при возрастании доходности актива 1 уменьшается доходность актива 2 и наоборот.

в) $\rho = 0$ – случай независимости, т. е. доходности активов 1 и 2 не зависят друг от друга. В такой ситуации, когда один из активов имеет относительно высокую доходность, другой может иметь и относительно высокую, и относительно низкую, и среднюю доходности.

При расчете риска портфеля, состоящего из нескольких активов, необходимо учесть парные ковариации (корреляции) всех входящих в него инструментов.

Дисперсия портфеля на основе ковариации доходностей, например, для трех активов, входящих в портфель, определяется по формуле:

$$\sigma_p^2 = \theta_1^2\sigma_1^2 + \theta_2^2\sigma_2^2 + \theta_3^2\sigma_3^2 + 2\theta_1\theta_2 Cov_{1,2} + 2\theta_1\theta_3 Cov_{1,3} + 2\theta_2\theta_3 Cov_{2,3}.$$

Каждый член двойной суммы включает в себя произведение весов двух ценных бумаг и их ковариацию.

Интерпретация коэффициента корреляции состоит в следующем:

– при объединении в портфель активов с корреляцией (+1) риск не уменьшается, а лишь усредняется;

– идеальный портфель состоит из активов с корреляцией (–1);

– при отрицательной корреляции между активами риск портфеля меньше средневзвешенной суммы рисков, привносимых каждым конкретным активом. Поэтому при формировании портфеля необходимо стремиться к объединению активов с наименьшей корреляцией доходностей.

Относительное изменение доходности акции (портфеля акций), по сравнению с доходностью рынка, характеризуется коэффициентом бета (β). Этот коэффициент измеряет относительную неустойчивость доходности инструмента или портфеля в сравнении с репрезентативным показателем доходности рынка в целом, который, как правило, представлен фондовым индексом. Математический смысл коэффициента β следует из формулы оптимального (эффективного) портфеля:

$$E_{(r_i)} - r_f = \beta_i \left[\overline{r}(r_m) - r_f \right],$$

где r_f – безрисковая ставка; β_i – коэффициент бета акции; $\overline{r}(r_m)$ – ожидаемая доходность по рынку за тот же период.

Исходя из этой формулы, теория инвестиционного портфеля позволяет сделать вывод: премия за риск любой акции, включенной в оптимальный портфель, пропорциональна премии за риск, связанной с портфелем в целом. Коэффициентом пропорциональности выступает бета.

Бета портфеля представляет собой средневзвешенную сумму значений бета инструментов, входящих в этот портфель:

$$\beta_p = \sum \theta_i \beta_i .$$

Так как бета портфеля является средним значением беты акций, входящих в портфель, то увеличение диверсификации портфеля не вызывает изменение беты портфеля и, соответственно, рыночного риска портфеля в ту или иную сторону. Диверсификация портфеля позволяет усреднить рыночный риск.

Бета конкретного инструмента или акции рассчитывается по формуле

$$\beta_i = \rho_{i,p} \frac{\sigma_i}{\sigma_p} = \frac{Cov_{i,p}}{\sigma_p^2},$$

где $\rho_{i,p}$ – корреляция между доходностью *i*-го актива и доходностью на рыночный индекс; σ_p – стандартное отклонение доходности на рыночный индекс; $Cov_{i,p}$ – ковариация доходности *i*-го актива и доходности на рыночный индекс; σ_p^2 – дисперсия доходности на рыночный индекс.

Бета портфеля показывает, как рынок будет действовать на изменение доходности портфеля. Например, если бета портфеля равна 2, то увеличение доходности по рынку на 1 % приведет к увеличению доходности портфеля на 2 %. Такая же величина изменения риска, но в обратном направлении, приведет к снижению доходности портфеля на те же 2 %.

Таким образом, акции с $\beta > 1$ более рискованны, чем с $\beta < 1$. С точки зрения ограничения рыночных рисков при формировании портфеля акции с отрицательной бетой более предпочтительны. Стремясь сформировать портфель с наименьшим бета, можно использовать индексный метод, когда структура формируемого портфеля копирует структуру какого-либо фондового индекса – эталонного портфеля с широкой базой и пересматривается с его изменениями.

Применительно к портфелям риск ценных бумаг как раз измеряется бетой. С увеличением числа разных ценных бумаг и, следовательно, лучшей диверсификацией, риск портфеля снижается до того момента, пока не устраняется несистематический риск и не остается только рыночный риск.

В чем причина? Она определяется средней бетой отдельных ценных бумаг. Предположим, что портфель инвестора состоит из большого числа акций, условимся – 150, которые выбраны на рынке случайным образом.

В результате получим портфель, очень близкий к идеальному рыночному портфелю ценных бумаг. В таком случае бета портфеля может равняться 1,0, и корреляция с рынком может быть равна 1,0. Если бы стандартное отклонение доходности рынка составило 20 %, то стандартное отклонение доходности портфеля также равнялось бы 20 %.

Но предположим, что инвестор формирует портфель из большой группы акций со средней бетой, равной 1,5. И опять же он в конце концов мог бы получить портфель из 150 акций, которые фактически не имели бы индивидуального риска.

Однако стандартное отклонение доходности такого портфеля оказалось бы равным 30 %, т. е. в 1,5 раза больше рыночного отклонения. Колебания доходности полностью диверсифицированного портфеля с $\beta = 1,5$ будут на 50 % больше колебаний доходности рынка, и риск портфеля окажется равен 150 % рыночного риска.

Можно провести точно такой же эксперимент с акциями, бета которых равна 0,5, и в результате оказалось бы, что риск полностью диверсифицированного портфеля для инвестора в данном случае будет в два раза меньше рыночного риска.

Сделаем важные выводы:

– бета измеряет недиверсифицируемый, или рыночный, риск, связанный с инвестиционным инструментом;

– инвестиционные инструменты могут иметь как положительные, так и отрицательные значения бета-коэффициента;

– активы, у которых бета больше 1, более отзывчивы на изменение рыночной доходности и, следовательно, более рискованны, чем рынок в целом;

– активы, у которых бета меньше 1, менее рискованны, чем рынок в целом;

– чем выше бета для инвестиционного инструмента, тем из-за высокого риска выше уровень ожидаемой доходности, и наоборот;

– бета для рынка в целом равна 1.

10.4. Модель оценки стоимости активов (CAPM)

В соответствии с современной финансовой теорией более рискованные активы должны предлагать более высокую ожидаемую доходность, и модели ценообразования активов это учитывают. В условиях хорошо развитого рынка информация быстро находит отражение на динамике курса ценных бумаг.

В середине 60-х гг. прошлого века У. Шарпом была разработана модель, описывающая взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью актива. Она получила название модели оценки стоимости активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM).

CAPM исходит из того, что акции тем рискованнее, чем больше динамика их курса увязана с динамикой курсов на рынке в целом. CAPM является моделью одного временного периода.

Модель CAPM строится на основе нескольких предположений:

– оценка инвестиционных портфелей производится на основе ожидаемой доходности и стандартного отклонения;

– выбирая из двух портфелей, предпочтение отдается портфелю с наибольшей ожидаемой доходностью при прочих равных условиях;

– выбирая из двух портфелей, предпочтение отдается портфелю с наименьшим стандартным отклонением, т. е. с наименьшим риском, при прочих равных условиях;

– при желании инвестор может купить часть акции, т. е. активы делимы;

– существует безрисковая процентная ставка, одинаковая для всех инвесторов, по которой можно получить кредит или дать в долг;

– налоги и операционные издержки несущественны;

– период инвестирования для всех инвесторов одинаков;

– информация свободна и незамедлительно получается всеми инвесторами.

Инвесторы одинаково оценивают ожидаемую доходность, стандартное отклонение и ковариации доходностей ценных бумаг.

Зависимость между стандартным отклонением и ожидаемой доходностью графически описывается с помощью линии рынка капитала (рис. 50).

Эффективные портфели находятся вдоль прямой $r_f L$, имеющей название линии рынка капитала (Capital Market Line – CML), и образуются различными комбинациями риска и доходности, получаемыми в сочетании рыночного портфеля с безрисковым заимствованием или кредитованием. Все остальные портфели, не использующие комбинации рыночного портфеля и безрискового заимствования или кредитования, будут лежать ниже CML.

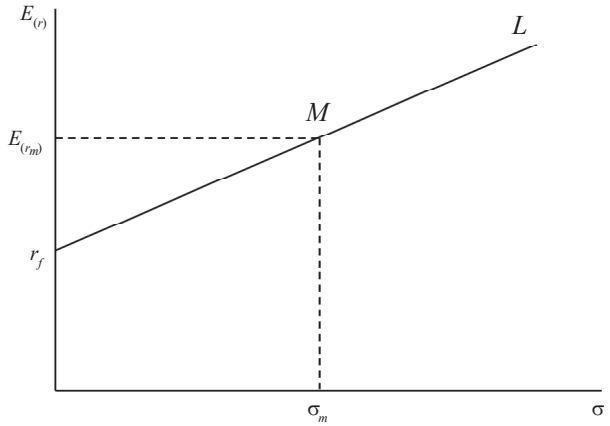


Рис. 50. Зависимость между стандартным отклонением и ожидаемой доходностью портфеля:

M – рыночный портфель; r_f – безрисковая ставка доходности; $r_f L$ – линия рынка капитала (CML); σ_m – ожидаемый риск рыночного портфеля (стандартное отклонение доходности); $\overline{r}(r_m)$ – ожидаемая доходность рыночного портфеля

Уравнение CML имеет следующий вид:

$$E_{(r_i)} - r_f = \frac{\sigma_i}{\sigma_m}\left[\overline{r}(r_m) - r_f\right].$$

CML описывает соотношение риска и ожидаемой доходности только для широко диверсифицированных (эффективных) портфелей, но не отвечает на вопрос, какой ожидаемой доходностью должны обладать менее диверсифицированные портфели или отдельные активы.

Зависимость между рыночным риском и ожидаемой доходностью графически описывается с помощью линии рынка ценных бумаг (рис. 51).

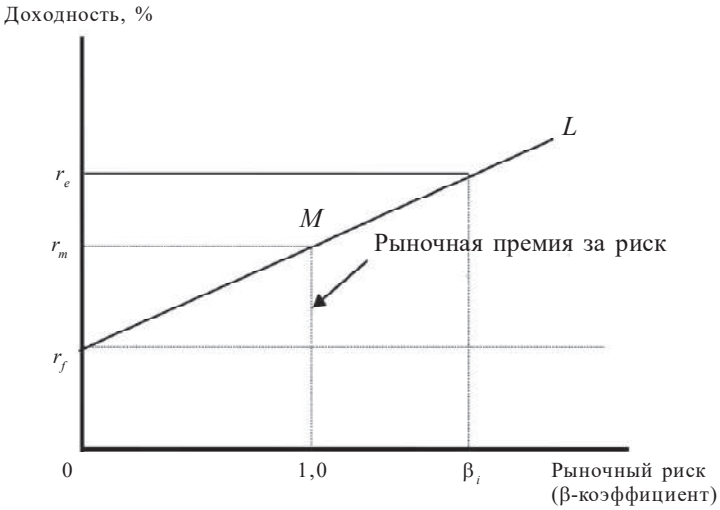


Рис. 51. Линия рынка ценных бумаг

Линия рынка ценных бумаг отображает рыночный портфель. Значение бета портфеля, отражающего фондовый рыночный индекс, равно 1, а ожидаемая доходность равна r_m. Так как значение беты для безрисковых бумаг равно 0, то линия рынка ценных бумаг должна проходить также через точку с координатами 0 и r_f.

Ожидаемая премия за риск инвестиций, у которых β = 0,5, составляет половину ожидаемой премии за рыночный риск. Ожидаемая премия за риск инвестиций с β = 2,0 в два раза превышает ожидаемую премию за рыночный риск.

Ожидаемая доходность акций, превышающая безрисковую ставку r_f, выражается следующим образом:

$$E_{(r_i)} - r_f = \beta_i \left[\overline{r}(r_m) - r_f \right].$$

Инвестор может получить ожидаемую премию за риск, равную $\beta_i \left[\overline{r}(r_m) - r_f \right]$, комбинируя рыночный портфель и безрисковые займы. Так, на хорошо функционирующем рынке никто не держит акции, предлагающие премию за ожидаемый риск меньше, чем $\beta_i \left[\overline{r}(r_m) - r_f \right]$.

Угол наклона линии рынка ценных бумаг определяется отношением инвесторов к риску в условиях рынка, т. е. коэффициентом бета (или коэффициентом наклона рыночной модели). Чем выше риск, тем более крутой наклон будет у линии рынка ценных бумаг. Любая акция должна лежать на линии рынка актива и обеспечивать премию за ожидаемый риск.

Так как ожидаемая доходность портфеля равна средневзвешенной доходностей активов, входящих в портфель, то каждый актив, а соответственно и портфель, будет лежать на линии рынка ценных бумаг. Следовательно, эффективные портфели лежат как на CML, так и на линии рынка ценных бумаг. Неэффективные портфели также лежат ниже линии рынка ценных бумаг.

Риск хорошо диверсифицированного портфеля зависит от рыночного риска входящих в него ценных бумаг. Тогда премия за риск любой ценной бумаги, включенной в оптимальный портфель, пропорциональна премии за риск, связанный с портфелем в целом. Чем больше β, тем выше доля общего риска, связанного с вложением именно в эту ценную бумагу. Чем больше β, тем выше, как видно из рис. 51, и премия за риск.

Перед каждым инвестором возникает важный вопрос: если рыночный портфель состоит из отдельных акций, тогда почему изменчивость его доходности не отражает средней изменчивости доходности его компонентов? Причина в том, что диверсификация снижает изменчивость. Сама диверсификация возможна благодаря тому, что цены различных акций изменяются неодинаково. Статистики имеют в виду то же самое, когда говорят, что изменения цен на акции не полностью коррелируют. Необходимо найти по крайней мере две такие акции, где снижение стоимости одной акции компенсировалось бы ростом другой. Следовательно, существовала бы возможность снизить риск с помощью диверсификации.

Риск, который может быть устранен диверсификацией, не случайно называется индивидуальным (уникальным, специфическим) риском или диверсифицируемым риском. Индивидуальный риск возникает из того факта, что каждая компания сталкивается со специфическими для нее рисками, которые, может быть, свойственны лишь однотипным хозяйствующим субъектам.

Но есть и другой риск, которого нельзя избежать независимо от того, какова диверсификация портфеля инвестора. Этот риск уже анализировался и называется он рыночным риском. Действительно, рыночный риск связан с рисками общеэкономического характера, которым подвержен любой бизнес. Именно поэтому существует тенденция одновременного изменения цен на акции. Исходя из этого, объективным становится и то, что по этой же причине инвесторы страдают от «рыночной неопределенности» независимо от того, акциями скольких компаний они владеют.

Инвесторы могут исключить индивидуальный риск, но они не способны устранить рыночный риск.

Можно разбить действия инвестора на две стадии.

Первая – необходимо выбрать «лучший» портфель обыкновенных акций.

На второй стадии следует подобрать комбинацию этого портфеля с займами или кредитами, позволяющую достичь такой степени риска, которая удовлетворяла бы вкусы отдельного инвестора. Заимствование и кредитование расширяют границы инвестиционных возможностей (рис. 52).

На рис. 52 видно, что если, например, инвестор вкладывает денежные средства в портфель C и предоставляет заем или берет кредит по безрисковой процентной ставке (R_f), то он может достичь любой точки вдоль прямой линии от точки R_f до точки C и далее. Это дает возможность инвестору рассчитывать на более высокую ожидаемую доходность при любом уровне риска, чем инвестиции только в обыкновенные акции. Рис. 52 также помогает увидеть, что когда инвестор отдает взаймы часть своих денег, то в итоге он оказывается между точками R_f и C,

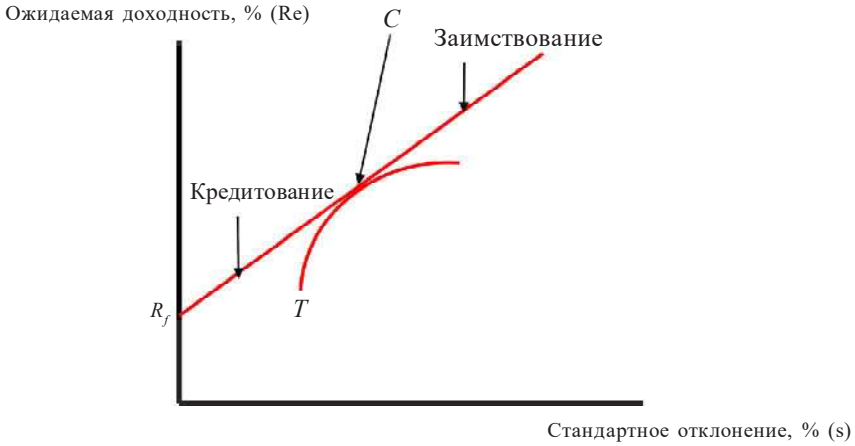


Рис. 52. Зависимость ожидаемой доходности портфеля от стандартного отклонения

с другой стороны, если инвестор может взять кредит по безрисковой ставке, то он расширяет свои возможности за точку *C*. Таким образом, вне зависимости от уровня риска, который выбирает инвестор, он может получить самую высокую ожидаемую доходность, комбинируя портфель *C* с займами и кредитами. Поэтому нет никакого смысла инвестору держать, в нашем примере, так называемый портфель *T*. Именно по этой причине инвестор на первой стадии инвестирования выбирает «лучший» портфель обыкновенных акций – никакой другой, как портфель *C*, в рассматриваемом случае. Точка, соответствующая портфелю *C*, представляет собой точку касания линии эффективных портфелей. Этот портфель дает наибольшую ожидаемую премию за риск ($R_e - R_f$) на единицу стандартного отклонения (σ). Премия за риск представляет собой разницу между ожидаемой доходностью инвестиций и безрисковой ставкой.

Теоретически кажется, что можно пожелать инвестору иметь портфель, где относительно большая часть инвестиций приходилась бы на долю акций, цена которых несколько занижена. Но фактически маловероятно, чтобы на конкурентном рынке инвестору удалось бы монопольно завладеть воплощением таких хороших идей. А это еще раз подтверждает мысль, что любому инвестору нужен просто рыночный портфель ценных бумаг и ничего больше. Именно поэтому многие профессиональные инвесторы вкладывают средства в портфели, отражающие рыночные индексы, а большинство других держат высокодиверсифицированные портфели.

Весь анализ показывает, что для снижения рисков необходимо использовать разные приемы: как диверсификацию, так и хеджирование, иммунизацию и др.

Исходя из приведенных доказательств, сделаем еще ряд выводов, характеризующих основные принципы выбора портфелей.

Инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение. Портфели обыкновенных акций, обеспечивающие наиболее высокую ожидаемую доходность при данном стандартном отклонении, являются эффективными портфелями.

Если инвестор хочет знать предельное влияние акции на риск портфеля, он должен учитывать не риск акции самой по себе, а ее вклад в риск портфеля. Этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости портфеля.

Чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля и есть бета. Следовательно, бета измеряет предельный вклад акции в риск рыночного портфеля. Очевидный способ вычислить бету акций – это посмотреть, как в прошлом цены акций реагировали на рыночные изменения.

Если инвесторы могут брать займы или предоставлять кредиты по безрисковой ставке, тогда им следует всегда иметь комбинацию безрисковых инвестиций и портфель обыкновенных акций. Состав такого портфеля акций зависит только от того, как инвестор оценивает перспективы каждой акции, а не от его отношения к риску. Если инвесторы не располагают какой-либо дополнительной информацией, им следует держать такой же портфель акций, как и у других, иначе говоря, им следует держать рыночный портфель ценных бумаг.

Попробуем проследить логику рассуждений дальше, если каждый держит рыночный портфель и если бета показывает вклад каждой ценной бумаги в риск рыночного портфеля, тогда вполне оправданно, что премия за риск, требуемая инвесторами, пропорциональна коэффициенту бета. Премии за риск всегда отражают вклад в риск портфеля. Предположим, что инвестор формирует портфель. Некоторые акции увеличат риск портфеля, и он, естественно, приобретет их только в том случае, если они к тому же увеличат и ожидаемый доход. Другие акции снизят портфельный риск, и поэтому инвестор готов купить их, даже если они снижают ожидаемые доходы от портфеля. В конечном итоге эффективный портфель характеризует связь между ожидаемой доходностью каждой акции и ее предельным вкладом в портфельный риск как прямолинейную. Так же верно и обратное: если прямолинейной связи нет, портфель не является эффективным.

Вместе с тем теории построения и использования бета и других коэффициентов не дают окончательного ответа о предопределении рискованности вложений для инвесторов, но позволяют достаточно объективно оценить тенденции поведения тех или иных акций на фондовом рынке. Нередко данные коэффициенты вступают в противоречие с практикой рынка ценных бумаг. Такие противоречия особенно явно наблюдаются и на российском фондовом рынке, который демонстрирует необычайно быструю динамику своей эволюции и, обладая уже почти всеми атрибутами развитых рынков, отличается от них своей повышенной неопределенностью и нестабильностью.

Если в странах со стабильной экономикой имеется множество аналитических агентств, которые готовят и распространяют информацию о значениях бета и других коэффициентов для акций самых разных эмитентов, то в России многие важные для принятия инвестиционных решений коэффициенты пока еще не пользуются популярностью у инвесторов. Следует отметить, что по итогам каждого торгового дня ПАО «Московская биржа» публикует коэффициенты корреляции между акциями, в также между акциями и индексом Мосбиржи, одновременно публикуются ежедневно бета-коэффициенты акций российских компаний.

10.5. Оценка эффективности управления портфелем ценных бумаг

Под управлением понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

– сохранить первоначально инвестированные средства;

– достигнуть максимального уровня дохода;

– обеспечить инвестиционную направленность портфеля.

Иначе говоря, процесс управления направлен на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые бы соответствовали интересам его держателя.

С точки зрения стратегий портфельного инвестирования можно сформулировать следующую закономерность. Типу портфеля соответствует и тип избранной инвестиционной стратегии: активной, направленной на максимальное использование возможностей рынка, или пассивной. Активная стратегия предполагает постоянную ротацию портфеля ценных бумаг. Пассивная стратегия направлена на формирование хорошо диверсифицированного портфеля и сохранение его инвестиционных характеристик в неизменном виде достаточно длительное время.

Активная модель управления предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционным целям портфеля, а также быстрое изменение состава фондовых инструментов, входящих в портфель.

Отечественный фондовый рынок характеризуется резким изменением котировок, динамичностью процессов, высоким уровнем риска. Все это позволяет считать, что его состоянию адекватна активная модель мониторинга, которая делает управление портфелем эффективным.

Мониторинг является базой для прогнозирования размера возможных доходов от инвестиционных средств и интенсификации операций с ценными бумагами.

Управляющий, занимающийся активным управлением, должен суметь отследить и приобрести наиболее эффективные ценные бумаги и максимально быстро избавиться от низкодоходных активов. При этом важно не допустить снижение стоимости портфеля и потерю им инвестиционных свойств, а следовательно, необходимо сопоставлять стоимость, доходность, риск и иные инвестиционные характеристики «нового» портфеля (т. е. учитывать вновь приобретенные ценные бумаги и продаваемые низкодоходные) с аналогичными характеристиками имеющегося «старого» портфеля. Этот метод требует значительных финансовых затрат, так как связан с информационной, аналитической, экспертной и торговой активностью на рынке ценных бумаг, при которой необходимо использовать широкую базу экспертных оценок и проводить самостоятельный анализ, осуществлять прогнозы состояния рынка ценных бумаг и экономики в целом.

Такая практика характерна для крупных банков и инвестиционных компаний, имеющих большой портфель ценных бумаг и стремящихся к получению максимального дохода от профессиональной работы на рынке.

Необходимо учитывать, что затраты по активному управлению портфелем ценных бумаг довольно высоки.

Активный мониторинг представляет непрерывный процесс таким образом, что процесс управления портфелем ценных бумаг сводится к его периодической ревизии.

Пассивное управление предполагает создание хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска, рассчитанным на длительную перспективу. Такой подход возможен при достаточной эффективности рынка, насыщенного ценными бумагами хорошего качества. Продолжительность существования портфеля предполагает стабильность процессов на фондовом рынке. Пассивное управление эффективно лишь в отношении портфеля, состоящего из низкорискованных ценных бумаг. Ценные бумаги должны быть долгосрочными для того, чтобы портфель существовал в неизменном состоянии длительное время. Это позволит реализовать основное преимущество пассивного управления – низкий уровень накладных расходов.

Один из основных методов пассивного управления предполагает оценивать *эффективность управления портфелем* как определение фактической доходности и риска портфеля за рассматриваемый период, и эталонного портфеля, который используется в качестве точки отсчета для сравнительного анализа.

На практике приходится сравнивать результаты управления как частных портфелей, так и различных управляющих. Если сравнивать портфели только на основе их абсолютных значений, то, как правило, сложно сделать правильную оценку. Например, доходность одного портфеля за год составила 150 %, а второго – 100 %. Результаты управления первым портфелем кажутся более предпочтительными, но это без учета риска. Если его риск был в два раза больше риска второго портфеля, то более успешным оказался второй инвестор или управляющий.

Поэтому для оценки эффективности управления портфелем используют относительные показатели, которые учитывают как доходность, так и риск портфеля.

Коэффициент Шарпа:

$$\text{RVAR} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p},$$

где r_p – средняя доходность портфеля за период; r_f – безрисковая ставка доходности; σ_p – ожидаемый риск портфеля.

Коэффициент Шарпа учитывает доходность портфеля, полученную сверх ставки без риска, и весь риск, как рыночный, так и нерыночный.

Допустим, инвестиционный портфель под управлением показал доходность 25 %, причем стандартное отклонение составило 10 %. За то же время депозит в ПАО «Сбербанк» обеспечил доходность 5 %. В этом случае коэффициент Шарпа будет равен (25 – 5)/10 = 2. Можно сказать, что на 1 % риска было получено 2 %

прибыли сверх безрисковой (гарантированной) доходности. При равной доходности меньшая величина стандартного отклонения даст большее значение коэффициента Шарпа.

Недостатки коэффициента Шарпа:

1. Зависимость от рассматриваемого интервала и бенчмарка. Прошлая доходность не гарантирует будущей, поэтому показатель коэффициента Шарпа подвержен изменениям, причем нередко довольно резким.

2. Любые колебания доходности (как положительные, так и отрицательные) в формуле для расчета коэффициента Шарпа являются одинаково плохими – а значит, даже успешная торговля может дать низкие значения коэффициента Шарпа.

3. Нет различий между чередующимися и последовательными убытками, хотя на практике первый случай может означать слом торговой системы и уменьшение вероятности будущей прибыли.

Тем не менее иногда коэффициент позволяет, особенно на периоде с прошедшим кризисом, сделать вывод о рисках торговли инвестора или фонда: при сравнении двух и более из них, показывающих равную доходность, наиболее предпочтительным будет тот, кто имеет более высокий коэффициент Шарпа.

Второй показатель – *это коэффициент Трейнора.* В качестве меры риска здесь учитывается бета портфеля:

$$\text{RVOL} = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}.$$

Показатель Шарпа в качестве риска учитывает стандартное отклонение, и поэтому его следует использовать инвестору, портфель которого не является широко диверсифицированным. Показатель Трейнора лучше подходит для диверсифицированного портфеля. Чем выше значения коэффициентов, тем лучше результаты управления.

Коэффициент Трейнора является мерой доходности с поправкой на понесенные риски. Коэффициент Трейнора основывается на системном риске инвестора. Данный коэффициент похож на коэффициент Шарпа с той разницей, что при расчете коэффициента Трейнора используется бета (мера рыночного риска), вместо сигмы (волатильности или меры общего риска), которая применяется при расчете коэффициента Шарпа.

Коэффициент Трейнора иногда называют коэффициентом доходности к волатильности.

Третий показатель – *коэффициент Сортино,* который по сути является модернизированным коэффициентом Шарпа. Здесь вместо стандартного отклонения в знаменателе используется отклонение (колебание доходности) в отрицательную сторону (ниже безрисковой процентной ставки), что позволяет учесть влияние лишь отрицательной волатильности. Логичность такого подхода признавал и уже упомянутый выше Марковиц, а на практике его воплотил Сортино в 80-х гг. прошлого века.

$$S = \frac{R - T}{\sigma},$$

$$\text{RVAR} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p},$$

где r_p – средняя доходность портфеля за период; r_f – безрисковая ставка доходности; σ_p – ожидаемый риск портфеля.

$$\sigma = \sqrt{\int_{-\infty}^{T} (T - x)^2 f(x) dx}.$$

Рассмотрим годовую торговлю, где инвестор по кварталам показал результаты доходности: 26 %, 10 %, 1 % и 3 %. Тогда средняя доходность равна

$$R = (26\ \% + 10\ \% + 1\ \% + 3\ \%)/4 = 10\ \%.$$

Годовая ставка по депозиту пусть будет равна 6 %, и числитель формулы в этом случае $(R - T) = 10\ \% - 6\ \% = 4\ \%$. Для расчета знаменателя нужно учесть только те значения, которые меньше безрисковой ставки, т. е в данном случае меньше 6 %. Это 1 % и 3 %. При этом, однако, результат делится на общее число замеров доходности, т. е. на 4:

$$\sigma = \sqrt{((6-1)\cdot(6-1) + (6-3)\cdot(6-3))/4} = 2{,}915\ \%.$$

Следовательно, коэффициент Сортино равен

$$S = 4/2{,}915 = 1{,}37.$$

Хорошим результатом можно считать значение больше 0,5. Если результат считается на полгода, то доходность безрисковой ставки нужно делить на два, за три года – умножать на три и т. д.

Интересно, что согласно формулам коэффициенты Шарпа и Сортино при равенстве доходности торговли и безрисковой ставки получаются равными нулю вне зависимости от стандартного отклонения. Если результат торговли хуже безрисковой ставки, то знак коэффициентов будет отрицательным.

10.6. Применение фундаментального и технического анализа при формировании портфеля ценных бумаг

Фундаментальный и технический анализ пытаются решить одну и ту же проблему: определить направление дальнейшего движения цены, но подходят к ней с разных сторон.

Фундаментальный анализ позволяет понять, недооценены или переоценены в данный момент акции той или иной компании, т. е. нужно ли их сейчас включать в свой долгосрочный инвестиционный портфель или приобретенные ранее

необходимо продать. Применяется для исследования финансово-экономического состояния отраслей, отдельных компаний и их инвестиционной привлекательности. Компании привлекательны, если их акции устойчивы в долгосрочной перспективе, а у самих компаний есть потенциал развития. Фундаментальный анализ используется для определения с большой степенью достоверности реальной или «справедливой» стоимости ценных бумаг.

При фундаментальном анализе проводится более глубокое изучение финансово-хозяйственного состояния компаний, перспектив ее развития, документов, которые компания публикует о себе. Для определения «справедливой» стоимости акции чаще всего применяются два основных метода: сравнение с аналогичными предприятиями и метод дисконтированных денежных потоков (DCF).

Первый метод оценки основан на сравнении с аналогичными предприятиями, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними или рыночной стоимости их акций. Второй – на предположении, что стоимость предприятия определяется на основе прогноза денежных потоков, которые организация может получить в будущем.

Методы фундаментального анализа являются разновидностями классического экономического и финансового анализа, опирающимися на вполне рациональные представления о причинах и факторах изменения цен. Однако фундаментальному анализу также присуща значительная доля субъективизма в оценках. Это объясняется, в первую очередь, невозможностью проанализировать все множество факторов ценообразования.

Таким образом, фундаментальный анализ больше используется при долгосрочных инвестициях, тогда как технический – для кратковременных спекулятивных сделок на рынке.

Технический анализ позволяет определять лучший момент для заключения сделок. С помощью технического анализа прогнозируется изменение цен в будущем на основе анализа изменений цен в прошлом. В его основе лежит анализ временных рядов цен, чаще всего графиков с различными таймфреймами. Кроме того, используется информация об объемах торгов и другие важные статистические данные.

Хотя в техническом анализе не принято непосредственно изучать состояние экономики и финансовое положение отдельных компаний, тем не менее, большинство специалистов по техническому анализу согласятся, что именно глубинные механизмы спроса и предложения, экономическая природа того или иного рынка, состояние экономики и определяют динамику на повышение или понижение цен. Сами по себе графики не оказывают на рынок ни малейшего влияния. Они лишь отражают психологическую тенденцию, которая на данный момент овладевает рынком.

В техническом анализе применяются разнообразные инструменты и методы, но все они основаны на одном общем предположении: анализируя временные ряды посредством выделения трендов, возможно спрогнозировать поведение цен в будущем.

В основе своей технический анализ был создан исключительно для прикладных целей, а именно – получения доходов при совершении следок на рынке ценных бумаг и на других финансовых рынках.

Основные задачи, которые решает технический аналитик – это определение фазы текущего состояния рынка, определение долгосрочных, среднесрочных и краткосрочных тенденций, оценка колебания цены в действующем направлении. Все это в итоге позволяет решить главную задачу, стоящую перед инвестором – повысить вероятность прибыльных сделок.

Фундаментальный анализ позволяет оценить соотношение спроса и предложения, показатели экономической статистики, определить отношение цены акции к прибыли компании и т. д., но в нем отсутствует психологический компонент. Технический анализ в определенной степени может быть связан с иррациональным поведением инвесторов на рынке ценных бумаг, тогда как фундаментальный анализ – это доказательство рациональности поведения инвесторов.

Все методики технического анализа вначале создавались отдельно друг от друга и лишь в 70-е гг. прошлого века были объединены в единую теорию с общей философией, аксиомами и основными принципами. Технический анализ широко используется во всем мире, но имеет свои «оттенки» – на западе технический анализ представлен как четкий алгоритм. В свою очередь, на востоке он имеет философский подход, пример тому – «японские свечи», так называемый свечной анализ.

«Японские свечи» – самый распространенный на сегодня вид отображения графиков цен на фондовом рынке, а построение и анализ их комбинаций бывает очень эффективным.

Модели «японских свечей» бывают двух групп:

– модели разворота;

– модели продолжения тенденции.

Основные разворотные комбинации «японских свечей»: «перевернутый молот», «бычье поглощение», «молот», «утренняя звезда», «падающая звезда», «медвежье поглощение», «повешенный».

К основным комбинациям продолжения относятся «окна», «разрывы тасуки».

На российском фондовом рынке применение свечного анализа ограничено, чаще всего используется небольшое количество свечных комбинаций.

Наряду со свечным анализом широкое применение получили такие инструменты, как индикаторы и осцилляторы.

Технические индикаторы представляют собой определенное усреднение параметра цены, на основе которого можно предположить тенденцию движения цены в будущем.

Осцилляторы, в свою очередь, используются, как правило, когда цена двигается в пределах сравнительно узкого «рыночного коридора» («боковика»).

Среди наиболее известных и часто используемых индикаторов и осцилляторов:

– RSI (*Relative Strength Index* – индекс относительной силы, с помощью осциллятора можно вычислить реальную силу настроений «быков» и «медведей»

на рынке в определенный срок за счет отслеживания цен закрытия в течение уже следующего периода. Параметр RSI имеет свой диапазон – от 0 до 100);

– MACD (индикатор схождение/расхождение скользящих средних, построение индикатора производится с учетом разницы между двумя EMA (экспоненциальное скользящее среднее), имеющими периоды в 12 и 26 дней);

– *Momentum* (индикатор измерения величины изменения цены финансового инструмента за определенный период);

– *Stochastics* (классический осциллятор, показывающий текущее положение цены закрытия в диапазоне максимальных и минимальных цен за указанный период усреднения; визуально стохастик – это кривая, которая находится в пределах между 0 и 100. Считается, что если осциллятор заходит за отметку 70 или же опускается под уровень 30, то котировки вышли из равновесия);

– ADX (индикатор среднего направленного движения, возможность применения для измерения активности рыночного тренда);

– *Bollidger Bands* (линии (полосы) Боллинджера позволяют четко определять волатильность того или иного инструмента);

– *Moving Average* (*MA*) или скользящая средняя – трендовый индикатор, который представляет собой кривую линию, рассчитывающуюся на основе изменения цены.

Инвестор проводит технический анализ, чтобы определить наилучшие условия для открытия позиции на рынке, т. е. покупки и продажи акций.

Изучая поведение фондового рынка в целом и динамику конкретных акций, инвесторы обычно предполагают, куда пойдут котировки дальше. Но на практике часто незначительные колебания цен не могут свидетельствовать о трендах. Требуется анализ общей ситуации на рынке, состояния дел эмитента, а также опыт, полученный от анализа поведения акций похожих компаний в прошлом.

Технический анализ основывается на трех постулатах:

– цены отражают все, т. е. предполагается, что вся доступная информация экономического, политического и психологического характера отражается в рыночных ценах;

– цены движутся в виде устойчивых трендов;

– история повторяется, что объясняется психологическими закономерностями поведения участников рынка в периоды рыночных подъемов и спадов, которые мало изменяются со временем.

Понятие тенденции или тренда – одно из основополагающих в техническом анализе. По сути дела, все, что происходит на рынке, подчинено тем или иным тенденциям. Основная цель составления графиков цен на акции и фондовые индексы и заключается в том, чтобы выявлять эти тенденции на ранних стадиях развития и затем торговать в соответствии с их направлением. Большинство методов технического анализа являются по своей природе следующими за тенденцией (*trend-following*), т. е. их функция состоит в том, чтобы помочь аналитику распознать тенденцию и следовать ей на протяжении всего периода ее существования.

Из положения о том, что движение цен подчинено тенденциям, вытекают два следствия.

Следствие первое: действующая тенденция, по всей вероятности, будет развиваться далее, а не обращаться в собственную противоположность.

Следствие второе: действующая тенденция будет развиваться до тех пор, пока не начнется движение в обратном направлении.

Применение технического анализа позволяет получить ответы на три главных вопроса, достаточных для принятия инвестиционного решения:

– какая из групп – покупатели («быки» – *bull*) или продавцы («медведи» – *bear*) в настоящий момент доминируют на рынке;

– какова сила этой доминирующей группы;

– имеются ли основания считать существующую ценовую тенденцию устойчивой.

Технический анализ относится к эвристическим (т. е. слабо формализованным, не вполне обоснованным с математической точки зрения) методам прогнозирования динамики рыночных цен в ближайшем будущем.

Следует отметить, что технический анализ допустим к применению с рядом ограничений. Сюда относится наличие определенного периода исторических данных и ликвидность конкретного рынка, которая подразумевает его возможность поглощать значительные объемы бумаг при малом изменении при этом цены на них. Поэтому в ряде случаев технический анализ бессилен. Это проявляется, в частности, при торговле новыми финансовыми инструментами, например, при размещении новых выпусков акций определенными эмитентами. Именно здесь и необходимо применение фундаментального анализа, с помощью которого возможно определить стоимость компании и, следовательно, стоимость ее акций, ибо «внутренняя», или «действительная», стоимость реально существует. Она существует хотя бы вследствие того, что компания обладает активами, которые имеют определенную ценность, и обладает способностью приносить прибыль (иначе ее существование нецелесообразно), которая будет иметь ценность в будущем, а значит, имеет ценность и сейчас.

К достоинствам технического анализа следует отнести стандартный характер и доступность анализируемых данных: значения цен и объемов торгов являются официальной биржевой информацией. В рамках технического анализа разработано множество разнообразных инструментов, совместное применение которых на практике дает возможность принять обоснованное инвестиционное решение. Важным преимуществом технического анализа является учет фактора времени, что позволяет осуществить покупку или продажу ценных бумаг в близкие к оптимальному моменту периоды времени.

Необходимым условием применимости технического анализа является наличие высоколиквидного биржевого или квазибиржевого (электронного) фондового рынка, который сводит на одной торговой площадке множество продавцов и покупателей, предоставляя им общую информационную инфраструктуру. Иными словами, нет ликвидного рынка – нет технического анализа.

Современная неоклассическая теория финансов, основывающаяся на гипотезе эффективного рынка, считает, что главным различием в использовании двух видов анализа является временной горизонт: технический анализ может быть эффективно использован при краткосрочном прогнозировании, тогда как для принятия решения в долгосрочной перспективе инвестирования может быть использована фундаментальная оценка.

Эффективный рынок – это рынок совершенной конкуренции экономических агентов, который предполагает, что не будет сговора между покупателями (как и между продавцами), что издержки будут минимизированы, что круг участников будет достаточно широким и каждый из них имеет равный и свободный доступ к имеющейся информации. При этих условиях цена будет отражать ее стоимость. Закон больших чисел, действующий на рынках совершенной конкуренции, не позволяет его участникам (число которых предельно большое) получить экономическую выгоду по причине того, что операции (сделки) каждого экономического агента чрезмерно малы по объему в сравнении с совокупным спросом и предложением на рынке.

На рынке ценных бумаг рыночная неопределенность тесно связана с появлением у участников новой информации. В этой связи инвестиционный риск необходимо рассматривать как рыночную неопределенность, скорректированную во времени на полноту информации о происходящих на фондовых рынках событиях.

Существующие по Ю. Фаме три степени эффективности рынков: слабая, средняя, сильная вызывают противоречия в настоящее время (представлены в табл. 26).

Таблица 26

Степени эффективности фондового рынка

Степень эффективности рынка	Информация
Слабая (*weak*)	В основе лежит информация о прежних ценах на активы (динамика курсов финансовых инструментов)
Средняя (*semistrong*)	Учитывается вся общедоступная информация (ежедневная информация о существенных событиях на фондовом рынке)
Сильная (*strong*)	Воплощается в ценах на активы вся информация для общего пользования, в т. ч. частная (информация, полученная в результате исследований на основе фундаментального и технического анализа)

Из табл. 26 видно, что рынок является эффективным по отношению к определенной информации. Если рынок имеет слабую степень эффективности (*weak-form efficiency*), то решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается на основе динамики курсов за прошедший период (статистический ряд) и, казалось бы, невозможно экономическим агентам получить сверхприбыль. Но даже этот уровень эффективности рынка не соответствует абсолютному и дает повод найти

место проявлению когнитивной психологии. Именно психология поведения инвесторов вносит свои коррективы в статистический ряд, эффективность воздействия усиливается по мере сокращения временного диапазона торговли. Торговля на 5-минутном интервале более подвержена когнитивной психологии, чем торговля на недельном (месячном) графике.

Еще больше удаляется от абсолютной эффективности ее средняя форма (*semistrong-form efficiency*). В настоящее время общедоступную информацию связывают с существенной информацией у эмитента, в макроэкономике, появление которой привязано к единому регламенту (времени открытия официальной информации).

Сильная степень эффективности рынка (*strong-form efficiency*) на практике труднореализуема. Маловероятно, что информация, добытая кропотливым трудом аналитических служб институциональных инвесторов, исследованиями частных лиц, представляющая собой фундаментальный анализ активов, будет равнодоступной для всех категорий инвесторов.

Вместе с тем на финансовом рынке отрицание теории эффективных рынков выглядит более драматично, чем на любом другом. Признавая фондовые рынки неэффективными, можно поставить под сомнение ценообразование активов на них со всеми вытекающими последствиями корыстного использования асимметричности информации отдельными экономическими агентами.

Выбор инвестиций для включения в портфель и определение времени открытия и закрытия позиций предполагают использование различных методов анализа: в процессе формирования портфеля главную роль играет фундаментальный анализ, а в процессе управления портфелем – технический анализ.

Глава 11

ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

11.1. Понятие первичных рынков ценных бумаг

Финансовая система любой страны является неотъемлемой частью ее национальной экономики, и функции, выполняемые финансовой системой, столь же важны, как и динамика и объемы промышленного производства, отраслевая структура экономики, сальдо экспортно-импортных операций, курс национальной валюты.

Рынок ценных бумаг имеет определяющее значение, поскольку финансовые активы во всех формах и видах нуждаются в высоких скоростях оборота, им мешают границы при перемещении и необходим широкий доступ как инвесторов, так и эмитентов.

В данном подразделе речь пойдет о части рынка ценных бумаг, на котором осуществляется первичное размещение эмиссионных ценных бумаг.

Первичный рынок обеспечивает финансирование воспроизводственного процесса, привлекая коллективных вкладчиков в лице крупных кредитно-финансовых институтов, прежде всего коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов. Первичный оборот обладает собственными методами торговли ценными бумагами, позволяющими осуществлять прямые отношения между эмиссионером ценных бумаг и их покупателями.

Основные цели первичного рынка ценных бумаг:

1. *Обеспечение ликвидности капитала*, в частности, трансформации временно свободных денежных средств поставщиков капитала (финансовых институтов и населения) в разные формы активов.

2. *Обеспечение капиталом* эмитентов на гибких условиях и других участников для целей инвестирования и поддержания текущих бизнес-процессов.

3. *Интенсификация потоков капитала*, ускоряющая обращение денег из низкоконкурентных отраслей экономики в самые перспективные.

4. *Формирование условий конкуренции на рынке капитала*, когда финансовые активы становятся инструментом инвестиционного выбора для инвесторов.

5. *Распределение доходности* от собственности, что широко применяется в компаниях с долевым участием.

Цели деятельности рынка ценных бумаг и их масштаб позволяют говорить о потребности в развитии инструментов и технологий торговли, потенциально расширяющемся формате технологий торгов.

Механизм функционирования рынка ценных бумаг достаточно сложен – важно понимать его структуру и принципы обращения финансовых инструментов.

Принято различать два основных типа рынка финансовых инструментов:

1. *Первичный рынок* ценных бумаг – это рынок, на котором происходит первоначальное размещение ценных бумаг через специальные процедуры эмиссии,

которые подлежат строгому правовому регулированию. Эмиссия ценных бумаг (по аналогии с выпуском денег) не может происходить в бесконтрольном режиме, также не каждый документ можно назвать ценной бумагой.

2. *Вторичный рынок* – это система обращения ценных бумаг, построенная на принципе перехода прав собственности от одного владельца к другому, т. е. это рынок, на котором проходят сделки купли/продажи, дарения, наследования, уступки прав собственности и пр.

Первичный и вторичный рынки ценных бумаг имеют общую задачу по наполнению финансовой системы ликвидностью, которая расширяет и ускоряет оборот капитала.

Но вместе с тем первичный и вторичный рынки ценных бумаг имеют существенные различия, которые определяются выполняемыми ими функциями.

Основная задача первичного рынка состоит в получении инвестиционных ресурсов компанией-эмитентом от инвесторов, в то время как на вторичном рынке (его еще называют рынком спекулянтов) происходит вложение средств различных видов капитала с целью получения прибыли от сделок с ценными бумагами.

Первичный рынок *формирует спрос* на инвестиционные активы и участие в доле собственности. На вторичном рынке происходит лишь перераспределение этой доли среди различных собственников.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для эмиссионных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Таким образом, первичный рынок – это рынок, на котором происходит первичное размещение ценной бумаги. В результате продажи бумаг на первичном рынке лицо, эмитировавшее их (т. е. выпустившее их в обращение), получает необходимые ему финансовые ресурсы, а бумаги попадают в руки первоначальных держателей, которые либо оставят их у себя (с целью реализации имущественных или неимущественных прав, которые удостоверяет данная ценная бумага, например, право на получение дивидендов, накопленного купонного дохода, участие в управлении акционерным обществом), либо продадут с целью получения спекулятивного дохода.

IPO (*Initial Public Offering*) – первичное размещение акций, процесс продажи компанией акций на фондовом рынке, в результате которого компания становится публичной, а бумаги доступными широкому кругу инвесторов. На самом деле на этом этапе развития акционерного общества оно еще далеко не публичное, по российскому законодательству первичное размещение акций происходит в момент учреждения акционерного общества среди его учредителей.

Но каждый из учредителей в дальнейшем может предложить свои акции широкому кругу инвесторов в случае публичного акционерного общества. Таким образом поступало государство в России в процессе приватизации собственности путем акционирования. Юридически это уже будет SPO (*Secondary Public Offering*) –

публичное размещение акций, которые принадлежат уже существующим акционерам, как правило, создателям компании или, в частности, государству.

SPO, в отличие от IPO, не влияет на размер уставного капитала акционерного общества. Такое размещение делает компанию более публичной, как правило, приводит к росту числа акционеров.

SPO следует отличать от публичного размещения дополнительных выпусков акций, которое называется *follow-on* (доразмещение), или просто *PO* (публичное предложение).

Существенную роль в определении первичного рынка ценных бумаг исполняет вторичный рынок как механизм системы обращения, который может иметь организованную форму (фондовые биржи, облигационные аукционы) или неорганизованную (внебиржевой рынок). На внебиржевом рынке правила осуществления сделок определяются самими контрагентами или принятыми обычаями делового оборота.

Первичный рынок ценных бумаг имеет сложную структуру, которая во многом зависит от того, насколько масштабна сама финансовая система, количества ее участников и финансовых инструментов, их классов и видов, степени развития инфраструктуры обращения активов.

Первичный рынок включает следующих функциональных участников:

1. *Компания-эмитент* осуществляет размещение на рынке ценных бумаг (акций, облигаций) в обмен на финансовые активы. Основная задача эмитента состоит в размещении в соответствии с заявленными целями и согласно правовым нормативным актам, регулирующим выпуск ценных бумаг в публичное обращение своих ценных бумаг.

2. *Андеррайтер-посредник*, в роли которого выступает банк или брокер (инвестиционная компания). Андеррайтер принимает на себя обязательства по отношению к эмитенту разместить его ценные бумаги за определенное вознаграждение. Обычно андеррайтер действует на правах комиссионера или агента, и его основной задачей является размещение акций или других эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов при первичном публичном размещении (IPO) либо по ограниченной (так называемой закрытой) подписке среди круга желательных инвесторов.

3. *Фондовая биржа* (*организатор торгов*) – это основная торговая площадка, на которой происходит размещение ценных бумаг эмитента на публичном рынке. Подготовка к размещению ценных бумаг традиционно сопровождается мощной рекламой, презентациями, релизами в СМИ и проведением публичных мероприятий. Так называемое *road show* – элемент практической подготовки компании-эмитента при выпуске ее ценных бумаг (облигаций, акций, и т. д.), в том числе при первичном публичном размещении (IPO). Это серия встреч с потенциальными инвесторами и аналитиками в ключевых городах мира. До попадания ценной бумаги в котировальный список биржи сама компания-эмитент проходит тщательную процедуру проверки на соответствие стандартам ведения бизнеса, открытости, корректности финансовой отчетности, кредитоспособности и другим

позициям. Такая проверка называется листингом. Если листинг пройден успешно, то ценные бумаги компании-эмитента включаются в котировальный список биржи, и ей присваивается специальный номер (тикер), после чего бумаги компании становятся доступны неограниченному кругу инвесторов биржи.

4. *Внебиржевой рынок* существует в качестве альтернативы фондовой бирже, когда эмитенты не подвергаются листингу.

Однако первичная эмиссия бумаг на внебиржевом рынке также имеет ряд особенностей:

а) размещение бумаг во внебиржевом формате происходит традиционно среди строго известного круга инвесторов, что повышает риски неисполнения обязательств;

б) непубличность при IPO лишает компанию-эмитента возможности выбора инвестора, а инвесторов – некоторой конкуренции. Но такой формат может быть оправдан при формировании холдинговой компании или распределении долей собственности среди стратегических инвесторов;

в) потребность в проведении аудита компании-эмитента (замещающего листинг), который требует определенного времени, для анализа деятельности компании-эмитента инвесторы могут прибегать к мнению экспертов, аналитиков и консультантов;

г) IPO вне организованного рынка требует от компании-эмитента точного расчета объема эмиссии, поскольку невостребованные ценные бумаги она сможет реализовать только с достаточно большим дисконтом на непубличном рынке;

д) на внебиржевом рынке присутствуют многочисленные участники, определяющие посреднические и инфраструктурные особенности обращения ценных бумаг – это брокеры, дилеры, управляющие компании, реестродержатели и депозитарии, которые ввиду их универсальности используются как при первичной эмиссии активов, так и при их последующем обращении.

Исходя из обозначенных выше функциональных участников, первичный рынок ценных бумаг можно определить как сегмент финансового рынка, на котором осуществляется продажа всех видов корпоративных ценных бумаг, краткосрочных, средне- и долгосрочных государственных долговых бумаг и валютных займов, а также неэмиссионных ценных бумаг, эмитируемых банками: сертификатов, векселей и др.

Вновь эмитированные инструменты первичного рынка ценных бумаг продаются, покупаются и используются при заключении гражданско-правовых сделок между участниками, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам между первичными эмитентами и другими профессиональными участниками: брокерами, андеррайтерами, инвесторами.

В *структуру первичного рынка* ценных бумаг входят:

1) рынок акций;

2) рынок депозитарных расписок;

3) рынок корпоративных облигаций;

4) рынок государственных и муниципальных облигаций.

На практике первичный и вторичный рынки ценных бумаг относительно обособлены друг от друга, однако их необходимо рассматривать в качестве единого механизма, поскольку они существуют во взаимосвязи и взаимодействии – их связывает общность процессов, происходящих на финансовом рынке.

Первичный рынок ценных бумаг основан на совокупности правоотношений, обусловливающих процесс размещения ценных бумаг; первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок (для прочих) между профессиональными участниками, принимающими на себя обязательства в соответствии с выполняемым функционалом.

На первичном рынке проводятся операции с выпусками (траншами) первых и повторных эмиссий ценных бумаг, но только при их начальном размещении среди инвесторов.

Важнейшей характеристикой первичного рынка является полное раскрытие информации об эмитентах для инвесторов, что позволяет делать обоснованный выбор ценной бумаги для инвестирования.

Все процессы на первичном рынке служат цели раскрытия информации:

– подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты и достоверности представленных данных;

– публикация проспекта эмиссии и отчетов с итогами подписки.

Первичный рынок ценных бумаг – это не есть физическое место в пространстве, где бы он располагался, например, отдельно (обособленно) от вторичного. Регулярно множество компаний производят размещение новых выпусков (серий, траншей) ценных бумаг, которые (часто посредством андеррайтинга) распространяются на заранее оговоренных эмитентами условиях, т. е. первичный рынок существует в распределенной форме.

Субъектами первичного рынка ценных бумаг могут выступать следующие категории участников:

1. Физические лица (инвесторы) – на условиях, допускаемых законодательством и регулятором торгов (в основном через брокерское посредничество).

2. Юридические лица, имеющие широкий диапазон функционала – от эмитентов до институциональных инвесторов (пенсионные, венчурные, трастовые, паевые инвестиционные фонды, банки, страховые компании, кредитные союзы и пр.). Эта категория участников может размещать на первичном рынке свои ценные бумаги:

– для формирования уставного фонда;

– увеличения уставного фонда;

– реорганизации.

3. Государство в роли регулятора или эмитента долговых ценных бумаг.

Существуют только две категории участников, обусловленные их принципиальной потребностью в рынке – это эмитенты, которые нуждаются в привлечении средств. Они являются продавцами ценных бумаг. Эмитенты несут определенные обязательства по эмитированным бумагам перед их потенциальными и реальными

держателями. В частности, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» под эмитентом предлагает понимать юридическое лицо или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими. Физические лица, естественно, эмитентами быть не могут.

Российские эмитенты вправе выпускать все виды акций и других ценных бумаг, которые разрешены законодательством к обращению на всей территории РФ, за исключением государственных ценных бумаг и некоторых других активов, в зависимости от организационно-правовой формы и сферы деятельности эмитента.

Основным государственным эмитентом долговых ценных бумаг (облигаций и займов) в России выступает Министерство финансов, представляющее государство, органы местного самоуправления и субъекты РФ.

Крупные ПАО являются основными эмитентами долевых и долговых ценных бумаг – акций и облигаций, находящихся в обращении на рынке ценных бумаг.

К эмиссионным ценным бумагам, помимо акций и облигаций, нормативно-правовые акты РФ относят опционы эмитента и российские депозитарные расписки.

Эмиссия всех видов эмиссионных ценных бумаг подлежит обязательной государственной регистрации.

Интерес эмитентов бумаг на первичном рынке ценных бумаг состоит в размещении запланированного транша по возможно максимальной цене – разница между фактической ценой размещения серии новых бумаг и их номинальной стоимостью составляет эмиссионный доход. Эмитент вправе рассчитывать на эмиссионный доход, если инвесторы проявят повышенный интерес к траншу, т. е. если спрос на бумаги превысит их предложение.

Аналогично обстоят дела с доходом эмитентов долговых бумаг: чем выше удастся поднять цену покупки облигаций для инвесторов (кредиторов), тем дешевле обойдется заем эмитенту (заемщику). При размещении облигаций эмитент обязан предусмотреть конкретный механизм выплаты доходности – процентов по ним и условия погашения долга. Объем облигационного транша должен быть оптимальным, чтобы сохранялся спрос со стороны инвесторов – с одной стороны; с другой – большие объемы заимствований угрожают финансовой устойчивости эмитента. Существует практика финансирования предыдущих выпусков облигаций за счет эмиссии новых траншей, но такое рефинансирование следует согласовывать с кредиторами.

Вторая категория участников – это инвесторы, которые ищут возможности для размещения своих временно свободных капиталов – они являются покупателями ценных бумаг. При этом стратегии инвесторов имеют два направления: долгосрочные инвестиции, предполагающие возможность получения дивидендного дохода и роста долгосрочной капитализации эмитента; и спекулятивное поведение – получение дохода на разнице котировок в короткие временные интервалы – на текущих тенденциях, слухах, изменении конъюнктуры. Инвесторами могут выступать как юридические, так и физические лица, а также государство в лице

органов исполнительной власти федерального уровня, субъекты РФ и муниципальные образования.

Ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» определяет владельца ценных бумаг как «лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве». Законом также введено понятие «добросовестный приобретатель – лицо, которое приобрело ценные бумаги, произвело их оплату и в момент приобретения не знало и не могло знать о правах третьих лиц на эти ценные бумаги, если не доказано иное».

Инвестиционные методы (*investment methods*), применяемые инвесторами для приобретения ценных бумаг, исходят из их стратегических и тактических целей. Сложившиеся на фондовом рынке спекулятивные традиции сводятся к максимизации получения доходности в течение нескольких торговых сессий. Эти спекулятивные тактики подразделяются на рискованные, консервативные и умеренные.

Рискованные инвесторы, как правило, руководствуются принципом максимизации доходности инвестиционного портфеля при приемлемо высоком риске: доходность портфеля рассматривается на коротком временном интервале, с тем чтобы состав быстрорастущих в цене активов мог постоянно обновляться.

Консервативный тип инвесторов придерживается другой тактики: портфели ценных бумаг составляются в расчете на продолжительные временные горизонты, поэтому состав входящих в них активов претерпевает крайне медленную ротацию.

Умеренные инвесторы, как правило, стремятся к формированию такого портфеля, приемлемая величина доходности которого соответствовала бы степени риска. Инвесторы этой категории обычно не стремятся обеспечить доходность своих активов в длительной перспективе.

Стратегические инвесторы основной целью определяют не получение дивидендов от владения акциями, хотя и эта цель представляет определенный интерес в ряде случаев, а возможность оказать влияние на деятельность эмитента. Такая политика может быть реализована через представительство в Совете директоров или приобретение контрольного пакета акций.

Характер и сила влияния на деятельность эмитента зависят от количества акций, принадлежащих инвестору. Согласно российскому законодательству обладание разными количествами акций в процентном отношении от величины оплаченного капитала дает инвесторам различные права: стратегические инвесторы заинтересованы в приобретении большого пакета акций, составляющего, как минимум, 25 %, необходимого для проведения важных решений.

Так, в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» некоторые права предоставляются акционерам в зависимости от их доли в уставном капитале, данные права представлены в табл. 27.

К операциям первичного рынка ценных бумаг относятся:

– эмиссия;

– определение основных форм размещения выпущенных ценных бумаг;

– определение рыночной стоимости ценных бумаг;

Таблица 27

Права, предоставляемые акционеру в соответствии с его долей в уставном капитале акционерного общества

Доля в уставном капитале, %	Права инвесторов
1 (простой контроль)	На ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, обращение в суд с иском к члену Совета директоров (ст. 51)
2 (простой контроль)	На два предложения в повестку дня общего собрания акционеров, право выдвигать кандидата в Совет директоров, коллегиальный орган, ревизионную комиссию и на должность единоличного исполнительного органа общества (ст. 53)
10 (простой контроль)	На требование созыва внеочередного общего собрания акционеров, требование проверки финансово-хозяйственной деятельности общества (ст. 55)
Более 25 (блокирующий пакет)	На блокирование решений общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации общества, заключения крупных сделок (ст. 49), допуск к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа (ст. 91)
Более 30 (блокирующий пакет)	На проведение общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося (ст. 58)
Более 50 (преобладающий пакет)	На проведение общего собрания акционеров, принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (ст. 58)
Более 75 (доминирующий пакет)	Полный контроль над акционерным обществом, т. е. возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации общества, заключать крупные сделки (ст. 49)

– оценка инвестиционного риска;
– государственная регистрация эмиссии ценных бумаг;
– размещение ценных бумаг;
– регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг;
– назначение реестродержателя;
– хранение.

11.2. Эмиссия ценных бумаг

Ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» определяет эмиссию ценных бумаг как установленную «последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг».

Эмиссия ценных бумаг включает определение размеров эмиссии, подготовку и публикацию проспекта выпуска, регистрацию выпуска, печать бланков ценных бумаг, публикацию объявления о выпуске.

В соответствии с «Положением о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (утверждено Банком России 11.08.2014 г. № 428-П) в Российской Федерации существует порядок эмиссии ценных бумаг (ст. 19 ФЗ-39), предполагающий следующие этапы:

1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;

2) утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»;

3) регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;

4) размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются федеральными законами или в порядке, установленном федеральными законами.

Эмиссия ценных бумаг может быть осуществлена в следующих формах:

– закрытое размещение среди ограниченного числа инвесторов (или, по-другому, частное размещение). В этом случае выпуск ценных бумаг регистрируется, но публичного объявления о нем не требуется;

– открытое размещение ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов (публичное размещение). При такой форме эмиссии выпуск ценных бумаг не только регистрируется, но и требуется публичное сообщение о нем. Именно в этом случае необходимо подготовить и зарегистрировать проспект эмиссии ценных бумаг, который предполагает раскрытие всей необходимой информации.

Ценные бумаги, выпуск (дополнительный выпуск) которых не прошел государственную регистрацию, не могут быть размещены, за исключением следующих случаев:

1) размещения акций при учреждении акционерного общества;

2) размещения ценных бумаг при реорганизации акционерных обществ в форме разделения или выделения, осуществляемых одновременно со слиянием или с присоединением, при которых размещение ценных бумаг акционерных обществ, созданных в результате разделения или выделения, осуществляется без государственной регистрации выпуска ценных бумаг и отчета об итогах выпуска ценных бумаг;

3) размещения путем открытой подписки облигаций без залогового обеспечения, в отношении которых одновременно соблюдаются условия, установленные п. 1 ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» – биржевые облигации;

4) размещения путем закрытой подписки облигаций без залогового обеспечения, в отношении которых одновременно соблюдаются условия, установленные п.п. 3–5 п. 1 ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» – коммерческие облигации;

5) размещения российских депозитарных расписок, в отношении которых одновременно соблюдаются условия, установленные п. 5.1 ст. 27.5-3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг может сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг, а в случае размещения ценных бумаг путем подписки – должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг за исключением случаев, если соблюдается хотя бы одно из следующих условий:

1) в соответствии с условиями размещения ценных бумаг они размещаются лицам, являющимся квалифицированными инвесторами, при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

2) в соответствии с условиями размещения акций и (или) ценных бумаг, конвертируемых в акции, они размещаются лицам, которые на определенную дату являлись или являются акционерами акционерного общества-эмитента, при условии, что число таких лиц без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

3) в соответствии с условиями размещения ценных бумаг они предлагаются лицам, число которых не превышает 150, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, а также без учета лиц, которые на определенную дату являлись или являются участниками (акционерами) эмитента, при условии, что число таких участников (акционеров), не являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

4) в соответствии с условиями размещения ценных бумаг они размещаются путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

5) сумма привлекаемых эмитентом денежных средств путем размещения ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 200 млн руб.;

6) сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 4 млрд руб.;

7) в соответствии с условиями размещения ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая в их оплату каждым из потенциальных приобретателей, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соот-

ветствующих ценных бумаг, составляет не менее 4 млн руб. при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

8) в случае государственной регистрации отдельного выпуска (дополнительного выпуска) облигаций, размещаемых в рамках программы облигаций, если проспект облигаций зарегистрирован одновременно с государственной регистрацией программы облигаций.

Если государственная регистрация двух или более выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг одного эмитента осуществляется одновременно, в отношении ценных бумаг таких выпусков (дополнительных выпусков) может быть подготовлен один проспект ценных бумаг.

Если ценные бумаги размещаются путем открытой подписки или процедура эмиссии ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент обязан раскрывать информацию о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг в соответствии со ст. 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Эмитент обязан представить в Банк России (регистрирующий орган) документы в прошитом и пронумерованном виде, верность копий которых должна быть подтверждена печатью эмитента и подписью его уполномоченного лица, если иная форма заверения не установлена нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг составляется в трех экземплярах, после государственной регистрации выпуска один экземпляр решения остается в регистрирующем органе, а два других выдаются эмитенту, который один экземпляр решения передает на хранение депозитарию или регистратору.

Требуется представление документа, подтверждающего факт уплаты государственной пошлины, взимаемой в соответствии с законодательством Российской Федерации о налогах и сборах за совершение регистрирующим органом юридически значимого действия. Регистрирующий орган обязан в течение семи рабочих дней с даты получения представленных заявителем (эмитентом) документов направить ему уведомление с указанием на необходимость представления документа, подтверждающего факт уплаты государственной пошлины, а течение сроков, установленных настоящим Положением для рассмотрения представленных заявителем (эмитентом) документов, приостанавливается до даты получения регистрирующим органом достоверных сведений об уплате государственной пошлины в установленном порядке.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг являются:

– нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмис-

сионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации о ценных бумагах;

– несоответствие документов, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг, и состава содержащихся в них сведений требованиям настоящего Федерального закона и нормативных актов Банка России;

– непредставление в течение 30 дней по запросу Банка России всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг;

– несоответствие финансового консультанта на рынке ценных бумаг, подписавшего проспект ценных бумаг, установленным требованиям;

– внесение в проспект ценных бумаг или решение о выпуске ценных бумаг (иные документы, являющиеся основанием для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг) ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений);

– иные основания, установленные федеральными законами.

Эмиссия ценных бумаг может быть приостановлена на любом этапе процедуры эмиссии до государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, а в случае, если процедурой эмиссии ценных бумаг не предусматривается государственная регистрация отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска), до начала размещения эмиссионных ценных бумаг при обнаружении:

1) нарушения эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;

2) недостоверной или вводящей в заблуждение информации в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Эмиссия ценных бумаг приостанавливается до устранения выявленного нарушения и возобновляется после его устранения. В случае приостановления эмиссии эмитент обязан прекратить размещение эмиссионных ценных бумаг и устранить выявленные нарушения.

Выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг может быть признан несостоявшимся после его государственной регистрации или присвоения ему идентификационного номера и до государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, а в случае, если процедура эмиссии ценных бумаг не предусматривает государственную регистрацию отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска), – до начала размещения эмиссионных ценных бумаг.

Основанием для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся является:

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

2) обнаружение в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, недостоверной или вводящей в заблуждение информации, повлекшей за собой существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг;

3) непредставление эмитентом в Банк России отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в установленный настоящим Федеральным законом срок после истечения срока их размещения;

4) отказ Банка России в государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в случаях, если настоящий Федеральный закон предусматривает его государственную регистрацию;

5) неразмещение ни одной эмиссионной ценной бумаги выпуска (дополнительного выпуска);

6) неисполнение эмитентом требования Банка России или требования регистрирующего органа об устранении допущенных в ходе эмиссии ценных бумаг нарушений требований законодательства Российской Федерации.

Выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг может быть признан недействительным на основании решения суда по иску Банка России, регистрирующего органа или органа, осуществляющего государственную регистрацию юридических лиц, а также по иску участника (акционера) эмитента или владельца эмиссионных ценных бумаг эмитента того же вида, категории (типа), что и эмиссионные ценные бумаги выпуска (дополнительного выпуска).

Основанием для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг недействительным является:

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

2) обнаружение в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, либо в документах, на основании которых была осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпус-

ка (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, недостоверной или вводящей в заблуждение информации, повлекшей за собой существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг.

Срок исковой давности для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, решений, принятых эмитентом, Банком России и (или) иным уполномоченным органом либо организацией и связанных с осуществлением эмиссии ценных бумаг недействительными, составляет три месяца с момента государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Указанный в настоящем пункте срок исковой давности в случае его пропуска восстановлению не подлежит. При этом требование о признании недействительным выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, процедура эмиссии которых не предусматривает государственную регистрацию отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска), может быть заявлено в суд до раскрытия эмитентом информации о начале размещения таких ценных бумаг.

Признание выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным влечет за собой аннулирование его государственной регистрации, изъятие из обращения эмиссионных ценных бумаг данного выпуска (дополнительного выпуска) и возвращение владельцам таких эмиссионных ценных бумаг, денежных средств или иного имущества, полученных эмитентом в счет их оплаты.

Порядок изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг и возвращения владельцам таких эмиссионных ценных бумаг, денежных средств или иного имущества устанавливается нормативным актом Банка России.

11.2.1. Особенности эмиссии отдельных видов ценных бумаг

Облигации Банка России выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением. Эмиссия облигаций Банка России осуществляется без государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких облигаций, без проспекта указанных облигаций и без государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) облигаций. Решение о размещении облигаций Банка России, а также решение об утверждении решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций Банка России принимаются уполномоченным органом управления Банка России в соответствии с Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Идентификационный номер выпуску (дополнительному выпуску) облигаций Банка России присваивается Банком России в установленном им порядке. Размещение и обращение облигаций Банка России осуществляются только среди российских кредитных организаций. Запрещается размещение облигаций Банка России ранее трех дней со дня обеспечения доступа к содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций Банка России информации путем

ее опубликования на официальном сайте Банка России в информационно-телекоммуникационной сети Интернет.

Банк России обязан раскрыть информацию о принятии решения о размещении облигаций Банка России, об утверждении решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций Банка России, о завершении размещения облигаций Банка России и об исполнении обязательств по облигациям Банка России. Раскрытие указанной в абзаце первом настоящего пункта информации осуществляется Банком России не позднее пяти дней со дня наступления соответствующего события путем опубликования ее в официальном издании Банка России и (или) на официальном сайте Банка России в информационно-телекоммуникационной сети Интернет.

Опцион эмитента. Эмитент не вправе размещать опционы эмитента, если количество объявленных акций эмитента меньше количества акций, право на приобретение которых предоставляют такие опционы.

Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 % акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

Решение о выпуске опционов эмитента может предусматривать ограничения на их обращение.

Размещение опционов эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества.

Структурные облигации. Эмитент вправе размещать облигации, предусматривающие право их владельцев на получение выплат по ним в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств (далее – *структурные облигации*). Если от наступления или ненаступления указанных обстоятельств зависит только размер дохода (цена размещения и (или) размер процента) по облигациям, такие облигации не являются структурными. Размер выплат по структурной облигации может быть меньше ее номинальной стоимости.

Эмитентами *структурных облигаций* могут быть только кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций. При этом брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества вправе размещать только структурные облигации, обеспеченные залогом денежных требований и (или) иного имущества.

Решение о выпуске структурных облигаций помимо сведений, предусмотренных настоящим Федеральным законом для облигаций, должно содержать:

1) сведения об обстоятельствах, в зависимости от наступления или ненаступления которых осуществляются либо не осуществляются выплаты по структурной облигации с указанием числовых значений (параметров, условий) или порядка их определения либо с указанием на то, что такие числовые значения (параметры, условия) или порядок их определения будут установлены уполномоченным органом эмитента до начала размещения структурных облигаций;

2) размер выплат по структурной облигации или порядок его определения либо указание на то, что такой размер или порядок его определения будет установлен уполномоченным органом эмитента до начала размещения структурных облигаций. При этом может быть предусмотрено, что в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств, указанных в решении о выпуске структурных облигаций, выплаты по структурной облигации не осуществляются.

Эмитент структурных облигаций, решение о выпуске которых в соответствии с п. 3 ст. 27.1-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» предусматривает определение уполномоченным органом эмитента числовых значений (параметров, условий) и (или) размера выплат либо порядка их определения, обязан до начала размещения таких облигаций представить в Банк России уведомление о содержании решения о выпуске структурных облигаций уполномоченного органа эмитента. Порядок представления указанного уведомления и требования к его форме определяется нормативными актами Банка России.

Структурная облигация не может предусматривать право на ее досрочное погашение по усмотрению ее эмитента, за исключением не зависящих от воли эмитента случаев, предусмотренных решением о выпуске структурных облигаций.

Структурные облигации, за исключением структурных облигаций, соответствующих критериям, установленным нормативным актом Банка России, являются ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов.

Государственная регистрация выпусков структурных облигаций, в том числе в рамках программы структурных облигаций, осуществляется Банком России.

Выплаты по структурной облигации могут осуществляться денежными средствами и (или) иным имуществом.

Физическое лицо, не являющееся квалифицированным инвестором или индивидуальным предпринимателем и приобретающее размещаемые структурные облигации, которые не являются ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, в течение 10 рабочих дней с даты заключения договора, на основании которого размещаются указанные структурные облигации, вправе расторгнуть его в одностороннем порядке и потребовать возврата внесенных в оплату структурных облигаций денежных средств. Эмитент обязан вернуть внесенные в оплату структурных облигаций денежные средства физическому лицу, расторгнувшему соответствующий договор по основанию, указанному в настоящем пункте, в течение 7 рабочих дней с даты получения уведомления о его расторжении.

Эмиссия облигаций, в том числе в рамках программы облигаций, может осуществляться без государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), регистрации проспекта облигаций, государственной регистрации отчета (представления эмитентом в Банк России уведомления) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) облигаций при одновременном соблюдении следующих условий:

1) облигации допускаются к организованным торгам, проводимым биржей, и размещаются путем открытой подписки;

2) облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;

3) облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением;

4) выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляется только денежными средствами.

Биржевые облигации. Облигации, отвечающие условиям, указанным в п. 1 ст. 27.5-2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», именуются *биржевыми облигациями*. Биржа вправе устанавливать дополнительные условия, которым должны соответствовать биржевые облигации, а также требования к биржевым облигациям и (или) их эмитентам.

Биржевые облигации не могут выпускаться с залоговым обеспечением.

Биржа, допускающая биржевые облигации к организованным торгам, обязана:

1) присвоить выпуску (дополнительному выпуску) биржевых облигаций идентификационный номер;

2) проверить соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия принятия решения о размещении биржевых облигаций, утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций и других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии биржевых облигаций.

Для допуска биржевых облигаций к организованным торгам эмитент, за исключением случаев, указанных в п. 1 ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», обязан представить бирже проспект биржевых облигаций. Проспект биржевых облигаций должен содержать информацию, предусмотренную п.п. 2 и 3 ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг». В этом случае биржа обязана проверить полноту информации, содержащейся в проспекте биржевых облигаций, а также вправе проверить достоверность указанной информации. В случае, если после допуска биржевых облигаций к организованным торгам и до начала их размещения эмитентом, который не осуществляет раскрытие информации в соответствии с п. 4 ст. 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», составлена бухгалтерская (финансовая) отчетность за соответствующий отчетный период и (или) возникли новые обстоятельства, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении биржевых облигаций, в проспект биржевых облигаций должны быть внесены изменения, отражающие указанные обстоятельства.

Информация, содержащаяся в таких изменениях, должна быть раскрыта до начала размещения биржевых облигаций в том же порядке, в котором раскрывается информация, содержащаяся в проспекте биржевых облигаций.

В случае, если биржевые облигации выпускаются в рамках программы облигаций, биржа, допускающая к организованным торгам такие облигации, обязана:

1) присвоить идентификационный номер программе облигаций;

2) присвоить идентификационный номер отдельному выпуску облигаций в рамках программы облигаций, включающий в себя идентификационный номер, присвоенный программе облигаций;

3) проверить соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия принятия решения об утверждении программы облигаций, утверждения документа, содержащего вторую часть решения о выпуске биржевых облигаций, и других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии биржевых облигаций в рамках программы облигаций.

Эмитент биржевых облигаций и биржа, осуществившая допуск биржевых облигаций к организованным торгам, обязаны обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте биржевых облигаций, любым заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения такой информации не позднее даты начала размещения биржевых облигаций.

В случае внесения изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций и (или) в проспект биржевых облигаций эмитент обязан раскрыть информацию об этом в порядке и в сроки, которые установлены правилами биржи.

Размещение биржевых облигаций, допущенных к организованным торгам, может быть приостановлено по решению биржи в случаях, предусмотренных правилами биржи. В случае приостановления размещения биржевых облигаций по решению биржи возобновление их размещения осуществляется также по решению этой биржи.

Эмитент биржевых облигаций обязан завершить размещение биржевых облигаций в срок, установленный решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

Не позднее следующего дня после даты завершения размещения биржевых облигаций или даты окончания срока размещения биржевых облигаций биржа обязана раскрыть информацию об итогах размещения биржевых облигаций и уведомить об этом Банк России в установленном им порядке. Раскрываемая информация и уведомление об итогах размещения биржевых облигаций должны содержать сведения, определяемые в соответствии с п. 3 ст. 25 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Владельцы биржевых облигаций вправе предъявить их к досрочному погашению в случае делистинга биржевых облигаций на всех биржах, осуществивших их допуск к организованным торгам.

По решению Банка России осуществление биржей допуска биржевых облигаций к организованным торгам может быть приостановлено на срок до одного года. Основанием для принятия Банком России указанного решения является нарушение биржей требований, установленных ст. 27.5-2 (п. 13 в ред. Федерального закона от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ), а также правил биржи.

Эмиссия облигаций, в том числе в рамках программы облигаций, без залогового обеспечения, размещаемых путем закрытой подписки, может осуществляться без государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), регист-

рации проспекта облигаций, государственной регистрации отчета (представления эмитентом в Банк России уведомления) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) облигаций при одновременном соблюдении условий, указанных в п.п. 3–5 п. 1 ст. 27.5-2, если их выпуску (дополнительному выпуску) центральным депозитарием присваивается идентификационный номер. Облигации, отвечающие условиям, указанным в настоящем пункте, именуются коммерческими облигациями.

Центральный депозитарий при присвоении идентификационного номера выпуску (дополнительному выпуску) коммерческих облигаций обязан проверить соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия принятия решения о размещении коммерческих облигаций, утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) коммерческих облигаций и других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии таких облигаций.

Не позднее следующего дня после даты завершения размещения коммерческих облигаций или даты окончания срока размещения коммерческих облигаций центральный депозитарий обязан уведомить об итогах размещения коммерческих облигаций Банк России в установленном им порядке. Уведомление об итогах размещения коммерческих облигаций должно содержать сведения, определяемые в соответствии с п. 3 ст. 25 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Российские депозитарные расписки. Эмитентом *российских депозитарных расписок* является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством Российской Федерации, отвечающий установленным нормативными актами Банка России требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществляющий депозитарную деятельность не менее трех лет.

К отношениям, связанным с выпуском российских депозитарных расписок, положения Федерального закона «О рынке ценных бумаг», регулирующие процедуру эмиссии и обращения ценных бумаг, применяются с учетом особенностей, установленных ст. 27.5-3.

Эмиссия российских депозитарных расписок допускается при условии, что учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц. При этом указанные права должны учитываться организацией, осуществляющей учет прав на ценные бумаги и включенной в перечень, утвержденный Банком России.

Эмиссия российских депозитарных расписок, по которым эмитент представляемых ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, допускается при условии, что представляемые ценные бумаги прошли процедуру листинга на иностранной бирже, входящей в перечень, утвержденный Банком России.

Процедура эмиссии российских депозитарных расписок включает следующие этапы:

1) утверждение решения о выпуске российских депозитарных расписок уполномоченным органом их эмитента – депозитария;

2) государственная регистрация выпуска российских депозитарных расписок или присвоение выпуску российских депозитарных расписок идентификационного номера;

3) размещение российских депозитарных расписок.

Эмиссия российских депозитарных расписок может осуществляться без государственной регистрации их выпуска и регистрации проспекта российских депозитарных расписок при одновременном соблюдении следующих условий:

1) российские депозитарные расписки удостоверяют право собственности на представляемые ценные бумаги, находящиеся в обращении и соответствующие требованиям п. 1 и 2 ст. 51.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»;

2) представляемые ценные бумаги, право собственности на которые удостоверяют российские депозитарные расписки, прошли процедуру листинга на иностранной бирже, указанной в п. 4 ст. 27.5-3.

Требования Федерального закона «О рынке ценных бумаг», устанавливающие обязанность эмитента завершить размещение ценных бумаг не позднее одного года с даты государственной регистрации их выпуска, на размещение российских депозитарных расписок не распространяются.

Решение о присвоении выпуску российских депозитарных расписок идентификационного номера принимается российской биржей одновременно с принятием решения о допуске российских депозитарных расписок к организованным торгам.

Размещение и обращение российских депозитарных расписок могут осуществляться после государственной регистрации их выпуска или присвоения их выпуску идентификационного номера.

В решении о выпуске российских депозитарных расписок должны быть указаны:

1) полное наименование эмитента российских депозитарных расписок, место его нахождения и почтовый адрес;

2) дата утверждения решения о выпуске российских депозитарных расписок и наименование уполномоченного органа эмитента российских депозитарных расписок, утвердившего указанное решение;

3) наименование и место нахождения эмитента представляемых ценных бумаг, а также иные данные, позволяющие идентифицировать его как юридическое лицо в соответствии с личным законом эмитента;

4) вид, категория (тип) представляемых ценных бумаг;

5) права, закрепленные представляемыми ценными бумагами;

6) количество представляемых ценных бумаг, право собственности на которые удостоверяется одной российской депозитарной распиской данного выпуска;

7) условия размещения российских депозитарных расписок;

8) права владельцев российских депозитарных расписок, а также порядок осуществления (реализации) владельцами российских депозитарных расписок прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами;

9) обязательство депозитария предоставлять по требованию владельца российской депозитарной расписки соответствующее количество представляемых

ценных бумаг, а если это предусмотрено решением о выпуске российских депозитарных расписок, реализовать соответствующее количество представляемых ценных бумаг и передать денежные средства, вырученные от их реализации;

10) обязательство депозитария реализовать соответствующее количество представляемых ценных бумаг в случае заявления владельцем российской депозитарной расписки требования о ее погашении, если владелец российской депозитарной расписки в соответствии с законодательством Российской Федерации или иностранным правом не может являться владельцем представляемых ценных бумаг;

11) в случае, если представляемыми ценными бумагами являются акции (ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении акций), порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок указаний депозитарию о порядке голосования и обязательство депозитария обеспечить осуществление права голоса не иначе как в соответствии с указаниями владельцев российских депозитарных расписок, а также обязательство по представлению владельцам российских депозитарных расписок итогов голосования;

12) обязательство депозитария раскрывать информацию в объеме, порядке и сроки, которые предусмотрены настоящим Федеральным законом и нормативными актами Банка России;

13) обязательство депозитария обеспечивать соответствие количества представляемых ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, количеству российских депозитарных расписок, находящихся в обращении;

14) обязательство депозитария оказывать услуги по реализации владельцами российских депозитарных расписок прав по представляемым ценным бумагам, включая получение доходов по представляемым ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат, а также порядок и условия оказания таких услуг;

15) срок осуществления выплат, причитающихся владельцам российских депозитарных расписок по представляемым ценным бумагам;

16) положение о том, что выплата депозитарию вознаграждения и (или) возмещение расходов, связанных с исполнением им обязанностей, осуществляется за счет владельцев российских депозитарных расписок;

17) информация о том, принимает ли эмитент представляемых ценных бумаг (иностранный эмитент акций или облигаций, права в отношении которых удостоверяются представляемыми ценными бумагами) на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок;

18) порядок хранения, учета и перехода прав на российские депозитарные расписки;

19) порядок и сроки составления списка владельцев российских депозитарных расписок для исполнения обязательств по российским депозитарным распискам;

20) возможность и порядок дробления российских депозитарных расписок;

21) иные сведения, предусмотренные настоящей статьей.

Решение о выпуске российских депозитарных расписок должно быть подписано лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента российских депозитарных расписок, и заверено печатью эмитента российских депозитарных расписок (при наличии печати).

В случае, если эмитент представляемых ценных бумаг (иностранный эмитент акций или облигаций, права в отношении которых удостоверяются представляемыми ценными бумагами) принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, указанные обязанности должны быть предусмотрены договором между эмитентом представляемых ценных бумаг (иностранным эмитентом акций или облигаций, права в отношении которых удостоверяются представляемыми ценными бумагами) и эмитентом российских депозитарных расписок. Изменение указанного договора не требует согласия владельцев российских депозитарных расписок.

Проспект российских депозитарных расписок, помимо сведений, предусмотренных ст. 22 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», должен содержать сведения о представляемых ценных бумагах, а также об эмитенте представляемых ценных бумаг.

Требования к составу указанных сведений, включаемых в проспект российских депозитарных расписок, определяются нормативными актами Банка России.

Государственная регистрация выпуска российских депозитарных расписок, регистрация проспекта российских депозитарных расписок осуществляются Банком России.

В случае, если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, для государственной регистрации выпуска российских депозитарных расписок или присвоения выпуску российских депозитарных расписок идентификационного номера представляется договор между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок, являющийся неотъемлемой частью решения о выпуске таких ценных бумаг.

В случае, если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, основанием для отказа в государственной регистрации выпуска российских депозитарных расписок и в присвоении выпуску российских депозитарных расписок идентификационного номера, помимо оснований, предусмотренных ст. 21 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», является отсутствие в договоре с эмитентом представляемых ценных бумаг одного из следующих условий:

1) указания прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами;

2) обязательства депозитария обеспечивать соответствие количества российских депозитарных расписок, находящихся в обращении, количеству представляемых ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц;

3) указания на то, что представляемые ценные бумаги выпускаются под размещение российских депозитарных расписок и (или) находятся в обращении;

4) в случае, если представляемыми ценными бумагами являются акции (ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении акций), порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок указаний депозитарию о порядке голосования и обязательства депозитария обеспечить осуществление права голоса не иначе как в соответствии с указаниями владельцев российских депозитарных расписок, а также обязательства по представлению владельцам российских депозитарных расписок итогов голосования;

5) обязательства эмитента представляемых ценных бумаг предоставлять информацию на русском языке или на используемом на финансовом рынке иностранном языке в объеме и сроки, которые обеспечивают депозитарию возможность осуществить ее раскрытие в объеме, порядке и сроки, которые предусмотрены настоящим Федеральным законом и нормативными актами Банка России;

6) обязательства депозитария раскрывать предусмотренную п.п. 5 настоящего пункта информацию, полученную от эмитента представляемых ценных бумаг, не позднее дня, следующего за днем ее получения;

7) соглашения о применении к отношениям, вытекающим из этого договора, права Российской Федерации;

8) соглашения о рассмотрении споров, возникающих вследствие неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств по этому договору, на территории Российской Федерации арбитражными судами или третейскими судами, решения которых могут быть признаны на территории страны-эмитента представляемых ценных бумаг в соответствии с международным договором Российской Федерации;

9) положения об ответственности депозитария и эмитента представляемых ценных бумаг за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязательств по договору перед владельцами российских депозитарных расписок;

10) положения о том, что договор может быть расторгнут без согласия владельцев российских депозитарных расписок при условии, что представляемые ценные бумаги допущены к организованным торгам.

Депозитарий имеет право вносить изменения в решение о выпуске российских депозитарных расписок только в части:

1) изменения количества ценных бумаг, представляемых одной российской депозитарной распиской, при условии, что такие изменения обусловлены уменьшением количества ценных бумаг, представляемых одной российской депозитарной распиской (дроблением российских депозитарных расписок), либо дроблением или консолидацией представляемых ценных бумаг;

2) изменения порядка осуществления (реализации) владельцами российских депозитарных расписок прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами, при условии, что такие изменения обусловлены изменением объема и (или) порядка осуществления прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами в соответствии с иностранным правом;

3) изменения условий договора между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок.

Указанные в п. 16 ст. 27.5-3 изменения подлежат государственной регистрации Банком России по заявлению депозитария с приложением документов, исчерпывающий перечень которых определяется нормативными актами Банка России, а в случае, если эмиссия российских депозитарных расписок осуществлялась без государственной регистрации их выпуска и регистрации проспекта российских депозитарных расписок, – после утверждения указанных изменений российской биржей.

Банк России обязан осуществить государственную регистрацию изменений в решение о выпуске российских депозитарных расписок или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации таких изменений в течение 10 дней со дня получения документов, представленных для регистрации. Банк России вправе провести проверку достоверности сведений, содержащихся в документах, представленных для государственной регистрации. В этом случае течение срока, предусмотренного настоящим пунктом, может быть приостановлено на время проведения проверки, но не более чем на 30 дней.

Сообщение о государственной регистрации или об утверждении российской биржей изменений в решение о выпуске российских депозитарных расписок, включая полный текст изменений, должно быть направлено (вручено) эмитентом российских депозитарных расписок владельцам российских депозитарных расписок в порядке и сроки, которые установлены решением о выпуске российских депозитарных расписок, а в случае государственной регистрации проспекта российских депозитарных расписок или представления российской бирже проспекта российских депозитарных расписок для присвоения их выпуску идентификационного номера сообщение должно быть раскрыто в порядке и сроки, которые предусмотрены настоящим Федеральным законом для раскрытия информации о существенных фактах.

Изменения в решение о выпуске российских депозитарных расписок вступают в силу по истечении 30 дней со дня раскрытия или направления (вручения) сообщения о таких изменениях, а в части изменения условий договора между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок, не указанных в п. 15 ст. 27.5-3, – в сроки, предусмотренные указанным договором.

Депозитарий обязан ежеквартально представлять в Банк России справку о количестве российских депозитарных расписок, находящихся в обращении, и количестве представляемых ценных бумаг, находящихся на счете эмитента российских депозитарных расписок. Указанные сведения представляются эмитентом российских депозитарных расписок по состоянию на последний день отчетного периода.

Ведение реестра российских депозитарных расписок может осуществляться их эмитентом-депозитарием независимо от числа владельцев российских депозитарных расписок.

Эмитент-депозитарий, осуществляющий ведение реестра российских депозитарных расписок, вправе осуществлять блокировку операций, связанных с переходом прав на российские депозитарные расписки по лицевому счету, на котором

учитываются права на российские депозитарные расписки, владелец которых не исполнил обязанности по выплате эмитенту-депозитарию вознаграждения и (или) возмещению ему соответствующих расходов. Регистратор, осуществляющий ведение реестра российских депозитарных расписок, обязан осуществлять такую блокировку по распоряжению эмитента-депозитария.

Российские депозитарные расписки одного выпуска могут удостоверять право собственности на представляемые ценные бумаги только одного иностранного эмитента и только одного их вида (категории, типа).

Права, закрепленные представляемыми ценными бумагами, в том числе связанные с получением по ним доходов, осуществляются в пользу владельцев российских депозитарных расписок, являющихся таковыми на дату составления списка владельцев представляемых ценных бумаг и имеющих право на осуществление соответствующих прав, в том числе на получение соответствующих доходов.

Выплаты владельцам российских депозитарных расписок осуществляются эмитентом российских депозитарных расписок в валюте Российской Федерации, если иное не установлено решением о выпуске российских депозитарных расписок. Срок исполнения обязательств, связанных с осуществлением указанных выплат, не может превышать пять дней со дня получения депозитарием от эмитента представляемых ценных бумаг соответствующих выплат.

Размещение российских депозитарных расписок при их дроблении осуществляется лицам, которые являлись их владельцами, или лицам, осуществляющим в соответствии с Федеральным законом права по указанным ценным бумагам, на конец операционного дня даты, указанной в сообщении о государственной регистрации либо об утверждении российской биржей изменений, внесенных в решение о выпуске российских депозитарных расписок. Дробление российских депозитарных расписок допускается при условии, что в результате такого дробления одна российская депозитарная расписка будет удостоверять право собственности не менее чем на одну представляемую ценную бумагу.

В случае, если владелец российской депозитарной расписки получил от депозитария соответствующее ей количество представляемых ценных бумаг, такая российская депозитарная расписка, принадлежащая указанному владельцу, погашается.

В случае регистрации проспекта российских депозитарных расписок или представления проспекта российских депозитарных расписок российской бирже для присвоения их выпуску идентификационного номера депозитарий – эмитент российских депозитарных расписок осуществляет раскрытие информации о себе, а также об эмитенте представляемых ценных бумаг в форме ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (ежеквартальный отчет) и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг (сообщения о существенных фактах), с учетом изъятий, определяемых нормативными актами Банка России.

Российские депозитарные расписки могут размещаться путем открытой или закрытой подписки, а также путем их размещения на условиях передачи представляемых ценных бумаг.

11.3. Размещение ценных бумаг

Размещение эмиссионных ценных бумаг – это процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом в пользу первичных инвесторов путем заключения соответствующих форм сделок гражданско-правового характера.

Размещение эмиссионных ценных бумаг должно осуществляться в соответствии с условиями, определенными решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

Размещение ценных бумаг включает в себя:

– совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам;

– внесение приходных записей по лицевым счетам (счетам депо) первых владельцев (в случае размещения именных ценных бумаг или документарных облигаций с обязательным централизованным хранением);

– выдачу сертификатов документарных облигаций их первым владельцам (в случае размещения документарных облигаций без обязательного централизованного хранения).

Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), если иное не установлено настоящим Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» (ст. 24). Размещение акций при учреждении акционерного общества, а также размещение эмиссионных ценных бумаг при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения или преобразования осуществляется в день государственной регистрации соответствующего юридического лица, создаваемого путем учреждения или в результате реорганизации. Размещение эмиссионных ценных бумаг при реорганизации в форме присоединения осуществляется на дату внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного юридического лица. Запрещается начинать размещение путем подписки эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска), государственная регистрация которого сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, ранее даты, с которой эмитент предоставляет доступ к проспекту ценных бумаг. Информация о цене размещения эмиссионных ценных бумаг или порядке ее определения должна быть раскрыта эмитентом не позднее даты начала размещения эмиссионных ценных бумаг. Эмитент обязан завершить размещение эмиссионных ценных бумаг в срок, определенный решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

В случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки указанный срок не может составлять более одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Эмитент вправе продлить указанный срок путем внесения соответствующих изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. При этом каждое продление срока размещения эмиссионных ценных бумаг не может составлять более одного года, а общий срок размещения эмиссионных ценных бумаг с учетом его продления – более трех лет с даты государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска).

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количество, указанное в решении об их выпуске (дополнительном выпуске). Эмитент может разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в решении об их выпуске (дополнительном выпуске). Фактическое количество размещенных эмиссионных ценных бумаг указывается в отчете или уведомлении об итогах их выпуска (дополнительного выпуска).

Условия размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки должны быть равными для всех потенциальных приобретателей, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Эмиссионные ценные бумаги, размещаемые путем подписки, должны размещаться при условии их полной оплаты. При размещении эмиссионных ценных бумаг путем подписки, услуги по размещению которых оказывает брокер, эмиссионные ценные бумаги могут быть зачислены на счет такого брокера для их последующего размещения лицам, заключившим договоры о приобретении таких эмиссионных ценных бумаг, при условии оплаты не менее 25 % цены их размещения. Указанный счет открывается брокером в депозитарии и не предназначен для учета прав на эмиссионные ценные бумаги. Срок, в течение которого эмиссионные ценные бумаги, зачисленные на счет брокера, указанный в настоящем пункте, должны быть размещены лицам, заключившим договоры об их приобретении, не может составлять более 14 рабочих дней.

После государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и до начала размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент вправе отказаться от размещения эмиссионных ценных бумаг, представив в Банк России соответствующие заявление и отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о том, что ни одна эмиссионная ценная бумага выпуска (дополнительного выпуска) не размещена. Решение об отказе от размещения эмиссионных ценных бумаг принимает уполномоченный орган эмитента, к компетенции которого относится вопрос о размещении соответствующих эмиссионных ценных бумаг.

В мировой практике механизм размещения ценных бумаг состоит в формировании предложений компанией-эмитентом инвесторам и посредникам, а затем на оговоренных условиях организуется частное или публичное размещение ценных бумаг. К методам эмиссии ценных бумаг относят:

– андерайт (андерайтинг) – подписка, когда эмитент знает, сколько, кто из инвесторов и по какой цене приобретет ценные бумаги;

– директ (прямой метод) – непосредственная продажа бумаг инвесторам минуя посредников;

– публичный – обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы;

– конкурентные торги (размещение облигаций Банком России), проводимые на основе аукционов.

Рассмотрим некоторые особенности размещения ценных бумаг.

Решением о размещении дополнительных акций, размещаемых *путем распределения среди акционеров*, является решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций посредством распределения их среди акционеров. Решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций посредством распределения их среди акционеров должно содержать количество размещаемых обыкновенных и привилегированных акций каждого типа в пределах количества объявленных акций этой категории (типа), способ размещения дополнительных акций – распределение дополнительных акций среди акционеров, а также может содержать иные условия размещения акций, включая дату распределения дополнительных акций или порядок ее определения, имущество (собственные средства), за счет которого (которых) осуществляется увеличение уставного капитала акционерного общества.

Размещение дополнительных акций акционерного общества путем распределения их среди акционеров этого акционерного общества осуществляется за счет следующего имущества (собственных средств):

– добавочного капитала акционерного общества;

– остатков фондов специального назначения акционерного общества по итогам предыдущего года, за исключением резервного фонда и фонда акционирования работников акционерного общества;

– нераспределенной прибыли акционерного общества прошлых лет.

Размещение дополнительных акций путем распределения их среди акционеров акционерного общества осуществляется всем акционерам – владельцам акций всех категорий (типов) этого акционерного общества. При этом каждому акционеру распределяются акции той же категории (типа), что и акции, которые ему принадлежат, пропорционально количеству принадлежащих ему акций.

Образование дробных акций у акционеров – владельцев целых акций в результате распределения дополнительных акций не допускается.

При распределении дополнительных акций акционерам – владельцам дробных акций на дробную акцию распределяется часть дополнительной акции, пропорциональная принадлежащей им дробной акции. При этом такое распределение не является образованием дробной акции.

Стандарты эмиссии ценных бумаг определяют механизм размещения акций путем конвертации в акции той же категории как с большей, так и меньшей номинальной стоимостью, а также с иными правами. Законодатель изложил требования, связанные с решениями о конвертации акций при их *консолидации и дроблении*. Коэффициенты консолидации и дробления должны быть выражены целым числом.

Решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций посредством *подписки* должно содержать:

– количество размещаемых дополнительных обыкновенных акций и привилегированных акций каждого типа в пределах количества объявленных акций этой категории (типа);

– способ размещения дополнительных акций – открытая или закрытая подписка;

– цену размещения дополнительных акций или порядок ее определения (в том числе при осуществлении преимущественного права приобретения размещаемых дополнительных акций) либо указание на то, что такие цена или порядок ее определения будут установлены Советом директоров (наблюдательным советом) акционерного общества не позднее начала размещения дополнительных акций;

– форму оплаты размещаемых дополнительных акций.

Решение о размещении *облигаций* путем подписки должно содержать количество и номинальную стоимость размещаемых облигаций, форму и срок погашения облигаций, способ размещения облигаций – открытая или закрытая подписка, цену размещения облигаций или порядок ее определения либо указание на то, что такие цена или порядок ее определения будут установлены уполномоченным органом управления эмитента не позднее начала размещения облигаций, а также может содержать иные условия размещения облигаций, включая срок или порядок определения срока размещения облигаций, форму, порядок и срок оплаты размещаемых облигаций, порядок заключения договоров в ходе размещения облигаций, доход или порядок определения дохода по облигациям.

Решение о размещении путем подписки облигаций акционерного общества, конвертируемых в его акции, дополнительно должно содержать количество дополнительных акций каждой категории (типа) в пределах количества объявленных акций этой категории (типа), в которые может быть конвертирована каждая облигация, порядок и условия такой конвертации, а также может содержать цену размещения или порядок определения цены размещения облигаций лицам, имеющим преимущественное право их приобретения.

Решением о размещении облигаций, конвертируемых в акции, должно быть предусмотрено, что конвертация осуществляется:

– по требованию владельцев облигаций;

– в срок, который (порядок определения которого) указан в решении о размещении облигаций;

– при наступлении обстоятельств, указанных в решении о размещении облигаций.

Российским законодательством предусмотрены изменения порядка эмиссии ценных бумаг, вступающие в силу с 2020 г.:

1. Кроме Банка России, регистрацией выпусков эмиссионных ценных бумаг будут заниматься регистраторы, биржа и депозитарии. Так, при учреждении акционерных обществ выпуск акций можно будет зарегистрировать у регистратора, для чего учредители должны будут заключить с ним договор. Эмитент и регистратор будут нести солидарную ответственность за убытки, причиненные инвесторам и акционерам в результате нарушения требований законодательства при регистрации выпуска акций регистратором.

2. Подать документы на регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг можно будет в электронной форме на сайте.

3. Выпуск акций, размещаемый при учреждении акционерного общества, нужно будет зарегистрировать до государственной регистрации самого акционерного общества как юридического лица.

4. Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг сможет подписать единоличный исполнительный орган эмитента либо уполномоченное им должностное лицо. В настоящее время подписать такое решение вправе только сам единоличный исполнительный орган. Решение о выпуске акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, будет утверждать уполномоченный орган управления. Сейчас такое решение утверждает Совет директоров или орган, осуществляющий функции Совета директоров. Кроме того, исчезнет обязанность утверждать решение о выпуске облигаций, останется только необходимость его подписать.

5. Изменится срок государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг: он составит 15 рабочих дней (вместо 20 календарных дней сейчас) или 20 рабочих дней, если регистрация выпуска сопровождается составлением и регистрацией проспекта ценных бумаг (вместо 30 календарных дней сейчас).

На предварительное рассмотрение документов Банком России по заявлению эмитента будет дано 20 рабочих дней (вместо 30 дней сейчас). Течение срока регистрации выпуска может быть приостановлено не более чем на 20 рабочих дней (вместо 30 календарных дней сейчас).

6. В решении о выпуске ценных бумаг не потребуется указывать условия размещения. В проспекте ценных бумаг условия размещения нужно будет включать только в случаях, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг или нормативными актами Банка России. Например, если регистрируется выпуск акций и конвертируемых в них ценных бумаг. В случае отсутствия проспекта ценных бумаг или отсутствия в проспекте ценных бумаг условий их размещения такие условия будут содержаться в отдельном документе, который подписывает единоличный исполнительный орган или уполномоченное им должностное лицо. Сейчас условия размещения дублируются в решении о выпуске ценных бумаг и в проспекте ценных бумаг.

7. Банк России сможет устанавливать различные требования к проспекту ценных бумаг и решению о выпуске ценных бумаг в зависимости от определенных факторов. Например, он будет вправе определить разные формы проспекта ценных бумаг и требования к его содержанию в зависимости от вида, категории (типа) ценных бумаг, количества размещенных эмитентом в течение календарного года выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг, вида основной деятельности эмитента, а также в зависимости от того, является ли эмитент субъектом малого или среднего предпринимательства, осуществляет ли он раскрытие информации. Резюме (введение) проспекта ценных бумаг должно быть изложено понятным языком для лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами.

8. Проспект ценных бумаг должен будет содержать консолидированную финансовую отчетность эмитента, а если эмитент вместе с другими организациями в соответствии с МСФО не создает группу, то ему следует формировать индивидуальную финансовую отчетность.

9. В случаях, предусмотренных нормативными актами Банка России, эмитент сможет представить уведомление о составлении проспекта, т. е. регистрация проспекта ценных бумаг не потребуется. Получение Банком России или биржей такого уведомления повлечет за собой такие же правовые последствия, что и регистрация проспекта ценных бумаг.

10. Эмитент будет вправе завершить размещение облигаций в срок, определенный условиями их размещения. Сейчас это нужно сделать в течение одного года с даты регистрации выпуска. Но если в отношении облигаций зарегистрирован проспект, то разместить такие облигации нужно будет все равно в течение одного года. По истечении этого срока размещение облигаций будет возможно при условии регистрации нового проспекта.

11. Предусмотрено исключение обязанности эмитентов представлять в Банк России уведомления об итогах выпуска ценных бумаг. Такие уведомления будет направлять регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев ценных бумаг эмитента, или депозитарий, осуществляющий централизованный учет прав на ценные бумаги эмитента.

12. Срок принятия Банком России решения о государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг или об отказе в регистрации составит 10 рабочих дней с даты получения документов (вместо 14 календарных дней сейчас).

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить в Банк России отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, а при соблюдении условий, указанных в п. 2 ст. 25, вместо отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) вправе представить уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Эмитент обязан раскрыть информацию о намерении представить уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг до начала их размещения.

Уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг может быть представлено при одновременном соблюдении следующих условий:

1) ценные бумаги размещены путем открытой подписки;

2) ценные бумаги при их размещении оплачены деньгами и (или) эмиссионными ценными бумагами, допущенными к организованным торгам;

3) ценные бумаги допущены к организованным торгам.

В отчете или уведомлении об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должны быть указаны:

1) даты начала и окончания размещения ценных бумаг;

2) фактическая цена (цены) размещения ценных бумаг;

3) количество размещенных ценных бумаг;

4) доля размещенных и неразмещенных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

5) общая стоимость имущества, внесенного в оплату за размещенные ценные бумаги, в том числе:

– денежные средства в валюте Российской Федерации;

– денежные средства в иностранной валюте, выраженные в валюте Российской Федерации по курсу Банка России на момент внесения;

– стоимость иного имущества, выраженная в валюте Российской Федерации;

6) сделки, признаваемые федеральными законами крупными сделками и сделками, в совершении которых имеется заинтересованность и которые совершены в процессе размещения ценных бумаг.

В отчете или уведомлении об итогах выпуска (дополнительного выпуска) акций или эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, наряду с информацией, предусмотренной п. 3 ст. 25, дополнительно указывается список владельцев пакетов эмиссионных ценных бумаг, размер которых определяется Банком России.

Уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должно содержать также информацию о наименовании, месте нахождения организатора торговли, допустившего размещенные ценные бумаги к организованным торгам, и дате такого допуска.

Отчет или уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг утверждается уполномоченным органом эмитента и подписывается лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, подтверждающими тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в отчете или уведомлении об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Лица, подписавшие либо утвердившие отчет или уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг (проголосовавшие за утверждение отчета или уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг), несут солидарно субсидиарную ответственность за убытки, причиненные эмитентом инвестору и (или) владельцу эмиссионных ценных бумаг вследствие содержащейся в указанных отчете или уведомлении и подтвержденной ими недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации. Течение срока исковой давности для возмещения убытков по основаниям, указанным в настоящем пункте, начинается с даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представления в Банк России уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг осуществляется Банком России на основании заявления эмитента, к которому прилагаются документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия размещения эмиссионных ценных бумаг, утверждения отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска), раскрытия информации и иных требований, соблюдение которых необходимо при размещении эмис-

сионных ценных бумаг. Исчерпывающий перечень таких документов определяется нормативным актом Банка России.

Банк России рассматривает отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в течение 14 дней и при отсутствии связанных с эмиссией ценных бумаг нарушений регистрирует его. Банк России несет ответственность за полноту зарегистрированного им отчета.

11.4. Проспект эмиссии и раскрытие информации на рынке ценных бумаг

Проспект эмиссии – это документ, составленный по установленной законом форме, содержащий сведения об эмитенте, его финансовом состоянии и условиях предстоящего выпуска ценных бумаг. Наличие проспекта ценной бумаги является обязательным условием регистрации ее размещения в случае открытой подписки, а также при любом ином размещении ценной бумаги на основе подписки, если число потенциальных приобретателей (инвесторов) превышает 500 лиц (юридических и (или) физических).

Проспект ценной бумаги – официальный документ установленной формы, утверждаемый Советом директоров компании-эмитента или его исполнительным органом, существующий в определенной законодательством организационно-правовой форме.

Проспект эмиссии в отдельных случаях подписывается следующими лицами:

– аудитором;

– независимым оценщиком;

– финансовым консультантом рынка ценных бумаг (при публичном размещении).

Указанные профессиональные участники рынка удостоверяют полноту информации, содержащейся в проспекте эмиссии и несут совместно с эмитентом солидарную ответственность в случае нанесения ущерба инвестору вследствие наличия в проспекте недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации, которую они подтвердили, подписав этот проспект. Срок исковой давности в этом случае составляет три года со дня начала размещения ценных бумаг.

Главной *целью* проспекта эмиссии ценной бумаги является предоставление полной и достоверной информации, руководствуясь которой инвесторы могут разумно и объективно определить возможные для них риски и принять обоснованное и взвешенное инвестиционное решение.

Регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, размещаемых путем подписки, должна сопровождаться составлением и регистрацией проспекта ценных бумаг, за исключением случаев, если соблюдается хотя бы одно из следующих условий:

1) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются только квалифицированным инвесторам и лицам, имеющим пре-

имущественное право приобретения размещаемых акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции;

2) в соответствии с условиями размещения акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, они предлагаются только лицам, которые на определенную дату являлись или являются акционерами акционерного общества-эмитента;

3) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются заранее определенному кругу лиц, число которых не превышает 150, без учета квалифицированных инвесторов и лиц, имеющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг;

4) сумма денежных средств, привлекаемых эмитентом путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года, не превышает 1 млрд руб.;

5) сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года не превышает 4 млрд руб.;

6) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая в их оплату каждым из потенциальных приобретателей, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, составляет не менее 1 млн 400 тыс. руб.;

7) облигации размещаются в рамках программы облигаций и с даты регистрации проспекта облигаций, зарегистрированного одновременно с регистрацией программы облигаций, если не истек один год.

Структура проспекта эмиссии определена Федеральным законом от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 22:

1) введение, в котором кратко излагается информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг и позволяющая составить общее представление об эмитенте и эмиссионных ценных бумагах, а в случае размещения эмиссионных ценных бумаг также об основных условиях их размещения;

2) информация об эмитенте и его финансово-хозяйственной деятельности;

3) бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента и иная финансовая информация, в том числе:

– годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента за три последних завершенных отчетных года или за каждый завершенный отчетный год (если эмитент осуществляет свою деятельность менее трех лет), к которой прилагается аудиторское заключение в отношении указанной бухгалтерской (финансовой) отчетности;

– промежуточная бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента за последний завершенный отчетный период, состоящий из трех, шести или девяти месяцев, а в случае, если в отношении указанной отчетности проведен аудит, с приложением соответствующего аудиторского заключения;

– консолидированная финансовая отчетность группы организаций, которую эмитент обязан составлять как лицо, контролирующее организации, входящие в указанную группу, или по иным основаниям и в порядке, которые предусмотрены федеральными законами, за три последних завершенных отчетных года или за каждый завершенный отчетный год (если эмитент обязан составлять такую отчетность менее трех лет) с приложением соответствующего аудиторского заключения в отношении указанной отчетности;

– консолидированная финансовая отчетность эмитента за последний завершенный отчетный период, состоящий из шести месяцев, а в случае, если в отношении указанной отчетности проведен аудит, с приложением соответствующего аудиторского заключения.

4) сведения об объеме, о сроке, об условиях и о порядке размещения эмиссионных ценных бумаг;

5) сведения о лице, предоставляющем обеспечение по облигациям эмитента, а также об условиях такого обеспечения.

Проспект облигаций может быть зарегистрирован одновременно с регистрацией программы облигаций.

Информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг, должна отражать все обстоятельства, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении эмиссионных ценных бумаг. Ответственность за полноту и достоверность указанной информации несет эмитент.

Раскрытие информации – это процесс обеспечения ее доступности всем заинтересованным лицам, гарантирующий получение достоверной и полной информации. Суть раскрытия информации на рынке ценных бумаг состоит в том, чтобы любое лицо, которое проявило интерес к конкретным ценным бумагам данного эмитента, могло бы свободно, без трудностей получить общедоступную информацию об эмитенте и размещенных им ценных бумагах.

По прошествии регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг информация, содержащаяся в нем, становится доступной для всех участников рынка, независимо от целей ее получения. Это означает, что эмитент обязан опубликовать сведения о государственной регистрации выпуска своих ценных бумаг, указав порядок доступа любого лица к проспекту эмиссии в соответствующих средствах массовой информации.

Раскрытие информации эмитентом в случае регистрации проспекта эмиссии, без ограничения самой процедурой эмиссии, осуществляется в двух формах:

1) ежеквартальный отчет о своей финансово-хозяйственной деятельности, который охватывает те же разделы, что и проспект эмиссии ценных бумаг, кроме информации о порядке и условиях размещения ценных бумаг. Ежеквартальный отчет представляется в регистрирующий орган в течение 45 дней после окончания отчетного квартала. Он должен также представляться владельцам ценных бумаг (эмитентам) по их требованию и за плату, соответствующую затратам на изготовление брошюры отчета.

2) сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента – это факты, которые влияют на стоимость его ценных бумаг на рынке, к ним относятся:

– реорганизация эмитента и его дочерних и зависимых обществ;

– разовое изменение стоимости активов более чем на 10 %;

– изменение прибылей или убытков более чем на 10 %;

– разовые сделки, размер которых составляет более 10 % активов эмитента;

– выпуск эмитентом новых ценных бумаг;

– начисленные и выплаченные доходы по его ценным бумагам;

– появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 % его эмиссионных ценных бумаг любого вида;

– дата закрытия реестра, решения общих собраний и др.;

– принятие эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в дополнение к уже размещенным.

Сообщения обо всех указанных фактах направляются в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и публикуются в средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента, в течение пяти дней с момента наступления факта.

Раскрытие информации закреплено Федеральным законом от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 30.

Под раскрытием информации на рынке ценных бумаг понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение. Раскрытой информацией на рынке ценных бумаг признается информация, в отношении которой проведены действия по ее раскрытию.

Общедоступной информацией на рынке ценных бумаг признается информация, не требующая привилегий для доступа к ней или подлежащая раскрытию в соответствии с настоящим Федеральным законом.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг (проспекта эмиссии ценных бумаг, плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг) эмитент обязан осуществлять раскрытие информации на рынке ценных бумаг.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан осуществлять раскрытие информации на рынке ценных бумаг:

1) после начала размещения эмиссионных ценных бумаг либо, если это предусмотрено проспектом ценных бумаг, после его регистрации;

2) после регистрации проспекта ценных бумаг, не связанной с размещением таких ценных бумаг;

3) после вступления в силу решения о регистрации проспекта акций при приобретении эмитентом публичного статуса.

Погашение акций, в отношении которых осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг, в результате их конвертации в акции с большей или меньшей номинальной стоимостью, в том числе в связи с их консолидацией или дробле-

нием, не влечет за собой прекращение обязанности осуществлять раскрытие информации, предусмотренной настоящей статьей.

В состав ежеквартального отчета за первый квартал включаются:

1) бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента за последний завершенный отчетный год с приложением аудиторского заключения в отношении такой отчетности;

2) промежуточная бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента за завершенный отчетный период, состоящий из трех месяцев отчетного года.

В состав ежеквартальных отчетов за второй и третий кварталы включается промежуточная бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента за завершенные отчетные периоды, состоящие из шести и девяти месяцев отчетного года соответственно. В состав ежеквартального отчета за четвертый квартал бухгалтерская (финансовая) отчетность эмитента не включается.

В случае регистрации проспекта облигаций с обеспечением или представления бирже проспекта биржевых облигаций с обеспечением для их допуска к организованным торгам в состав ежеквартального отчета включаются сведения о предоставленном обеспечении и о лицах, которые его предоставили.

Помимо информации, предусмотренной п.п. 6–8 настоящей статьи, ежеквартальный отчет должен также содержать иную информацию, определенную нормативными актами Банка России.

Ежеквартальный отчет должен быть утвержден уполномоченным органом эмитента, если в соответствии с учредительными документами (уставом) указанного эмитента ежеквартальный отчет подлежит утверждению уполномоченным органом такого эмитента, а также подписан лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, и главным бухгалтером эмитента (иным лицом, выполняющим его функции), которые подтверждают тем самым достоверность всей содержащейся в нем информации.

Лица, подписавшие ежеквартальный отчет, а в случае, если в соответствии с учредительными документами (уставом) эмитента ежеквартальный отчет подлежит утверждению уполномоченным органом эмитента, также лица, утвердившие ежеквартальный отчет (проголосовавшие за его утверждение), равно как и лица, подписавшие бухгалтерскую (финансовую) или консолидированную финансовую отчетность эмитента и лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, а также аудиторские организации, составившие аудиторское заключение в отношении указанной отчетности, несут солидарно субсидиарную ответственность за убытки, причиненные эмитентом инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие раскрытия, в том числе в составе ежеквартального отчета, недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации, подтвержденной ими. Течение срока исковой давности для возмещения убытков по основаниям, указанным в настоящем пункте, начинается с даты раскрытия соответствующей информации.

Консолидированная финансовая отчетность эмитента составляется в соответствии с требованиями федеральных законов и иных нормативных правовых актов

Российской Федерации. Годовая консолидированная финансовая отчетность эмитента за последний завершенный отчетный год вместе с аудиторским заключением в отношении такой отчетности раскрывается в течение трех дней, следующих за датой составления аудиторского заключения, но не позднее 120 дней после даты окончания указанного отчетного года, а промежуточная консолидированная финансовая отчетность эмитента – в течение трех дней после даты ее составления, но не позднее 60 дней после даты окончания отчетного периода, за который она составлена.

Существенными фактами признаются сведения, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента.

В форме сообщений о существенных фактах подлежат раскрытию сведения:

1) о созыве и проведении общего собрания участников (акционеров) эмитента, а также о решениях, принятых общим собранием участников (акционеров) эмитента;

2) о проведении заседания Совета директоров (наблюдательного совета) эмитента и его повестке дня, а также о следующих принятых Советом директоров (наблюдательным советом) эмитента решениях:

– о размещении эмиссионных ценных бумаг эмитента;

– о приобретении эмитентом размещенных им ценных бумаг;

– об образовании исполнительного органа эмитента и о досрочном прекращении (приостановлении) его полномочий;

– о рекомендациях в отношении размеров дивидендов по акциям эмитента и порядка их выплаты;

– об утверждении внутренних документов эмитента;

– об одобрении сделок, признаваемых в соответствии с законодательством Российской Федерации крупными сделками и (или) сделками, в совершении которых имеется заинтересованность;

– об иных решениях, перечень которых установлен нормативными актами Банка России;

3) о фактах непринятия Советом директоров (наблюдательным советом) эмитента решений, которые должны быть приняты в соответствии с федеральными законами, а также решений, перечень которых установлен нормативными актами Банка России;

4) о направлении эмитентом заявления о внесении в единый государственный реестр юридических лиц записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией эмитента, а в случае принятия органом, осуществляющим государственную регистрацию юридических лиц, решения об отказе во внесении указанных записей – сведения о принятии такого решения;

5) о появлении у эмитента подконтрольной ему организации, имеющей для него существенное значение, а также о прекращении оснований контроля над такой организацией;

6) о появлении лица, контролирующего эмитента, а также о прекращении оснований такого контроля;

7) о принятии решения о реорганизации или ликвидации организацией, контролирующей эмитента, подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, либо лицом, предоставившим обеспечение по облигациям этого эмитента;

8) о внесении в единый государственный реестр юридических лиц записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией организации, контролирующей эмитента, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента;

9) о появлении у эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо у лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, признаков несостоятельности (банкротства), предусмотренных законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве);

10) о принятии арбитражным судом заявления о признании эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, банкротами, а также о принятии арбитражным судом решения о признании указанных лиц банкротами, введении в отношении них одной из процедур банкротства, прекращении в отношении них производства по делу о банкротстве;

11) о предъявлении эмитенту, контролирующей его организации, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, иска, размер требований по которому составляет 10 или более процентов балансовой стоимости активов указанных лиц на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего предъявлению иска, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности, или иного иска, удовлетворение которого, по мнению эмитента, может существенным образом повлиять на финансово-хозяйственное положение эмитента или указанных лиц;

12) о дате, на которую определяются лица, имеющие право на осуществление прав по эмиссионным ценным бумагам эмитента, в том числе о дате, на которую составляется список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров эмитента;

13) об этапах процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг эмитента;

14) о приостановлении и возобновлении эмиссии эмиссионных ценных бумаг эмитента;

15) о признании выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг эмитента несостоявшимся или недействительным;

16) о погашении эмиссионных ценных бумаг эмитента;

17) о начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента;

18) о заключении эмитентом договора с российским организатором торговли о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам российским организатором торговли, а также договора с российской биржей о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента в котировальный список российской биржи;

19) о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента в список ценных бумаг, допущенных к торгам российским организатором торговли, или об их исключении из указанного списка, а также о включении в котировальный список российской биржи эмиссионных ценных бумаг эмитента или об их исключении из указанного списка;

20) о заключении эмитентом договора о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента, в список ценных бумаг, допущенных к торгам на иностранном организованном (регулируемом) финансовом рынке, а также договора с иностранной биржей о включении таких ценных бумаг в котировальный список иностранной биржи;

21) о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента, в список ценных бумаг, допущенных к торгам на иностранном организованном (регулируемом) финансовом рынке, и об исключении таких ценных бумаг из указанного списка, а также о включении в котировальный список иностранной биржи таких ценных бумаг или об их исключении из указанного списка;

22) о заключении эмитентом договора о поддержании (стабилизации) цен на эмиссионные ценные бумаги эмитента (ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента), а также о прекращении такого договора;

23) о подаче эмитентом заявления на получение разрешения Банка России на размещение и (или) организацию обращения его эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации, а также о получении им указанного разрешения;

24) о неисполнении обязательств эмитента перед владельцами его эмиссионных ценных бумаг;

25) о приобретении лицом или прекращении у лица права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) эмитента, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента, если указанное количество голосов составляет 5 % либо

стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 % общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента;

26) о поступившем эмитенту добровольном, в том числе конкурирующем, или обязательном предложении о приобретении его эмиссионных ценных бумаг, а также об изменениях, внесенных в указанные предложения;

27) о поступившем эмитенту уведомлении о праве требовать выкупа эмиссионных ценных бумаг эмитента или требовании о выкупе эмиссионных ценных бумаг эмитента;

28) о раскрытии эмитентом ежеквартальных отчетов;

29) о раскрытии эмитентом промежуточной (квартальной) или годовой консолидированной финансовой отчетности, в том числе подготовленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности и иными иностранными стандартами финансовой отчетности, а также о представлении аудиторского заключения, подготовленного в отношении такой отчетности;

30) о выявлении ошибок в ранее раскрытой бухгалтерской (финансовой) отчетности эмитента;

31) о совершении эмитентом или лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, сделки, размер которой составляет 10 или более процентов балансовой стоимости активов эмитента или указанного лица на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего совершению сделки, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности;

32) о совершении организацией, контролирующей эмитента, или подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, сделки, признаваемой в соответствии с законодательством Российской Федерации крупной сделкой;

33) о совершении эмитентом сделки, в совершении которой имеется заинтересованность и необходимость одобрения которой уполномоченным органом управления эмитента предусмотрена законодательством Российской Федерации, если размер такой сделки превышает норматив, установленный нормативными актами Банка России;

34) об изменении состава и (или) размера предмета залога по облигациям эмитента с залоговым обеспечением, а в случае изменения состава и (или) размера предмета залога по облигациям эмитента с ипотечным покрытием – сведения о таких изменениях, если они превышают норматив, установленный нормативными актами Банка России;

35) об изменении стоимости активов лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, которое составляет 10 или более процентов, или об ином существенном, по мнению эмитента, изменении финансово-хозяйственного положения такого лица;

36) о получении эмитентом или прекращении у эмитента права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с ины-

ми лицами, связанными с эмитентом договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) организации, эмиссионные ценные бумаги которой включены в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам организатором торговли, либо стоимость активов которой превышает норматив, установленный нормативными актами Банка России, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал указанной организации, если указанное количество голосов составляет 5 % либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 % общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал такой организации;

37) о заключении эмитентом, контролирующим его лицом или подконтрольной эмитенту организацией договора, предусматривающего обязанность приобретать эмиссионные ценные бумаги указанного эмитента;

38) о получении, приостановлении действия, возобновлении действия, переоформлении, об отзыве (аннулировании) или о прекращении по иным основаниям действия разрешения (лицензии) эмитента на осуществление определенной деятельности, имеющей для указанного эмитента существенное финансово-хозяйственное значение;

39) об истечении срока полномочий единоличного исполнительного органа и (или) членов коллегиального исполнительного органа эмитента;

40) об изменении размера доли участия в уставном (складочном) капитале эмитента и подконтрольных эмитенту организаций, имеющих для него существенное значение:

– лиц, являющихся членами Совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента;

– лиц, являющихся членами Совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа управляющей организации, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа управляющей организации, в случае, если полномочия единоличного исполнительного органа эмитента переданы управляющей организации;

41) о возникновении и (или) прекращении у владельцев облигаций эмитента права требовать от эмитента досрочного погашения принадлежащих им облигаций эмитента;

42) о присвоении рейтинга эмиссионным ценным бумагам и (или) их эмитенту или об изменении его рейтинговым агентством на основании заключенного с эмитентом договора;

43) о привлечении или замене организаций, оказывающих эмитенту услуги посредника при исполнении эмитентом обязательств по облигациям или иным эмиссионным ценным бумагам эмитента, с указанием их наименований, мест нахож-

дения и размеров вознаграждений за оказываемые услуги, а также об изменении указанных сведений;

44) о споре, связанном с созданием эмитента, управлением им или участием в нем, в том числе о получении уведомления о намерении обратиться в арбитражный суд с заявлением (исковым заявлением), о возбуждении арбитражным судом производства по делу и принятии заявления (искового заявления) к производству, об изменении основания или предмета ранее заявленного иска, о принятии обеспечительных мер, об отказе от иска, о признании иска, о заключении мирового соглашения, о принятии судебного акта, которым заканчивается рассмотрение дела в арбитражном суде первой инстанции;

45) о предъявлении лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, требований, связанных с исполнением обязательств по таким облигациям;

46) о размещении за пределами Российской Федерации облигаций или иных финансовых инструментов, удостоверяющих заемные обязательства, исполнение которых осуществляется за счет эмитента;

47) о решении Банка России об освобождении эмитента от обязанности осуществлять раскрытие информации в соответствии с настоящей статьей;

48) о приобретении (об отчуждении) голосующих акций (долей) эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении голосующих акций эмитента, эмитентом и (или) подконтрольными эмитенту организациями, в том числе организациями, входящими в группу организаций, определяемую в соответствии с законодательством Российской Федерации в целях составления консолидированной финансовой отчетности эмитента. Указанное требование не распространяется на приобретение ценных бумаг указанными подконтрольными организациями, если последние являются брокерами и (или) доверительными управляющими и совершили сделку от своего имени, но за счет клиента, не являющегося эмитентом и (или) подконтрольной ему организацией;

49) направляемые или предоставляемые эмитентом соответствующему органу (соответствующей организации) иностранного государства, иностранной бирже и (или) иным организациям в соответствии с иностранным правом для целей их раскрытия или предоставления иностранным инвесторам в связи с размещением или обращением эмиссионных ценных бумаг эмитента за пределами Российской Федерации, в том числе посредством приобретения размещаемых (размещенных) в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранного эмитента;

50) о проведении и повестке дня общего собрания владельцев облигаций эмитента, а также о решениях, принятых общим собранием владельцев облигаций эмитента;

51) об определении эмитентом облигаций нового представителя владельцев облигаций;

52) оказывающие, по мнению эмитента, существенное влияние на стоимость его эмиссионных ценных бумаг.

Копии ежеквартальных отчетов, консолидированной финансовой отчетности, аудиторского заключения, составленного в отношении такой отчетности, сооб-

щений о существенных фактах должны предоставляться эмитентом любым заинтересованным лицам по их требованию за плату, не превышающую затрат на изготовление копий.

В случае, если в соответствии с настоящим Федеральным законом подлежит раскрытию информация, касающаяся решения об одобрении сделки, принятого уполномоченным органом управления эмитента до ее совершения, сведения об условиях такой сделки, а также о лице (лицах), являющемся (являющихся) ее стороной (сторонами), выгодоприобретателем (выгодоприобретателями), могут не раскрываться до совершения сделки, если это предусмотрено принятым уполномоченным органом управления эмитента решением о ее одобрении.

Эмитенты, которые обязаны в соответствии с настоящей статьей осуществлять раскрытие информации, должны раскрывать информацию об изменении адреса страницы (сайта) в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемой ими для раскрытия информации, в порядке и сроки, которые предусмотрены для раскрытия сведений в форме сообщений о существенных фактах.

Лицо, предоставившее обеспечение по облигациям эмитента, обязано предоставить эмитенту сведения, касающиеся указанного лица или его финансово-хозяйственной деятельности, а также сведения, необходимые для составления ежеквартального отчета эмитента, в том числе свою бухгалтерскую (финансовую) отчетность. Сведения, необходимые для составления ежеквартального отчета, предоставляются эмитенту не позднее дня, следующего за днем, в который лицо, предоставившее обеспечение по облигациям эмитента, узнало или должно было узнать о наступлении соответствующих существенных фактов. Лицо, предоставившее обеспечение по облигациям эмитента, несет ответственность за убытки, причиненные инвестору и (или) владельцу облигаций вследствие раскрытия эмитентом предоставленной ему указанным лицом недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации.

Участник (акционер) эмитента, обязанного осуществлять раскрытие информации в соответствии с настоящей статьей, владеющий 5 или более процентами голосующих акций (долей) такого эмитента, обязан предоставить информацию о лице (появлении лица), которое его контролирует, либо о его отсутствии (прекращении оснований такого контроля).

Лицо, указанное в пп. 25 п. 14 ст. 30, обязано предоставить информацию о получении или прекращении права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) эмитента, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента, обязанного осуществлять раскрытие информации в соответствии с настоящей статьей, если указанное количество голосов составляет 5 % либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 % общего количества голосов, при-

ходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал такого эмитента.

Организация, подконтрольная эмитенту, обязанному осуществлять раскрытие информации в соответствии с настоящей статьей, обязана предоставить информацию о приобретении (об отчуждении) голосующих акций (долей) такого эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении голосующих акций такого эмитента. Указанное требование не распространяется на приобретение ценных бумаг подконтрольными эмитенту организациями, если последние совершили сделку от своего имени, но за счет клиента и (или) в интересах клиента, не являющегося эмитентом и (или) подконтрольной ему организацией, при условии, что эти организации являются брокерами, дилерами и (или) доверительными управляющими либо иностранными организациями, имеющими право в соответствии с их личным законом осуществлять соответствующую деятельность на рынке ценных бумаг.

Акционер (акционеры) эмитента или иные лица, получившие в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» полномочия, необходимые для созыва и проведения внеочередного общего собрания акционеров указанного эмитента, не позднее дня, следующего за днем, когда они узнали или должны были узнать о возложении на них исполнения вступившего в законную силу решения суда о понуждении данного эмитента провести внеочередное общее собрание акционеров, обязаны предоставить информацию о получении указанных полномочий.

Лица, указанные в п. 19–22 ст. 30, предоставляют предусмотренную указанными пунктами информацию путем направления уведомления эмитенту и в Банк России. Требования к содержанию, форме, сроку и порядку направления такого уведомления устанавливаются нормативными актами Банка России.

Лицо, приобретающее эмиссионные ценные бумаги публичного акционерного общества, обращающиеся на организованных торгах, обязано в порядке, предусмотренном нормативными актами Банка России, раскрыть:

1) информацию о направлении добровольного, в том числе конкурирующего, или обязательного предложения в Банк России. Указанная информация раскрывается не позднее дня, следующего за днем направления соответствующего предложения в Банк России;

2) содержание добровольного, в том числе конкурирующего, или обязательного предложения. Соответствующее предложение раскрывается не позднее дня, следующего за днем истечения срока, предусмотренного для его рассмотрения Банком России, если в течение указанного срока Банком России не было вынесено предписание о приведении добровольного, в том числе конкурирующего, или обязательного предложения в соответствие с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах».

Профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан раскрывать информацию, предусмотренную федеральными законами и нормативными актами Банка России.

Состав и объем информации, порядок и сроки ее раскрытия и предоставления на рынке ценных бумаг, а также порядок и сроки предоставления отчетов профессиональными участниками рынка ценных бумаг определяются нормативными актами Банка России.

Требования, предусмотренные п. 19–20 ст. 30, не распространяются на Центральный банк Российской Федерации в случаях приобретения им соответствующего количества акций (голосов) по первой части договора РЕПО, предусматривающего срок исполнения обязательств по второй части договора РЕПО не более 30 дней, и при условии исполнения второй части договора РЕПО в установленный этим договором срок.

В случае допуска к организованным торгам эмиссионных ценных бумаг, в отношении которых не осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг, требования к раскрытию информации эмитентами таких эмиссионных ценных бумаг определяются организатором торговли.

Глава 12

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

12.1. Понятие вторичного рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг представляет собой механизм, содействующий обмену финансовыми активами путем сведения вместе тех, у кого есть ценные бумаги и кто готов их реализовать, с теми, у кого ценные бумаги отсутствуют, но кто был бы не против их приобрести. В структуре «первичный – вторичный» рынок ценных бумаг наиболее глобальным по своим масштабам является вторичный рынок, поскольку именно на нем происходят все сделки с ценными бумагами, ранее выпущенными в обращение. Учитывая, что одной из основных функций рынка ценных бумаг является ценообразование активов (выявление справедливой стоимости), вторичный рынок ценных бумаг большинство зарубежных ученых и специалистов рассматривают как рынок, на котором *перепродаются*, *торгуются уже выпущенные* ценные бумаги.

Вместе с тем, учитывая особенности российского законодательства, которое описывает процесс *обращения* выпущенных ценных бумаг как достаточно широкое понятие, включающее в себя *всю совокупность гражданско-правовых сделок*, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги, целесообразно рассматривать вторичный рынок как механизм, способствующий совершению не только сделок купли-продажи ценных бумаг, но и иных сделок, реализация которых приводит к смене владельца ценной бумаги (договор дарения, наследования и др.).

Следует обратить внимание, что отечественный законодатель отдельно описывает процесс *публичного обращения ценных бумаг*, который трактуется как *обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц*, в том числе с использованием рекламы, и в данном случае, по смыслу закона, речь идет как раз о совершении на вторичном рынке сделок купли-продажи.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», описывающий процесс *обращения* и процедуру *публичного обращения ценных бумаг*, регламентирует только те отношения, которые связаны с выпуском и обращением *эмиссионных ценных бумаг* (акции, облигации, опцион эмитента и депозитарные расписки). Вместе с тем неэмиссионные ценные бумаги также обращаются на вторичном рынке, поэтому сформулированное понятие вторичного рынка в полной мере относится и к данному классу ценных бумаг.

Если под вторичным рынком понимать всю совокупность гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, то важно понять, каким образом происходит сам процесс перехода прав собственности на ценную бумагу, вместе с которыми переходят и все права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой.

И вот здесь принципиально важное значение имеют следующие обстоятельства:

1) является ценная бумага эмиссионной либо неэмиссионной;

2) выпущена ценная бумага в документарной либо бездокументарной форме.

Для начала важно понять, что на вторичный рынок ценные бумаги «попадают» только при соблюдении ряда условий. Так, в соответствии со ст. 27.6 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» совершение сделок, влекущих за собой переход прав собственности на эмиссионные ценные бумаги (*обращение эмиссионных ценных бумаг*), допускается после государственной регистрации их выпуска (и отчета об итогах выпуска, в случае необходимости) или присвоения их выпуску идентификационного номера, если иное не предусмотрено Федеральным законом. Кроме того, существенное значение имеет факт стопроцентной оплаты ценных бумаг, приобретенных на первичном рынке.

Что касается *публичного обращения эмиссионных ценных бумаг*, в том числе их предложения неограниченному кругу лиц (включая использование рекламы), то закон допускает совершение указанных действий при одновременном соблюдении ряда условий:

1) регистрации проспекта ценных бумаг (проспекта эмиссии ценных бумаг, плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг), допуска биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам с представлением бирже проспекта указанных ценных бумаг либо допуска эмиссионных ценных бумаг к организованным торгам без их включения в котировальные списки;

2) раскрытия эмитентом информации в соответствии с требованиями федерального законодательства, а в случае допуска к организованным торгам эмиссионных ценных бумаг, в отношении которых не осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг, – в соответствии с требованиями организатора торговли.

Рассмотрев специфику перехода прав собственности на вторичном рынке на эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги, следует обратить внимание на особенности учета и перехода прав собственности на документарные и бездокументарные ценные бумаги. Так, в ст. 146 ГК РФ описаны следующие особенности перехода прав, удостоверенных *документарными ценными бумагами*:

а) права, удостоверенные *предъявительской ценной бумагой*, передаются приобретателю путем вручения ему ценной бумаги лицом, совершившим ее отчуждение. Права, удостоверенные предъявительской ценной бумагой, могут перейти к другому лицу независимо от ее вручения в случаях и по основаниям, которые установлены законом;

б) права, удостоверенные *ордерной ценной бумагой*, передаются приобретателю путем ее вручения с совершением на ней передаточной надписи – индоссамента. Если иное не предусмотрено настоящим Кодексом или законом, к передаче ордерных ценных бумаг применяются установленные законом о переводном и простом векселе правила о передаче векселя;

в) права, удостоверенные *именной документарной ценной бумагой*, передаются приобретателю путем вручения ему ценной бумаги лицом, совершающим ее

отчуждение, с совершением на ней именной передаточной надписи или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования (цессии).

Общий порядок перехода прав по бездокументарной ценной бумаге описан в ст. 149.2 ГК РФ, согласно которой передача прав на бездокументарные ценные бумаги приобретателю осуществляется посредством списания бездокументарных ценных бумаг со счета лица, совершившего их отчуждение, и зачисления их на счет приобретателя на основании распоряжения лица, совершившего отчуждение.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» эмиссионные ценные бумаги могут быть именными или на предъявителя. *Именные эмиссионные ценные* бумаги могут выпускаться только *в бездокументарной форме*, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. *Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя* могут выпускаться только *в документарной форме*.

Право на *именную бездокументарную эмиссионную* ценную бумагу переходит к приобретателю:

– в случае учета прав на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, – с момента внесения приходной записи *по счету депо приобретателя*;

– в случае учета прав на ценные бумаги в реестре – с момента внесения приходной записи *по лицевому счету приобретателя*.

Право *на предъявительскую документарную эмиссионную* ценную бумагу переходит к приобретателю:

– в случае нахождения ее сертификата у владельца – *в момент передачи этого сертификата приобретателю*;

– в случае хранения сертификатов предъявительских документарных ценных бумаг и (или) учета прав на такие ценные бумаги в депозитарии – *в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя*.

12.2. Рейтинг ценных бумаг

Ценные бумаги, обращающиеся на вторичном рынке, находятся в процессе постоянного их сравнения между собой по инвестиционным характеристикам – надежности, доходности и ликвидности. Такое сравнение осуществляется посредством общепризнанной процедуры – упорядочивания ценных бумаг одного вида путем их *ранжирования* в зависимости от инвестиционных качеств. Этот процесс позволяет участникам рынка заранее получить информацию о ценных бумагах, обращающихся на вторичном рынке.

На рынке ценных бумаг существуют следующие основные способы ранжирования эмиссионных ценных бумаг – акций, облигаций и депозитарных расписок для целей их упорядочения и предоставления информации инвесторам:

1) внебиржевое ранжирование, или рейтинг ценных бумаг;

2) биржевое ранжирование, или листинг ценных бумаг.

Если ранжирование акций, облигаций и депозитарных расписок на рынке закреплено отработанными процедурами рейтинга и листинга, то для всех остальных видов ценных бумаг никаких специальных процедур ранжирования не предусмотрено, поскольку все они в большинстве своем не являются такими же массовыми и обращающимися ценными бумагами. Поэтому надежность остальных ценных бумаг в случае совершения с ними гражданско-правовых сделок проверяется самими заинтересованными сторонами с использованием всех возможных и доступных способов оценки активов.

Само слово *rating* переводится как *оценка*, *определение стоимости*, *отнесение к классу*, *разряду*, *категории*. В американском варианте – это *отметка*, *оценка*, *положение*, *класс*, *разряд*. Корнями это слово уходит к латинскому *ratio*, что означает *разум*, *расчет*, *соображение*, *отношение*. Таким образом, этимологически рейтинг предполагает вынесение разумного и взвешенного суждения, возможность соотношения и отнесение к тому или иному классу, разряду, категории объекта рейтинга на основании предварительных расчетов.

Первые рейтинговые агентства появились около 150 лет назад в США и произошло это не случайно. Динамичное развитие строительства железных дорог потребовало масштабного привлечения государственного и частного капитала, и в этой связи инвесторы испытывали обоснованное беспокойство по поводу безопасности своих вложений. В 1860 г. Генри Варнум Пур опубликовал книгу «История железных дорог и каналов США», которую по праву можно считать первой известной попыткой определить сравнительный рейтинг транспортных компаний по данным их финансовой отчетности и оперативной информации. Задачей автора было предоставление информации для инвесторов с целью мотивации их инвестиций в американскую промышленность. В дальнейшем из предприятия Генри Пура будет образовано рейтинговое агентство Standard & Poor's (S & P), которое сегодня осуществляет свою деятельность в 26 странах мира и на протяжении 150 лет занимает лидирующее положение, обеспечивая информирование участников рынка о состоянии мировой финансовой инфраструктуры.

С возникновением фондового рынка и по мере его развития у инвесторов возникает необходимость оценки рисков в области финансовых инвестиций, и в 1909 г. на мировом финансовом рынке появляется «оценка степени доверия» в отношении *долговых ценных бумаг*, предложенная американцем Джоном Муди. Он презентовал первую рейтинговую систему и опубликовал первые кредитные рейтинги в «Руководстве по ценным бумагам железнодорожных компаний Джона Муди». Для обозначения уровней рейтинга Джон Муди использовал литерную систему – буквы алфавита от *A* до *C*, которая являлась быстрым и легким способом для сравнения качества выпускаемых облигаций. С тех пор эта система, дополнившись в некоторых рейтингах буквой *D*, стала мировым стандартом, а рейтинговые агентства, оценивающие финансовое положение эмитентов и надежность выпускаемых ими ценных бумаг – неотъемлемой частью финансовых рынков. В настоящее время корпорация Moody's является одним из наиболее известных и широко используемых в мире источников кредитных рейтингов, аналитических исследований рынка.

Аналитические исследования агентства охватывают более 110 стран, около 12 000 корпоративных эмитентов.

В 1914 г. в Нью-Йорке Джон Ноулз Фитч основал компанию Fitch Ratings, которая первоначально работала как издательство Fitch Publishing Company. В довольно короткие сроки Фитч заслужил доверие инвесторов и заработал авторитет на рынке, благодаря чему ему удалось привлечь такого крупнейшего клиента, как Нью-Йоркская фондовая биржа. Сейчас группа Fitch входит в число мировых лидеров в области финансовых информационных услуг и ведет деятельность более чем в 30 странах. Группа включает Fitch Ratings – одно из ведущих глобальных агентств в сфере кредитных рейтингов и аналитических исследований; Fitch Solutions, занимающее лидирующие позиции в области аналитических исследований кредитных рынков, аналитических инструментов и услуг по оценке рисков; компанию BMI Research, предлагающую независимый анализ странового риска и отраслевой анализ со специализацией на развивающихся и пограничных рынках, и Fitch Learning – одного из лидеров в области программ обучения и повышения квалификации.

Таким образом, было сформировано три будущих монополиста рынка рейтинговых услуг, и уже к 20-м гг. XX в. они охватили 90 % этого рынка – сначала в США, а в дальнейшем и во всем мире.

Сегодня при составлении рейтингов применяют классические статистические приемы: ранжирование, экстраполирование, средние, динамические ряды, индексы, относительные величины, балансовый метод. Итогом рейтинга является сравнительная оценка, получаемая путем выстраивания ранжированного ряда по определенным количественным и качественным признакам.

Существующие методики рейтинговой оценки основаны на статистических показателях и подразделяются в целом:

– на номерные (рэнкинг);

– балльные;

– индексные.

Номерной метод – рэнкинг (*the ranking method*, от анг. *rank – ряд* или *шеренга*) – наиболее простой метод с незначительным охватом факторов, имеющий сравнительно небольшую шкалу критериев. Эксперты выбирают, как правило, от одного до трех показателей для каждого анализируемого аспекта, и в зависимости от их значений (величины) устанавливают место в рейтинговой шкале. Прямая задача рэнкинга – упорядочить информацию об объектах анализа. Рэнкинги не несут в себе оценки, но с их помощью можно без труда увидеть позицию объекта с точки зрения разных критериев.

Балльный метод – более сложный. Он позволяет оценить финансовое состояние по оценочному совокупному показателю в баллах, обычно подразумевает разделение объектов рейтинга на группы в сочетании количественных и качественных параметров. Балльная система рейтинга позволяет осуществить оценку финансового состояния объекта рейтинга в баллах, присвоенных ему по каждому оценочному показателю и затем объединить показатели в систему, имеющую иерархию конкретных показателей с помощью установленных весов.

Индексный метод характеризуется достаточно объемными расчетами, требует наличия большого количества информации, протяженной во времени.

В состав оценки включается динамика используемых показателей и возможность экстраполяции их на предстоящий период. После составления индексов по отдельным показателям переходят к расчету комбинированных индексов, предварительно взвесив индивидуальные индексы по их доли в совокупности.

При рейтинге ценных бумаг не измеряется конкретная величина риска потерь, он не служит мерой их вероятности. В основу рейтинга положена шкала качественных оценок: «высшее качество» (самый низкий уровень кредитного риска, буквенное обозначение ААА), «хорошее качество» (рейтинг ВВВ) и т. д.

Современный финансовый мир сложно представить без понятия *credit rating* – кредитного рейтинга – оценки степени доверия, степени кредитоспособности, оценки кредитной надежности эмитента. Согласно концепции Moody's Investors Service кредитный рейтинг представляет собой «заключение о будущей способности и юридических обязательствах эмитента произвести выплаты основного долга и процентов по ценным бумагам, приносящим фиксированный доход, полностью и в срок»[20].

Теоретические концепции рейтингового агентства Standard & Poor's выделяют два базовых понятия: *issue credit rating* и *issuer credit rating*, или *кредитный рейтинг эмиссии* и *кредитный рейтинг эмитента*. Под *кредитным рейтингом эмиссии* (*ценных бумаг*), в свою очередь, понимается «…выражение суждения о вероятности того, что выплаты основной суммы и процентов по конкретным долговым инструментам будут произведены эмитентом полностью и в срок»[21].

Кредитный рейтинг эмитента «...выражает текущее мнение о способности и желании заемщика своевременно и полностью выполнять свои финансовые обязательства без учета их приоритетности, структуры, вида обеспечения, гарантий и др.»[22]

Рейтинговое агентство Fitch IBCA определяет кредитный рейтинг как мнение относительно способности юридического лица или выпуска ценных бумаг встретить финансовые обязательства, такие как проценты, дивиденды по привилегированным акциям или выплаты основной суммы, на своевременной основе.

На развитом фондовом рынке двусторонняя потребность в рейтинге возникает в связи с тем, что на нем одновременно обращаются тысячи различных ценных бумаг и в этой связи, с одной стороны, инвесторы нуждаются в достоверной информации в отношении финансово-хозяйственной деятельности эмитентов, и такую информацию они (инвесторы) ожидают получать от специальных информационных посредников, которые ставят своеобразное клеймо «качества», проводя балльно-рейтинговую оценку. С другой стороны, сами эмитенты испытывают

---

[20] Moody's Credit Rating and Research. Moody's Investor Service. 1995. P. 4.

[21] Standard & Poor's Seminar on Rating and Credit Risk, материалы конференции, проведенной 30–31 октября 1995 г. в Финансовой академии при Правительстве РФ. М., 1995.

[22] Global Rating Handbook, Standard & Poor's. 1999. September. P. 530.

потребность в независимых оценщиках, чьи оценки могли бы подтвердить качество их «товара» на фондовом рынке.

Сравнительная оценка уровней кредитного риска выполняется на основе подготовленной заемщиком (эмитентом ценной бумаги) информации о себе и оценки этой раскрытой информации экспертами рейтингового агентства. При этом анализируются: кредитная история заемщика, его положение на рынке и перспективы развития, зависимость эмитента ценных бумаг от внешних факторов, зависимость от заимствований и т. д. Особое внимание уделяется способности эмитента генерировать денежные средства в объемах, достаточных для своевременного погашения обязательств по ценным бумагам.

По очевидным причинам наша страна включилась в процесс определения рейтингов несколько позднее других стран, и с началом формирования финансового рынка в России стали появляться первые рейтинговые агентства, деятельность которых была признана на государственном уровне Указом Президента РФ о развитии деятельности рейтинговых агентств (Указ Президента РФ № 1212 от 12.11.1997 г. «О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала»).

В данном документе речь шла об одобрении предложения Правительства Российской Федерации и информационного агентства «Интерфакс» о создании системы, обеспечивающей квалифицированную и объективную оценку экономического положения и платежеспособности субъектов Российской Федерации, а также предприятий и организаций, готовящихся к проведению заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала путем облигационных займов[23]. Таким образом в России появилось рейтинговое агентство, оценивающее риски в области финансовых инвестиций.

Чуть раньше, в 1990 г., было создано ЗАО «АК & М» как информационно-аналитическое агентство. В 1994 г. был опубликован первый «Рейтинг участников рынка ценных бумаг».

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» было создано в 1997 г. журналом «Эксперт» и в настоящее время занимается в том числе подготовкой рейтингов надежности облигационных займов, способности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства в рамках рейтингуемого облигационного выпуска (эмиссии/программы облигаций).

Среди экспертов существует мнение, что опыт экономических кризисов последних десятилетий поставил под сомнение объективность даваемых ведущими мировыми рейтинговыми агентствами оценок. В этом смысле показателен Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг., охвативший страны Юго-Восточной Азии. Так, в преддверии кризиса экономике одного из главных «азиатских драконов» – Южной Кореи – был присвоен высший кредитный рейтинг, однако вскоре экономика государства оказалась поражена тяжелейшим финансовым кризисом. Та-

[23] О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала : Указ Президента РФ от 12.11.1997 г. № 1212.

кие «локомотивы» мировой экономики, как Enron, Parmalat, Lehman Brothers Holdings, тоже были высоко оценены участниками рейтингового рынка незадолго до кризиса 2008 г., однако их участь с ухудшением экономической обстановки также оказалась в противоречии с имеющимся рейтингом.

В этой связи напрашивается вывод, что оценки международных рейтинговых агентств зачастую рассматриваются специалистами как инструмент международной политики и глобальных экономических войн. Неоднократно, в том числе и российскими политиками, указывалось на ангажированность и несправедливость присваиваемых рейтингов.

Учитывая данные обстоятельства, в Российской Федерации был принят и в настоящее время действует Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)"...», который устанавливает правовые основы деятельности кредитных рейтинговых агентств по оценке способности юридических лиц и публично-правовых образований исполнять принятые на себя финансовые обязательства, оценке кредитного риска их финансовых обязательств и финансовых инструментов, а также полномочия Центрального банка Российской Федерации при осуществлении регулирования и надзора в сфере деятельности кредитных рейтинговых агентств.

Следует отметить, что кредитный рейтинг эмитента вне контекста выпущенных или предполагаемых к выпуску ценных бумаг не определяется, поэтому, выпуская свои экспертные оценки в отношении кредитной надежности заемщиков (эмитентов) и выпущенных ими ценных бумаг, ведущие мировые рейтинговые агентства обычно делают это под общим названием *кредитный рейтинг*, имея в виду сопоставимость понятий *рейтинг ценных бумаг* и *рейтинг самого эмитента*.

Следуя данной логике, отечественное законодательство определяет понятие *рейтингуемого лица*, под которым понимается юридическое лицо или публично-правовое образование, способность исполнять принятые на себя финансовые обязательства которых (кредитоспособность, финансовая надежность, финансовая устойчивость) прямо или косвенно оценена в кредитном рейтинге.

С позиции отечественного законодателя кредитный рейтинг в зависимости от объекта рейтинга может быть составлен в отношении:

а) рейтингуемого лица;

б) финансовых обязательств (кредитоспособности, финансовой надежности, финансовой устойчивости) рейтингуемого лица;

в) финансовых инструментов, выпущенных рейтингуемым лицом[24].

Под кредитным рейтингом понимается мнение о способности рейтингуемо-

[24] О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 222-ФЗ. Ст. 2.

го лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства (кредитоспособность, финансовая надежность, финансовая устойчивость) и (или) о кредитном риске его отдельных финансовых обязательств или финансовых инструментов, выраженное с использованием рейтинговой категории.

Рейтинговой деятельностью признается профессиональная деятельность, осуществляемая на постоянной основе, состоящая в совокупности из подготовки, присвоения, подтверждения, пересмотра, отзыва кредитных рейтингов и прогнозов по кредитным рейтингам на основе анализа информации в соответствии с методологией и сопровождающаяся распространением информации о присвоенных кредитных рейтингах и прогнозах по кредитным рейтингам любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц[25].

Рейтинговую деятельность на территории Российской Федерации вправе осуществлять юридические лица, созданные в организационно-правовой форме хозяйственного общества, после внесения сведений о таких лицах Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств в порядке, определенном настоящим Федеральным законом и нормативными актами Банка России. Иные юридические лица не вправе осуществлять рейтинговую деятельность.

Минимальный размер собственных средств (капитала) для кредитного рейтингового агентства устанавливается в сумме 50 млн руб. Методика определения размера собственных средств (капитала) кредитного рейтингового агентства устанавливается Банком России. Закон накладывает запрет на совмещение рейтинговой деятельности с иными видами деятельности, за исключением тех, что предусмотрены в законе.

С момента вступления в силу Федерального закона «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)” и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» расположенное на территории РФ представительство иностранного кредитного рейтингового агентства вправе представлять интересы иностранного кредитного рейтингового агентства и защищать их на территории РФ с даты внесения представительства иностранного кредитного рейтингового агентства Банком России в специальный реестр представительств иностранных кредитных рейтинговых агентств в установленном Банком России порядке.

Гипотетически рейтинг могут получать любые ценные бумаги, которые обращаются на вторичном рынке, но наибольшую значимость для рынка имеет рынок облигаций, на котором следует остановиться более подробно. Специфика рейтинга облигаций состоит в том, что, как правило, отсутствует смысл в оценке каждого конкретного выпуска таких ценных бумаг одного и того же эмитента.

---

[25] О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 222-ФЗ. Ст. 2, п. 2.

Целесообразнее присвоить рейтинг эмитенту и тем самым будут отрейтингованы все выпущенные им долговые бумаги.

Как уже отмечалось, рейтинговые оценки, выдаваемые ведущими рейтинговыми агентствами, очень близки по смыслу и содержанию. В целях рейтингования все долговые ценные бумаги подразделяются на две группы:

– облигации инвестиционного уровня;

– спекулятивные бумаги.

Попадание облигации в первую группу означает, что у ее эмитента имеется возможность погасить заем, а возможность выплаты процентов рассматривается экспертами как наиболее вероятная (рейтинг ААА (Ааа), АА (Аа), А, ВВВ (Ввв)).

Во вторую группу включаются ценные бумаги, имеющие разное качество с точки зрения возврата как основной суммы долга, так и выплаты процентов (рейтинг ВВ (Вв), В, ССС (Ссс), СС (Сс), С, D).

У каждого рейтинга есть еще промежуточные значения, обозначаемые знаками «+» или «–».

В табл. 28 для сравнения представлены рейтинги компаний Moody's и Standard & Poor's без промежуточных значений.

В связи со вступлением в силу Федерального закона «О деятельности кре-

Таблица 28

Основные рейтинги облигаций

Moody's	Standard & Poor's	Характеристика облигаций
Aaa	AAA	*Высококачественные инвестиционные облигации*. Самый высокий рейтинг; степень вероятности выплаты номинала и процентов очень высокая
Aa	AA	*Высококачественные инвестиционные облигации*. Высокое качество по всем стандартам, но курс несколько ниже, так как понижена степень надежности
A	A	*Инвестиционные облигации среднего качества*. Имеют много хороших инвестиционных свойств, но чувствительны к неблагоприятным изменениям в экономике
Baa	BBB	*Инвестиционные облигации среднего качества*. По этим облигациям выплачиваются номиналы и проценты, но они слабо защищены от влияния неблагоприятных экономических условий
Ba	BB	*Спекулятивные выпуски*. Имеют среднюю степень защиты номинала и процентов в разные экономические периоды. (Это один из рейтингов «бросовых» облигаций)
B	B	*Спекулятивные выпуски*. Обычно не имеют хороших инвестиционных свойств. Вероятность выплаты номинала и процентов невелика; это также рейтинг «бросовых» облигаций

Окончание табл. 28

Moody's	Standard & Poor's	Характеристика облигаций
Caa	CCC	*Высокорискованные облигации*. Низкокачественные выпуски, обязательства по которым или не выполняются, или существует опасность их невыполнения
Ca	CC	*Высокорискованные облигации*. Высокоспекулятивные выпуски, обязательства по которым часто не выполняются. Обладают также другими рыночными недостатками
C		*Высокорискованные облигации*. Такие выпуски часто считаются почти не имеющими инвестиционных качеств
	C	*Высокорискованные облигации*. Это рейтинг доходных облигаций, по которым не выплачиваются проценты
	D	*Высокорискованные облигации*. Обязательства по этим выпускам фактически не выполняются; проценты и суммы погашения депонированы эмитентом

дитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» 20.11.2015 г. 27 российских компаний и финансовых институтов с равными долями 3,7037 % учредили Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) с уставным капиталом 3 млрд руб.

Принципы работы АКРА разработаны с учетом требований указанного закона, подзаконных актов Банка России, а также базовых принципов для кредитных рейтинговых агентств, сформулированных Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) в Базовом кодексе поведения для кредитных рейтинговых агентств (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) и в Принципах деятельности кредитных рейтинговых агентств (Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies).

АКРА призвано стать альтернативным источником рейтингов для российских компаний ввиду того, что бизнес «большой тройки» агентств (Standard & Poor's, Fitch Ratings и Moody's) согласно новому законодательству РФ существенно ограничен.

Для сравнения с ведущими мировыми рейтинговыми агентствами в табл. 29 представлена национальная рейтинговая шкала, применяемая АКРА.

Кредитные рейтинги АКРА отражают субъективное мнение агентства о способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства и (или) о кредитном риске его отдельных финансовых обязательств или финансовых инструментов.

Данное мнение, выраженное с использованием рейтинговой шкалы, призвано

Таблица 29

Национальная рейтинговая шкала АКРА для Российской Федерации*

Категория	Рейтинг	Описание
AAA	AAA(RU)	Рейтингуемое лицо, выпуск ценных бумаг или финансовое обязательство с рейтингом AAA(RU) имеют максимальный уровень кредитоспособности. Наивысший уровень кредитоспособности по национальной шкале для Российской Федерации, по мнению агентства. Кредитный рейтинг финансовых обязательств Правительства Российской Федерации
AA	AA+(RU) AA(RU) AA–(RU)	Высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. По мнению АКРА, незначительно ниже, чем у рейтингуемых лиц с кредитным рейтингом AAA(RU)
A	A+(RU) A(RU) A–(RU)	Умеренно высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации, однако присутствует некоторая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
BBB	BBB+(RU) BBB(RU) BBB–(RU)	Умеренный уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации, при этом присутствует более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
BB	BB+(RU) BB(RU) BB–(RU)	Умеренно низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Кредитоспособность устойчива в краткосрочной перспективе, однако присутствует высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
B	B+(RU) B(RU) B–(RU)	Низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. В настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме, но присутствует высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий в Российской Федерации
CCC	CCC(RU)	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федера-

Окончание табл. 29

Категория	Рейтинг	Описание
		ции. Существует потенциальная возможность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий в Российской Федерации
CC	CC(RU)	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Существует повышенная вероятность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств зависит от благоприятных внешних финансово-экономических условий в Российской Федерации, а также от взаимодействия с кредиторами
C	C(RU)	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Существует высокая вероятность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств крайне маловероятно без взаимодействия с кредиторами
RD	RD(RU)	Рейтингуемое лицо находится под управлением (существенным воздействием) регулятора. Как правило, в таких случаях регулятор может определять приоритетность исполнения обязательств или приостанавливать выплаты кредиторам
SD	SD(RU)	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по одному из своих финансовых обязательств. При этом агентство полагает, что рейтингуемое лицо продолжит своевременное обслуживание других финансовых обязательств
D	D(RU)	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по своим финансовым обязательствам

* Агентство АКРА : [сайт]. URL: https://www.acra-ratings.ru/about-ratings/scales (дата обращения: 25.08.2019).

помочь инвесторам и иным пользователям кредитных рейтингов в оценке кредитных рисков, с которыми они могут столкнуться при осуществлении своей деятельности.

12.2.1. Листинг ценных бумаг

В соответствии со ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» листинг ценных бумаг – это включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам для заключения договоров купли-продажи, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список.

Листинг ценных бумаг – юридическая процедура, которая определяется правилами, устанавливаемыми каждым организатором торговли на рынке ценных бумаг, исходя из требований законодательства той или иной страны. Согласно требованиям ПАО «Московская биржа» листинг осуществляется путем включения ценных бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам. Включение ценных бумаг в указанный список может осуществляться с включением и без включения в котировальные списки.

Сам список состоит из трех разделов: первый, второй и третий уровни. Первый и второй уровни являются котировальными списками, третий уровень – некотировальной частью списка, характеризующейся отсутствием специальных требований к объему выпуска и показателям деятельности компании, размещающей ценные бумаги на бирже.

В некотировальную часть списка, согласно правилам ПАО «Московская биржа», включаются следующие ценные бумаги:

1) ценные бумаги корпоративных эмитентов, в отношении которых не осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг за исключением биржевых облигаций и биржевых российских депозитарных расписок (проспекта эмиссии ценных бумаг, плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг, проспекта российских депозитарных расписок), в случае, если в соответствии с законодательством РФ для публичного обращения ценных бумаг не требуется такая регистрация;

2) биржевые облигации, в отношении которых бирже не представлен проспект ценных бумаг, в случае, если в соответствии с законодательством РФ для публичного обращения биржевых облигаций не требуется такое представление;

3) биржевые российские депозитарные расписки, в отношении которых бирже не представлен проспект российских депозитарных расписок, в случае, если в соответствии с законодательством РФ для публичного обращения биржевых российских депозитарных расписок не требуется такое представление;

4) ценные бумаги, включаемые по инициативе биржи или на основании заявления участника торгов, или при получении заявления о рассмотрении вопроса о листинге ценных бумаг иностранного юридического лица;

5) ценные бумаги, обращение которых в соответствии с законодательством Российской Федерации ограничено, в том числе ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

Теоретически процедуру листинга могут проходить любые ценные бумаги, но в зависимости от специфики законодательства той или иной страны такие

ценные бумаги могут быть разными. Так, например, согласно правил, установленных ПАО «Московская биржа» для своих участников, процедуре листинга могут подвергаться:

– акции;

– облигации российских эмитентов;

– биржевые облигации;

– облигации, исполнение обязательств по которым обеспечено государственной гарантией Российской Федерации и (или) поручительством либо независимой гарантией государственных корпораций, и облигации государственных корпораций;

– субфедеральные и муниципальные ценные бумаги;

– государственные ценные бумаги;

– облигации специализированных обществ;

– облигации эмитента – частного партнера;

– облигации с ипотечным покрытием;

– инвестиционные паи открытого, интервального и закрытого паевых инвестиционных фондов;

– инвестиционные паи биржевых паевых инвестиционных фондов;

– ипотечные сертификаты участия;

– российские депозитарные расписки;

– ценные бумаги иностранных эмитентов[26].

Для сравнения обратимся к сайту London Stock Exchange (Лондонской фондовой биржи, LSE) и посмотрим, какие инструменты допущены для прохождения процедуры листинга на этой биржевой площадке. Следует отметить, что на LSE представлены три рынка:

– основной, являющийся ведущим рынком для крупнейших мировых компаний;

– рынок AIM (*Alternative Investment Market – альтернативный инвестиционный рынок*) – международный рынок для небольших растущих компаний, на котором представлены в том числе компании, занимающиеся поиском венчурного финансирования;

– рынок PSM (*Professional Securities Market – профессиональный рынок ценных бумаг*) – предлагающий ценные бумаги профессиональным инвесторам.

Все инструменты, допущенные к обращению на основном рынке на LSE, делятся на две категории: долевые финансовые инструменты (*equity instruments*) и недолевые финансовые инструменты (*non-equity instruments*):

1. К долевые финансовым инструментам отнесены:

– акции *(Shares);*

– депозитарные расписки (*Depository Receipts*);

– ETF (биржевые фонды) (*Exchange Traded Funds*);

– сертификаты (*Certificates*);

– прочие долевые финансовые инструменты (*Like Financial Instruments*).

---

[26] Московская биржа : [сайт]. URL: https://www.moex.com/s19 (дата обращения: 25.08.2019).

2. Среди недолевых финансовых инструментов выделены:

– облигации (*Bonds*);

– биржевые товары (*Exchange Traded Commodities*);

– биржевые ноты (*Exchange Traded Notes*);

– секьюритизированные производные финансовые инструменты (*Securitised Derivative*);

– структурированные финансовые продукты (*Structured Financial Products*);

– эмиссионные резервы (*Emission Allowances*)[27].

Листинг ценных бумаг компании дает ей определенные важные преимущества на рынке:

– повышение доверия со стороны участников рынка;

– обеспечение доступа к относительно дешевым и потенциально неограниченным источникам финансирования;

– рост цен на акции компании (повышение капитализации);

– повышение ликвидности ценных бумаг и др.

Каждая компания, желающая получить листинг своих ценных бумаг на бирже, должна удовлетворять требованиям, которые устанавливаются именно этой торговой площадкой.

Для сравнения стоит отметить, что для попадания в листинг основного рынка LSE компания обязана иметь капитализацию не менее 700 000 ф. ст., доля единичного акционера должна быть не более 30 %, а количество акций, не находящееся в руках менеджмента, – не менее 30 %.

Уточним, что после осуществления процедуры листинга биржа реализует процедуру по поддержанию ценных бумаг, которая, например, согласно правилам ПАО «Московская биржа» включает в себя мониторинг и контроль за соответствием включенных в список ценных бумаг и организаций требованиям, установленным законодательством Российской Федерации о ценных бумагах, и правилам биржи, а также за отсутствием оснований для исключения из списка, в том числе из первого и второго уровня. Поддержание ценной бумаги в списке осуществляется биржей ежеквартально (за исключением отдельных процедур мониторинга и контроля, осуществляемых на постоянной основе) с даты включения ценной бумаги в соответствующий раздел списка.

В отношении ценных бумаг ПАО «Московская биржа» осуществляет поддержание в следующем порядке:

1) мониторинг и контроль за отсутствием оснований для исключения ценной бумаги из первого или второго уровня, предусмотренных в соответствующем приложении к правилам биржи;

2) в целях осуществления мониторинга и контроля за полнотой и сроками предоставления организацией сведений и документов, указанных в приложении

[27] Лондонская фондовая биржа : [сайт]. URL: https://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm (дата обращения: 25.08.2019).

к правилам биржи, она вправе использовать информацию, полученную из СМИ, а также другую информацию, поступившую на биржу.

3) в процессе осуществления процедуры поддержания биржа вправе направить запрос организации:

– о предоставлении дополнительной информации в случае выявления противоречивых или неполных сведений, содержащихся в предоставленной бирже организацией информации о соблюдении требований (об отсутствии оснований для исключения)

– о предоставлении дополнительной информации в случае выявления различий в составе и сроках раскрытия информации о соблюдении организацией требований (об отсутствии оснований для исключения), опубликованной в СМИ и предоставленной бирже;

– с просьбой о проведении консультаций и встреч с представителями организации.

При осуществлении контроля биржа вправе проводить проверки, в том числе на основании обращения Банка России, требовать от организаций представления необходимых документов, объяснений, информации в письменной или устной форме.

Защита участников фондового рынка посредством предоставления равного доступа всем участникам к информации осуществляется на бирже не только через процедуру листинга, но и через процедуру исключения (*делистинга*) ценных бумаг эмитентов, переставших отвечать установленным законом требованиям.

Согласно ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» процедура делистинга ценных бумаг представляет собой исключение ценных бумаг организатором торговли из списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам для заключения договоров купли-продажи, в том числе исключение ценных бумаг биржей из котировального списка.

Процедура исключения ценной бумаги из списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам на ПАО «Московская биржа» описана в Правилах листинга, которые утверждаются наблюдательным советом биржи. В ст. 21 указанных правил подробно перечислены все основания для исключения ценной бумаги из списка. Отметим некоторые из них:

1) признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;

2) погашение (аннулирование) выпуска ценных бумаг данного вида/типа/категории;

3) прекращение деятельности организации в результате ее реорганизации или ликвидации (за исключением случая замены эмитента облигаций);

4) аннулирование государственной регистрации выпуска соответствующих ценных бумаг;

5) получение соответствующего предписания (уведомления, требования) от соответствующего компетентного регулирующего государственного органа;

6) получение соответствующего судебного акта, постановления судебного пристава об исполнении судебного акта или иного исполнительного документа;

7) досрочное погашение выпуска соответствующих ценных бумаг;

8) конвертация соответствующего выпуска ценных бумаг, одновременно сопровождающаяся проведением регистратором (реестродержателем) аннулирования ценных бумаг;

9) исключение ценных бумаг из списка ценных бумаг, по сделкам с которыми клиринговой организацией осуществляется клиринг;

10) прекращение операций или прекращение обслуживания (снятие с обслуживания) ценных бумаг расчетным депозитарием (за исключением случаев, связанных с техническими изменениями параметров ценных бумаг) и т. д.

12.3. Основные виды сделок на вторичном рынке

Как известно, обращение ценных бумаг на вторичном рынке происходит посредством совершения сделок с ними. Согласно ст. 153 ГК РФ сделками признаются действия граждан и юридических лиц, направленные на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей. Состав и характер таких сделок могут быть абсолютно разными и включать весь спектр возможных сделок, определенных гражданским законодательством (купля-продажа, дарение, залог, наследование и т. д.). Предметом таких сделок могут выступать как эмиссионные, так и неэмиссионные ценные бумаги. Вместе с тем, учитывая особые свойства эмиссионных ценных бумаг, являющихся наиболее интересными инвестиционными объектами, остановимся более подробно на основных видах сделок с данным видом ценных бумаг.

В инвестиционных целях инвестор может совершать несколько видов сделок с ценными бумагами и по каждому виду существуют определенные требования, установленные законодательно. Можно по-разному использовать те или иные виды сделок для достижения инвестиционных целей, рассмотрим наиболее распространенные из них:

– сделки купли-продажи (покупка с расчетом на повышение курсов, или «длинная» покупка);

– маржинальные сделки (покупка с частичной оплатой в кредит и продажа «без покрытия»);

– заключение договора РЕПО (продажа бумаг, взятых взаймы);

12.3.1. Сделки купли-продажи на рынке ценных бумаг

В операции купли-продажи эмиссионной ценной бумаги, как правило, принимают участие несколько субъектов. Хотя в принципе обе стороны сделки могут совершать ее самостоятельно непосредственно друг с другом, как правило, участники сделки пользуются услугами профессиональных участников рынка ценных бумаг и фондовой биржи (организатора торговли). В сделке купли-продажи также будет задействован депозитарий.

Сделка купли-продажи в классической иностранной учебной литературе, как отмечено выше, именуется «длинной» покупкой, под которой понимается самый обычный вид сделок, когда инвестор покупает ценные бумаги в надежде на то, что их курс будет расти и позднее их можно будет выгодно продать. Таким образом, простейшая цель агентов, совершающих такие сделки – купить дешевле, продать дороже. Так как инвесторы обычно рассчитывают на то, что пока они будут владеть соответствующей ценной бумагой – ее курс будет все время расти, то их инвестиционный доход будет состоять из разницы между покупкой и продажей, а также дополнительного дохода, представляющего собой дивиденды по акциям или проценты (дисконт) по облигациям. Комиссию брокера в данном случае также следует учитывать.

В наиболее общем виде (сделаем допущение, что дополнительный доход отсутствует, а комиссию брокера мы не учитываем) механизм купили-продажи ценной бумаги на фондовом рынке можно проиллюстрировать следующим образом. Инвестор, проведя соответствующий анализ рынка, конкретного эмитента и выпускаемых им ценных бумаг, заинтересовался акциями ПАО МТС, которые в настоящий момент времени продаются по цене 250 руб., а в перспективе, по его мнению, будут дорожать и, допустим, через два года будут стоить уже 300 руб. Инвестор отдает лимитный приказ и покупает один лот акций ПАО МТС в количестве 100 шт. по 250 руб. за акцию, если цена не изменится в сторону повышения до момента исполнения лимитного приказа. Если через два года курс акций поднимается, то инвестор выигрывает на такой покупке. Если курс упадет ниже 250 руб. – он понесет убытки. Очевидно, что основным мотивом совершения таких «длинных» покупок является ожидание роста курсовой стоимости определенной ценной бумаги. Естественно, не стоит сбрасывать со счетов и возможность получения дополнительного дохода в виде дивидендов или процентов (дисконта). Такие операции клиенты проводят, как правило, на условиях оплаты собственными денежными средствами, т. е. без предоставления кредита, и называются они (наличными) кассовыми сделками.

12.3.2. Маржинальные сделки

На фондовом рынке сделки с ценными бумагами заключаются не обязательно с использованием собственных средств. В ряде случаев инвесторы используют заемные средства и такой вид сделок называется фондовыми покупками в кредит (*margin trading*). Эти операции используют с единственной целью – увеличить норму прибыли в сделке. Характерный элемент такого вида сделок – установление доли *собственного капитала* или *маржи* (*margin*), вложенного инвестором, т. е. определение суммы денег, в процентном отношении, которую он *не может заимствовать*. Так, например, если инвестор использует маржу, или норму, в 50 %, то это означает, что он финансирует 50 % сделки за счет собственных средств, а вторую половину – за счет заемных средств. Надзорные органы в разных странах (Федеральная резервная система в США, Банк России в РФ и т. д.) обычно определяют на законодательном уровне, какая доля курса ценной бумаги должна оплачи-

ваться за счет собственных средств инвестора, поскольку, увеличивая либо снижая эту долю (маржу), регулирующий орган может стимулировать либо подавлять активность на фондовом рынке. Покупка за счет заемных средств осуществляется через брокера, который должен одобрить соответствующую операцию кредитования.

Смысл маржинальных сделок состоит в том, что поскольку базой сделки служит собственный капитал инвестора, то для увеличения прибыли можно использовать долг в качестве финансового рычага. Так, если в физике использование рычага позволяет прикладывая меньшие усилия поднять больший вес, то в экономике принцип финансового рычага позволяет прилагая меньшее количество усилий увеличить размер прибыли. Вот как это работает. Допустим, у инвестора есть 10 000 долл., и он желает вложить их в 100 акций (по 100 долл. за штуку), так как чувствует, что курс акций данного выпуска будет расти. Если бы инвестору была недоступна покупка этих ценных бумаг в кредит, то он смог бы купить эти ценные бумаги на собственные денежные средства, и они обошлись бы ему в 10 000 долл. (комиссию брокера не принимаем во внимание). Если же инвестор получает возможность приобрести через брокера эти ценные бумаги с использованием маржинальной сделки, то в этом случае инвестор оплачивает своими деньгами 50 % (5 000 долл.), покупая те же 100 акций на сумму 10 000 долл. Оставшиеся 5 000 долл. можно вложить в другие ценные бумаги или еще в 100 акций того же выпуска. Таким образом, благодаря покупке в кредит, инвестор может получить более высокий доход за счет роста курса ценных бумаг. Иллюстративно этот вид сделок с эффектом финансового рычага представлен в табл. 30, в которой описана традиционная покупка (100 % сделки финансируется за счет собственных средств клиента) наряду с покупкой в кредит при разных вариантах маржи.

Как видно из табл. 30, в случае традиционной покупки при увеличении курса на 30 долл. за одну акцию инвестор получает норму доходности собственного капитала (инвестиций) в 30 %. Но если используется маржинальная сделка, то норма доходности в зависимости от уменьшения размера собственного капитала может подняться в два раза – до 60 %.

Нетрудно заметить, что при снижении курса ценной бумаги на те же 30 долл. доходность собственного капитала клиента также меняется, принося при этом клиенту вместо прибыли растущие убытки. Это один из главных недостатков маржинальных сделок, помимо того, что все брокерские ссуды выдаются небесплатно и проценты по таким займам представляют собой дополнительные издержки инвестора.

Сегодня маржинальное кредитование позволяет совершать на финансовых рынках сделки с превышением объема собственных средств или при отсутствии собственных ценных бумаг на счете. Клиенту предоставляется кредитное «плечо», т. е. он получает возможность привлекать дополнительные деньги или ценные бумаги для проведения торговых операций на бирже и покупать при этом ценные бумаги или валюту на сумму, значительно превышающую объем его собственных средств, или продавать ценные бумаги или валюту, которых нет в числе его активов.

Таблица 30

Влияние размера первоначального взноса (маржи) на доходность собственного капитала клиента

Показатель	Операции без первоначального взноса, 100 % капитала клиента	Размер первоначального взноса клиента (маржа), %		
		80	65	50
Количество акций, купленных по курсу 100 долл. за шт.	100	100	100	100
Общий объем инвестиций, долл.	10 000	10 000	10 000	10 000
Минус ссуда, долл.	0	2 000	3 500	5 000
Собственный капитал клиента, долл.	10 000	8 000	6 500	5 000
А. Позиция инвестора при повышении курса со 100 до 130 долл.				
Стоимость акций, долл.	13 000	13 000	13 000	13 000
Минус первоначальные инвестиции, долл.	10 000	10 000	10 000	10 000
Прирост капитала, долл.	3 000	3 000	3 000	3 000
Доходность собственного капитала клиента (прирост капитала/собственный капитал клиента), %	30	37,5	46,2	60,0
Б. Позиция инвестора при падении курса со 100 до 70 долл.				
Стоимость акций, долл.	7 000	7 000	7 000	7 000
Минус первоначальные инвестиции, долл.	10 000	10 000	10 000	10 000
Убыток на разнице курсов	–3 000	–3 000	–3 000	–3 000
Доходность собственного капитала клиента (убыток/собственный капитал клиента), %	–30	–37,5	–46,2	–60,0

Ключевым преимуществом маржинального кредитования является возможность работать не только на росте рынка, но и на его понижении, а также принимать участие в торгах при отсутствии денежной позиции (в этом случае обеспечением служат ценные бумаги или валюта на счете клиента).

В российском правовом поле определение маржинальных сделок дано в п. 4 ст. 3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», согласно которому брокер вправе предоставлять клиенту в заем *денежные средства и* (*или*) *ценные бумаги*

для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом обеспечения. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем, именуются *маржинальными сделками*. В зависимости от вида того, что отдается брокером в ссуду (денежные средства или ценные бумаги), различают два вида маржинальных сделок:

– «длинная» позиция (или *лонг*, от англ. *long*) – покупка ценной бумаги с привлечением заемного капитала в форме денежных средств. «Длинная» позиция характеризует традиционную ситуацию, в которой инвестор покупает актив с расчетом, что стоимость его вырастет, после чего он рассчитывает его продать и получить прибыль.

– «короткая» позиция (или *шорт*, от англ. *short*) – продажа ценной бумаги, взятой у брокера взаймы. «Короткая» позиция означает, что инвестор берет дешевеющие ценные бумаги в долг у брокера и продает, чтобы через некоторое время купить их снова, но уже по сниженной цене и, соответственно, вновь получить прибыль.

Напомним, что слово «маржа», имеющее разные определения в экономике в зависимости от контекста, в случае торговли на рынке ценных бумаг в наиболее общем виде представляет собой размер собственных денежных средства *клиента*, участвующих в маржинальной сделке. Вместе с тем, если сопоставить принципы расчета маржи, описанные в отечественных и зарубежных учебниках конца 1990-х гг. и современные подходы, то можно проследить, какие существенные изменения произошли в этом процессе.

На первоначальном этапе в России все клиенты брокера в целях маржинальной торговли были разделены на две категории:

– КПУР – клиенты с повышенным уровнем риска, для которых устанавливались пониженные ограничения по уровню маржи;

– не КПУР – клиенты, для которых действовали стандартные ограничения по уровню маржи[28].

Позднее «Единые требования к правилам осуществления брокерской деятельности», утвержденные Приказом ФСФР от 08.08.2013 г. № 13-71/пз-н и применяемые с 27 марта 2014 г., изменили подход к расчету основных параметров маржинальных сделок: если ранее величина обеспечения и уровень маржи рассчитывались в процентах по текущей позиции, то с 2014 г. основные параметры стали определять в абсолютных значениях (оценка в рублях РФ) по плановой позиции[29]. Расчет маржинальных параметров начал производиться для каждого клиента индивидуально, в то время как до 2014 г. пороговые уровни маржи были фиксированы и одинаковы для всех клиентов. Изменилась и схема предоставления «плеча», уровень которого стали рассчитывать отдельно по каждой бумаге на основании заранее установленных дисконтов, определяемых в зависимости от категории

---

[28] Об утверждении Порядка совершения маржинальных сделок профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность для определенной категории клиентов : Приказ ФСФР РФ от 27.10.2005 г. № 05-53/пз-н.

[29] Сбербанк : [сайт]. URL: https://www.sberbank.ru/common/img/uploaded/broker/margin_pamyatka.pdf (дата обращения: 25.07.2019).

клиента и выбранного им уровня риска. При этом все клиенты были подразделены уже не на две, а на три категории:

– КСУР – клиенты со стандартным уровнем риска – только физические лица;

– КПУР – клиенты с повышенным уровнем риска – только физические лица;

– КОУР – клиенты с особым уровнем риска – все юридические лица. С 01.07.2019 г. Банк России предписывает вновь классифицировать всех клиентов брокера по двум категориям: КПУР, КСУР[30].

В категорию КПУР теперь входят клиенты, соответствующие следующим критериям (в наиболее общем виде):

а) портфель клиента оценивается не менее чем в 3 млн руб.;

б) портфель клиента оценивается не менее чем в 600 тыс. руб., при этом данное лицо является клиентом брокера в течение последних 180 дней, из которых не менее 5 дней заключались сделки с ценными бумагами или производными финансовыми инструментами[31].

Клиенты, не соответствующие указанным требованиям, относятся к категории КСУР.

Согласно действующему российскому законодательству к клиентам, *не имеющим* статуса КПУР, предъявляются более жесткие требования по обеспечению: клиенты со стандартным уровнем риска могут занимать у брокера меньше средств для увеличения доходности операций, и, соответственно, уровень маржи для таких клиентов требуется больший. Для клиентов, отнесенных к категории КПУР, ставки риска по ценным бумагам меньше и, соответственно, маржинальное «плечо» больше.

Кроме того, с 01.07.2019 г. Банк России для осуществления маржинальной торговли на финансовом рынке кардинально изменил правила совершения маржинальных сделок, скорректировав формулу для расчета ключевых риск-параметров – *начальной маржи* (для открытия позиций) и *минимальной маржи* (для закрытия позиций). По мнению специалистов, пересмотр подхода к расчету указанных параметров обусловлен необходимостью объединения методики риск-менеджмента фондового и срочного рынков. Теперь брокер при осуществлении контроля над рисками будет учитывать не только позиции по ценным бумагам и денежным средствам, но и по производным финансовым инструментам. Иными словами, если у клиента есть в портфеле противоположные позиции (например, «длинная» позиция в ценных бумагах и «короткая» по соответствующему фьючерсу/опциону), то в целях определения уровня маржи эти позиции будут сальдиро-

---

[30] Данные требования относятся только к физическим лицам.

[31] Более подробно соответствующие критерии описаны в п. 31 Указания Банка России от 08.10.2018 г. № 4928-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок с ценными бумагами и заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, критериях ликвидности ценных бумаг, предоставляемых в качестве обеспечения обязательств клиента перед брокером, при совершении брокером таких сделок и заключении таких договоров, а также об обязательных нормативах брокера, совершающего такие сделки и заключающего такие договоры».

ваны благодаря учету всех соответствующих параметров в формуле. Это позволяет при сохранении того же «плеча» (в большинстве случаев 1 : 3) совершать больше операций, например, использовать фьючерсный контракт на хеджирование позиции клиента по непокрытым сделкам с ценной бумагой или иностранной валютой. Поскольку величина риска будет меньше, это позволит клиенту совершать большее количество сделок при том же размере обеспечения[32].

Размер начальной маржи рассчитывается по-разному для КПУР и КСУР, а уровень минимальной маржи определяется как половина от начальной маржи. Схематично расчет уровня начальной маржи представлен на рис. 53.

Рис. 53. Расчет уровня начальной маржи для клиентов с повышенным и стандартным уровнем риска[33]

[32] [Электронный ресурс]. URL: https://ru.reuters.com/article/idRUKBN1QT1EE-ORUBS (дата обращения: 26.07.2019).

[33] Подробно соответствующие расчетные формулы описаны в Указании Банка России от 08.10.2018 г. № 4928-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок с ценными бумагами и заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, критериях ликвидности ценных бумаг, предоставляемых в качестве обеспечения обязательств клиента перед брокером, при совершении брокером таких сделок и заключении таких договоров, а также об обязательных нормативах брокера, совершающего такие сделки и заключающего такие договоры».

Следует обратить внимание, что ставки риска клиринговой организации – это изменяемый параметр, который рассчитывается небанковской кредитной организацией – центральным контрагентом «Национальный клиринговый центр» (акционерное общество) на каждый торговый день.

Применяемая сегодня формула для расчета начальной маржи достаточно сложная и в российских условиях включает в себя множество специфических параметров, описанных в Указании Банка России № 4928-У. Вместе с тем с экономической точки в наиболее общем виде указанную формулу можно представить следующим образом:

$$\text{Начальная маржа} =$$
$$((\text{ЦБ}_1 \times \text{D}_1^{(+/-)}) + (\text{ЦБ}_2 \times \text{D}_2^{(+/-)}) + \ldots + (\text{ЦБ}_n \times \text{D}_n^{(+/-)}) \times \text{FXRate}_n,$$

где ЦБ_1 – стоимость *i*-х ценных бумаг в портфеле клиента. В случае, если открыта «короткая» позиция по ценной бумаге, берется их стоимость по модулю; $\text{D}_1^{(+/-)}$ – ставка дисконта для ценной бумаги, в случае если у клиента открыта «длинная» (+) или «короткая» (–) позиция по ней; FXRate_n – курс *n*-й валюты к основной валюте (рублю). В случае, если стоимость ценных бумаг выражена в рублях, величина FXRate_n в формуле не учитывается.

Размер начальной маржи имеет важное значение при приятии решения об открытии новых позиций (приобретения дополнительных ценных бумаг). Так как клиент может рисковать только собственными активами, то начальная маржа не должна быть больше стоимости портфеля. Если начальная маржа превысит стоимость портфеля клиента:

– во-первых, клиент не сможет открывать новые позиции, направленные на увеличение маржи;

– во-вторых, брокер направляет клиенту уведомление о том, что стоимость портфеля стала меньше размера начальной маржи.

Что касается *минимальной маржи*, то ее размер позволяет оценить риск удержания уже открытых позиций. Приближение стоимости портфеля к уровню минимальной маржи говорит о небольшом запасе прочности портфеля и о высоких рисках принудительного закрытия позиций клиента из-за недостатка средств обеспечения на счете. Очевидно, что минимальная маржа должна быть меньше стоимости портфеля и в случае, если минимальная маржа превысит стоимость портфеля, брокер обязан принудительно сократить часть позиций клиента до размера, при котором стоимость портфеля будет не меньше, чем начальная маржа по портфелю.

Избежать риска принудительного сокращения брокером позиций клиент может следующим образом:

– закрыть часть позиций, уменьшив тем самым размер начальной маржи;

– довнести на свой счет ликвидные активы: денежные средства или ликвидные ценные бумаги, т. е. увеличить стоимость портфеля.

Схематично управление начальной маржой представлено на рис. 54.

Рис. 54. Уровни достаточности средств на брокерском счете клиента

Важно отметить, что маржинальные операции доступны не со всеми ценными бумагами, а лишь с так называемыми *маржинальными ценными бумагами* – бумагами, которые могут приниматься в качестве обеспечения по сделкам с неполным покрытием, а также ценными бумагами, с которыми разрешается совершать сделки с неполным покрытием путем покупки или продажи ценных бумаг. Таким образом, не все ценные бумаги можно купить с «плечом», и не все ценные бумаги можно «коротко» продать. Объяснение данной ситуации достаточно простое: в случае, если на счете клиента есть условный 1 млн руб., то брокер легко одолжит дополнительные денежные средства, так как к ликвидности на счете в этом случае нет никаких вопросов. Напротив, если на счете клиента имеются акции никому не известной компании 3-го эшелона, брокер уже вряд ли одолжит деньги, так как вернуть свои денежные средства посредством реализации акций такой компании может оказаться непросто. Именно по этой причине клиринговая организация определяет риск-параметры и формирует список маржинальных ценных бумаг. Так, на ПАО «Московская биржа» гарантом по всем взаиморасчетам и обязательствам выступает Национальный клиринговый центр (АО), поэтому за списком маржинальных бумаг клиенты данной торговой площадки обращаются именно туда и отслеживают соответствующую информацию в разделе «параметры ценных бумаг». Следует отметить, что брокер вправе корректировать список маржинальных ценных бумаг согласно собственным правилам.

12.3.3. Операции РЕПО

Впервые этот термин появился в 1917 г. в США, когда страна вступила в Первую мировую войну. Это привело к значительному увеличению налогов и к тому, что старые формы кредитования стали менее популярными. Тогда Федеральный резерв США и ввел понятие «операция РЕПО».

Русская аббривиатура «РЕПО» является транслитерацией от анг. *REPO – Repurchase Agreement* (*соглашение выкупа*), и первоначально посредством таких сделок Федеральный резерв США кредитовал другие американские банки. В дальнейшем операции РЕПО стали осуществляться с различными материальными ценностями.

Несмотря на то, что операции РЕПО зародились в США, сегодня европейский рынок РЕПО превосходит американский не только по объемам, но и, пожалуй, по степени развития технологий. Европейский рынок РЕПО получил мощный толчок в развитии в 1990-е гг. частично благодаря бурному росту европейского рынка облигаций (вслед за ростом американского рынка облигаций в 1980-е), частично в результате появления операций РЕПО в арсенале центральных банков всех ведущих европейских стран и их поддержке расширению практики использования РЕПО между участниками рынка.

Суть сделки РЕПО состоит в том, что одна сторона продает другой стороне некие материальные ценности (в современном мире основным объектом сделки выступают ценные бумаги). Но продает не просто так, а с условием выкупить их обратно через определенное время по заданной заранее цене. Указанные параметры определяются в договоре. В данном случае цель продавца состоит в том, чтобы получить необходимую ему сумму денег, а цель покупателя – в том, чтобы вернуть свои деньги с процентом по окончании сделки (этот процент учитывается в сумме обратного выкупа). При этом покупатель как бы ссужает деньги с минимальным для себя риском, ведь на время сделки у него в собственности находится имущество продавца в виде ценных бумаг. Сделка РЕПО состоит из двух частей. В первой части одна сторона сделки, располагающая деньгами, покупает у продавца ценные бумаги, например, за 1 000 000 руб. Одновременно продавец обязуется в дальнейшем выкупить этот актив, а покупатель, соответственно, обязуется ему этот актив продать. Во второй части сделки РЕПО продавец выкупает ценные бумаги, например, за 1 100 000 руб., и эти дополнительные 100 000 руб. являются платой за пользование денежными средствами. Сделка закрывается.

Если через определенный договором РЕПО срок продавец не исполнит свои обязательства и не выкупит свое имущество обратно, то покупатель сам может реализовать его, вернув тем самым свои деньги.

К началу 2000 г. окончательно сформировался европейский рынок «электронного» РЕПО, и в 2001 г. его доля в общем объеме операций РЕПО в Европе, по данным проводимого два раза в год исследования ICMA (ISMA), составляла 8 %. В июне 2009 г. доля операций РЕПО, проводимых с использованием электронных торговых систем, на европейском рынке достигла рекордных 28,5 %.

В российском законодательстве понятие *договор РЕПО* содержится в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг». Так, согласно ст. 51.3 закона договором РЕПО признается договор, по которому:

а) одна сторона (продавец по договору РЕПО) обязуется в срок, установленный этим договором, передать в собственность другой стороне (покупателю по договору РЕПО) ценные бумаги, а покупатель по договору РЕПО обязуется принять ценные бумаги и уплатить за них определенную денежную сумму (первая часть договора РЕПО);

б) покупатель по договору РЕПО обязуется в срок, установленный этим договором, передать ценные бумаги в собственность продавца по договору РЕПО, а продавец по договору РЕПО обязуется принять ценные бумаги и уплатить за них определенную денежную сумму (вторая часть договора РЕПО).

Ценными бумагами по договору РЕПО могут быть:

– эмиссионные ценные бумаги российского эмитента;

– инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда, доверительное управление которым осуществляет российская управляющая компания;

– клиринговые сертификаты участия;

– акции или облигации иностранного эмитента;

– ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении ценных бумаг российского и (или) иностранного эмитента.

Сделки РЕПО различают по направлению как прямое и обратное РЕПО, причем данное деление обусловливает характер действий участников сделки. Если участник сначала продает ценные бумаги в первой части РЕПО с обязательством их обратного выкупа во второй части, то он заключает сделку прямого РЕПО. Если же участник покупает ценные бумаги в первой части с обязательством их дальнейшей продажи, то он заключает сделку обратного РЕПО.

По своей экономической сути операции РЕПО представляют собой форму кредитования, так как участник первой части прямого РЕПО продает бумаги (принимает деньги на свой счет, предоставляя свои ценные бумаги с обязательством их выкупа – возвращения суммы), а участник первой части обратного РЕПО покупает бумаги (выдает денежные средства, принимая ценные бумаги в обеспечение с обязательством их вернуть за возвращаемые денежные средства). Но если совершение операции РЕПО можно рассматривать как определенного рода кредитование, то оно должно чего-то стоить. В сделках данного типа их стоимость определяется ставкой РЕПО, которая исчисляется в процентах.

Операции РЕПО – это сделки с минимальным риском, так как у покупателя в первой части остаются ценные бумаги, которые он сможет реализовать при несостоятельности контрагента. Риск операций РЕПО состоит в чрезмерной волатильности рынка, так как сроки, цена совершения второй части сделки и ставка фиксируются, а биржевая цена ценных бумаг может изменяться, причем порой весьма существенно.

По сути, посредством операции РЕПО реализуются *короткие* продажи, так как брокер предоставляет клиенту ценные бумаги с обязательством их возвраще-

ния назад, а клиент уже, в свою очередь, распоряжается данными бумагами, выплачивая брокеру ставку РЕПО с обязательством вернуть данные бумаги брокеру.

Договор РЕПО, подлежащий исполнению за счет физического лица, может быть заключен, если одной из сторон по такому договору являются брокер, дилер, депозитарий, управляющий, клиринговая организация или кредитная организация, либо если указанный договор РЕПО заключен брокером за счет такого физического лица.

Продавец по договору РЕПО, согласно действующему российскому законодательству, обязан передать покупателю по договору РЕПО ценные бумаги свободными от любых прав третьих лиц, за исключением случая, когда покупатель по договору РЕПО согласился принять ценные бумаги, обремененные правами третьих лиц. Неисполнение продавцом по договору РЕПО этой обязанности дает покупателю по договору РЕПО право требовать расторжения договора РЕПО, если не будет доказано, что покупатель по договору РЕПО знал или должен был знать о правах третьих лиц на эти ценные бумаги.

Покупатель по договору РЕПО обязан передать продавцу по договору РЕПО ценные бумаги свободными от любых прав третьих лиц, за исключением случая, когда во исполнение первой части договора РЕПО покупатель по договору РЕПО получил ценные бумаги, обремененные правами третьих лиц.

Если иное не предусмотрено Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», покупатель по договору РЕПО обязан передать продавцу по договору РЕПО по второй части договора РЕПО ценные бумаги *того же эмитента* (*лица*, *выдавшего ценные бумаги*), удостоверяющие *тот же объем прав, в том же количестве,* что и ценные бумаги, переданные покупателю по договору РЕПО по первой части договора РЕПО. В случае, если ценные бумаги, переданные по первой части договора РЕПО, были конвертированы, во исполнение второй части договора РЕПО покупатель по договору РЕПО передает продавцу по договору РЕПО ценные бумаги, в которые были конвертированы ценные бумаги, переданные по первой части договора РЕПО.

К договору РЕПО применяются общие положения ГК РФ о купле-продаже, если это не противоречит нормам ст. 51.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и существу договора РЕПО. При этом продавец по договору РЕПО и покупатель по договору РЕПО признаются продавцами ценных бумаг, которые они должны передать во исполнение обязательств по первой и второй частям договора РЕПО, и покупателями ценных бумаг, которые они должны принять и оплатить во исполнение обязательств по первой и второй частям договора РЕПО.

В настоящее время рынок РЕПО предоставляет участникам возможность заключения сделок РЕПО между собой (с центральным контрагентом – ЦК и без) и с Банком России.

В случае возможного дефолта контрагента по операции РЕПО добросовестный участник рынка попадает под угрозу значительных рисков. Именно по этой причине практически одновременно с развитием электронной торговли на рынке РЕПО появился институт центрального контрагента (*central counterparty*).

Центральный контрагент становится покупателем для всех продавцов и продавцом для всех покупателей.

В августе 1999 г. London Clearing House предложил рынку возможности централизованного клиринга по сделкам РЕПО, RepoClear. К этому моменту институт центрального контрагента уже хорошо зарекомендовал себя на других сегментах финансового рынка, первоначально появившись на биржах деривативов, а затем начав обслуживать сделки и на спот-рынке ценных бумаг.

В России в роли центрального контрагента выступает Национальный клиринговый центр (АО), входящий в группу ПАО «Московская биржа». 28.11.2017 г. Банк России принял решение о присвоении статуса центрального контрагента указанной небанковской кредитной организации.

Присвоение Национальному клиринговому центру (АО) статуса центрального контрагента является частью проводимой Банком России реформы регулирования деятельности центрального контрагента. В рамках реформы внесены поправки в Федеральный закон от 07.02.2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте», направленные на совершенствование регулирования деятельности центрального контрагента с учетом международных стандартов их деятельности, а также профиля рисков, присущего центральному контрагенту. Введение специального регуляторного режима для института центрального контрагента как небанковской кредитной организации сохраняет текущий режим надзора за такими организациями, в том числе его интенсивностью.

В качестве инструментов в операциях РЕПО на ПАО «Московская биржа» могут быть использованы облигации федерального займа, акции, ETF, депозитарные расписки, еврооблигации, корпоративные и другие облигации. При этом организатор торгов устанавливает определенные ограничения и минимальные объемы заявок для своих клиентов. Участвуя в совершении сделок РЕПО с центральным контрагентом, участники торгов на ПАО «Московская биржа» выставляют заявки на суммы:

– не менее 1 млн руб. или 10 000 долл./евро для акций (за исключением 27 акций с минимумом заявки в 100 000 руб.);

– не менее 1 млн руб. или 50 000 долл./евро или 1 тыс. шт. бумаг для облигаций федерального займа;

– не менее 50 000 долл./евро для еврооблигаций;

– не менее 10 000 долл./евро для облигаций[34].

На каждый торговый день для каждого выпуска ценных бумаг организатор торгов устанавливает следующие риск-параметры:

– расчетную цену;

– ставку рыночного риска;

– расчетную ставку РЕПО, определяемую на основе рыночных ставок междилерского РЕПО и РЕПО с ЦК предыдущего торгового дня;

---

[34] Московская биржа : [сайт]. URL: www.moex.com (дата обращения: 01.08.2019).

– ставку процентного риска, рассчитываемую по каждой ценной бумаге на основании исторической волатильности ставки РЕПО, ограничивается минимальным уровнем процентного риска.

Специалисты выделяют следующие основные преимущества операций РЕПО с центральным контрагентом:

– торговля вне взаимных лимитов участников, устанавливается один лимит на центрального контрагента;

– возможность анонимной торговли;

– использование стандартных дисконтов;

– быстрое и удобное заключение сделок;

– возможность видеть рыночные ставки РЕПО по деньгам и ценным бумагам в режиме реального времени, подтвержденные заявками участников и их сделками;

– минимизация необходимых денег и ценных бумаг для расчетов в результате неттинга обязательств/требований по всем сделкам РЕПО с центральным контрагентом и Т+;

– снижение «нагрузки» на капитал участника рынка («балансовый» неттинг по всем сделкам);

– единый надежный риск-менеджмент (требования к участникам, обеспечение, достаточные гарантийные фонды и капитал центрального контрагента позволяют установить большой лимит на операции с центральным контрагентом);

– увеличение ликвидности рынка РЕПО;

– единый контрагент для всех участников рынка (центральный контрагент гарантирует исполнение обязательств по сделке РЕПО перед добросовестной стороной).

РЕПО с центральным контрагентом является ключевым сегментом рынка РЕПО на ПАО «Московская биржа». Объем операций РЕПО с центральным контрагентом в декабре 2018 г. вырос на 16,5 % по сравнению с 2017 г. и составил 19,7 трлн руб.[35]

Если участники рынка заключают сделки РЕПО между собой, то эти операции называются «междилерское РЕПО». Они заключаются между участниками торгов на более гибких условиях, причем реализуются и адресные сделки (сделки между конкретными участниками). В данном режиме участники выбирают срок исполнения второй части сделки РЕПО в период от одного дня до одного года, причем есть возможность досрочного завершения сделки РЕПО за счет механизма компенсационного взноса, который представляет собой механизм контроля биржевого риска. Торги проходят как с акциями, так и с облигациями в рублях и иностранной валюте.

Выделяют следующие особенности междилерского РЕПО:

– сделки РЕПО заключаются в рублях, долларах США или евро;

– срок РЕПО – от 1 дня до 365 дней;

– установка дисконтов к расчетной цене (начальный, максимальный, минимальный);

---

[35] ПАО «Московская биржа» : [сайт]. URL: http://www.moex.com/n22234 (дата обращения: 26.07.2019).

– контроль рыночных рисков путем выставления компенсационных взносов (либо в форме денег, либо в форме ценных бумаг);

– возможность заключения внутридневных сделок РЕПО;

– возможность отказа от исполнения первых частей сделок, заключенных с определенными кодами расчетов по согласованию с контрагентом.

Операции РЕПО *с центральными банками* используются в разных странах как инструмент денежно-кредитной политики и банки проводят их с целью предоставления ликвидности или для ее абсорбирования. Большинство центральных банков используют аукционы РЕПО для управления совокупным объемом ликвидности. Многие центральные банки предлагают операции РЕПО постоянного действия.

В рамках реализации денежно-кредитной политики в РФ операции РЕПО Банка России проводятся в целях предоставления рублевой ликвидности. Они представляют собой покупку Банком России у кредитной организации ценных бумаг за рубли с последующей их продажей в определенную дату.

При структурном дефиците ликвидности Банк России использует регулярное проведение еженедельных аукционов РЕПО в качестве основного инструмента управления ликвидностью. При структурном профиците ликвидности на регулярной основе аукционы РЕПО не проводятся. Как в условиях структурного дефицита ликвидности, так и в условиях структурного профицита ликвидности Банк России может проводить аукционы РЕПО «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней, а также предоставляет банкам возможность использования операций РЕПО постоянного действия.

К подобным операциям допускаются только кредитные организации, которые заключили ряд дополнительных соглашений с Банком России. А сами операции совершаются с ценными бумагами из Ломбардного списка ЦБ, публикуемого ежедневно на сайте Центрального банка. Все параметры сделок Банк России устанавливает самостоятельно, а участники при заключении сделок соглашаются с ними. РЕПО с Банком России проводится как в рублях, так и в иностранной валюте.

Операции РЕПО Банка России проводятся только с российскими кредитными организациями. Требования к кредитным организациям, которым предоставляется доступ к операциям РЕПО, установлены Указанием Банка России от 13.12.2012 г. № 2936-У «О требованиях к кредитным организациям, с которыми Банк России совершает сделки РЕПО».

По операциям РЕПО не принимаются ценные бумаги, эмитированные кредитной организацией, заключающей сделку, или другими связанными с ней финансовыми организациями, а также ценные бумаги, в отношении которых кредитная организация, заключающая сделку, выступает гарантом (поручителем).

Операции РЕПО Банка России проводятся на организованных торгах на Московской бирже и Санкт-Петербургской валютной бирже, а также на неорганизованных торгах с использованием информационной системы Bloomberg.

Банк России для управления рисками по операциям РЕПО использует дисконты, устанавливаемые индивидуально для каждой принимаемой ценной бумаги.

При установлении дисконтов по ценной бумаге учитывается ее кредитное качество, уровень ликвидности, а также иные особенности ценной бумаги. Банк России устанавливает начальный, верхний предельный и нижний предельный дисконты, а также ежедневно рассчитывает текущие дисконты по операциям РЕПО на сроки свыше 1 дня.

Начальный дисконт применяется для расчета общей стоимости ценных бумаг, которые кредитная организация должна передать Банку России по первой части сделки РЕПО за предоставленные ей денежные средства. Ценная бумага не принимается по операциям РЕПО, если начальный дисконт по ней установлен равным 100 %.

В течение всего срока РЕПО Банк России ежедневно осуществляет переоценку переданных ценных бумаг и рассчитывает текущий дисконт. Устанавливаемые верхний предельный и нижний предельный дисконты определяют приемлемое соотношение между стоимостью переданных ценных бумаг и объемом денежных средств по РЕПО, т. е. при нахождении рассчитанного текущего дисконта в интервале между верхним предельным и нижним предельным дисконтом не требуется дополнительного внесения или, наоборот, возврата ценных бумаг (возврата или дополнительного внесения денежных средств), ни у кого не возникает обязательств по внесению компенсационных взносов.

По сделкам РЕПО, заключенным на организованных торгах, при превышении текущим дисконтом верхнего предельного дисконта у Банка России возникает обязательство по внесению компенсационного взноса ценными бумагами, а если текущий дисконт становится меньше нижнего предельного дисконта, у контрагента Банка России возникает обязательство по внесению компенсационного взноса в денежной форме.

По сделкам РЕПО, заключенным на неорганизованных торгах с использованием информационной системы Bloomberg с расчетами, клирингом и управлением обеспечением в НКО АО «Национальный расчетный депозитарий», все компенсационные взносы уплачиваются в первую очередь ценными бумагами, а денежные средства используются для уплаты компенсационных взносов только при отсутствии достаточного количества ценных бумаг, доступных для урегулирования обязательств.

Кроме того, операции РЕПО, проводимые на неорганизованных торгах с использованием информационной системы Bloomberg и расчетами, клирингом и управлением обеспечением в НКО АО «Национальный расчетный депозитарий», имеют следующие особенности: переоценка ценных бумаг осуществляется не по каждой сделке в отдельности, а по всему пулу сделок каждого контрагента Банка России, при этом используются значения начальных дисконтов, установленные Банком России на утро текущего дня.

Глава 13

ИНТЕРНЕТ-ТРЕЙДИНГ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

13.1. Теоретические основы интернет-трейдинга на рынке ценных бумаг

Перевод термина *интернет-трейдинг* в классическом понимании означает *сетевые торги*. В современной биржевой науке это определение приобрело более специализированное значение и охватывает деятельность по управлению инвестициями с помощью глобальной сети Интернет.

Интернет-трейдинг – способ доступа к торгам на валютной, фондовой или товарной бирже с использованием Интернета как средства связи. С конца 1990-х гг. такой способ торговли получил распространение и в России. Это было вызвано тем, что благодаря повсеместному проникновению Интернета, доступ к биржевым торгам стал возможен извне торгового зала: сначала с удаленных стационарных точек, а затем и с переносных устройств связи: смартфонов, ноутбуков и т. д.

Как правило, доступ к торгам предоставляется брокером. Он предоставляет своим клиентам программное обеспечение для связи с биржей для проведения торгов и осуществляет техническую поддержку данной деятельности. Интернет-трейдинг подразумевает современную технологию заключения сделок с ценными бумагами, которая позволяет компании-брокеру автоматически обслуживать клиентов, направляя информацию об их заявках непосредственно в торговую систему биржи.

Интернет-трейдинг ценными бумагами значительно упрощает процесс заключения сделок, современные системы интернет-трейдинга предоставляют клиенту возможности отслеживать состояние портфеля в режиме реального времени, при этом приказы брокеру можно отдавать так же, как и раньше, – по телефону.

Первые попытки электронной торговли ценными бумагами на фондовых биржах были предприняты в США в 1971 г. Тогда была апробирована торговая система NASDAQ, на которой все профессиональные участники были соединены между собою в единую электронную сеть. Но единая электронная сеть на первом этапе была всего лишь замкнутой системой без использования глобальной сети Интернет. Электронная замкнутая торговая система была альтернативной «голосовому» способу заключения сделок. Трейдеры размещались за компьютерами единой замкнутой электронной сети и отдавали приказы на биржу для формирования «стакана» заявок и заключения сделок.

С середины 1990-х гг. интернет-трейдинг стал развиваться в качестве самостоятельной технологии, которая привела к упрощению и ускорению процесса приема заявок от частных инвесторов на операции с ценными бумагами, а также в качестве чрезвычайно прибыльного бизнеса. За этим последовал пересмотр некоторых

экономических моделей и концепций функционирования мировых финансовых рынков, что повлекло за собой создание качественно новой конкурентной среды, разработку технологических стандартов, появление новых игроков, торговых площадок и финансовых инструментов.

Интернет-трейдинг на рынке ценных бумаг США быстро набирал обороты, чему способствовали низкие затраты, доступность и простота сервиса.

Больших успехов достигли и европейские страны: лидирует здесь Германия, на втором месте Франция, а на третьем Швеция. Самые обнадеживающие темпы роста интернет-торговли ценными бумагами в 2018 г. отмечались в Скандинавских странах – Финляндии и Норвегии.

Европейские биржи создают современные электронные системы торгов, ярким примером является EUREX – самая быстрорастущая биржа во всем мире, торговый оборот которой в 2017 г. превысил 1,7 млрд контрактов, что на порядок выше, чем у других бирж мира. EUREX специализируется на торговле производными финансовыми инструментами.

Модель бизнеса, построенная на интернет-трейдинге, оказалась экономически востребованной и фактически дала толчок возникновению нового рынка услуг. Интернет-трейдинг, как и всякий бизнес, функционирует и растет за счет оборота. На практике сформировалась достаточно взаимовыгодная цепочка: чем меньше комиссия и проще технология, тем больше клиентов, а значит, больше транзакций и прибыли, несмотря на то, что комиссия постоянно снижается. Рядом с брокерами сразу заработали поставщики финансовой информации, которые начали активное издательство новых журналов, книг, проведение конференций, вебинаров, открытие учебных и консалтинговых центров.

Таким образом, выросла полноценная самостоятельная отрасль финансовых услуг. В результате интернет-трейдинг привлек на фондовый рынок массу частных инвесторов. Спрос на акции, подтолкнув котировки вверх и поддержав их высокую ликвидность, привел к расцвету инвестиционной эйфории. Многие аналитики считают, что этот феномен стал основной причиной подъема американского рынка акций.

О появлении полноценного интернет-трейдинга в России можно говорить только с момента разработки Московской межбанковской валютной биржей (ММВБ) программно-аппаратного шлюза, позволявшего легально и безопасно подключать брокерские системы к биржевому комплексу. Работы в этом направлении в рамках пилотной программы велись с мая 1999 г., а первой системой, которая была официально одобрена биржей и подключена к реальным торгам на ММВБ в ноябре 1999 г., стала разработанная ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» система «АЛОР-Трейд». Следом за ней в начале 2000 г. была одобрена и подключена к торгам система QUIK. К апрелю 2000 г. к торгам было подключено уже шесть систем, на текущий момент интернет-трейдинг используют в своей работе практически все российские брокерские компании, на которые приходится более 95 % всех сделок на ПАО «Московская биржа» (ММВБ).

Следует различать следующие этапы развития интернет-трейдинговых систем в России:

– удаленные интернет-терминалы ММВБ. Российские интернет-торговые системы, осуществляя обслуживание относительно небольшого количества инвестиционных счетов, предоставляли своим клиентам возможности, схожие с теми, что имеет брокер, работая у биржевого терминала;

– системы, которые поддерживают алгоритмы маржинального кредитования. Они возникли из-за того, что активы клиентов брокера учитываются на ММВБ на едином сводном счете. Таким образом, возникла потребность создать дополнительные функции в системе: расчет достаточности собственных активов клиента для обеспечения своих обязательств перед брокером, контроль сложной системы лимитов, ограничивающей риски брокера;

– системы, воплощающие концепцию единого брокерского счета. За ММВБ интернет-шлюзы открыли другие биржи (Российская торговая система – РТС, биржа «Санкт-Петербург» и др.), т. е. появилось новое поколение брокерских систем, которые предоставили клиентам возможность работать на нескольких торговых площадках. Это потребовало новой технической организации, так как клиенту необходимо управлять своими денежными средствами, ценными бумагами, иметь возможность кредитоваться на одной торговой площадке под залог активов на другой и т. д.;

– системы интернет-трейдинга, которые предоставляют возможности субброкерства. Они появились потому, что функции субброкеров позволили региональным инвестиционным компаниям получить быстрый доступ к центральным (московским) биржам.

Электронная торговля регулируется российским законодательством. Существует несколько нормативно-правовых актов, основные принципы электронной торговли закреплены в Гражданском кодексе РФ и в ряде Федеральных законов: «Об информации, информатизации и защите информации», «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

Целью Федерального закона «Об электронной подписи» от 06.04.2011 г. № 63-ФЗ является обеспечение правовых условий использования электронной цифровой подписи. Электронная цифровая подпись – реквизит электронного документа, предназначенный для защиты данного электронного документа от подделки, полученный в результате криптографического преобразования информации с использованием закрытого ключа электронной цифровой подписи и позволяющий идентифицировать владельца сертификата ключа подписи, а также установить отсутствие искажения информации в электронном документе. Электронная цифровая подпись в электронном документе признается равнозначной собственноручной подписи в документе на бумажном носителе. Очевидно, что в правовом регулировании ощущается недостаток нормативных актов, регулирующих рассматриваемую область. Поэтому для разрешения конфликтов в связи с электронными сделками в основном применяются обычаи делового оборота, заключенные между сторонами договоры, а также нормы гражданского законодательства по аналогии.

В российском законодательстве разработано недостаточно законодательных актов по сравнению с другими странами, в частности, у нас нет законов: «Об электронных платежных операциях», «Об электронных операциях на финансовом и фондовом рынке», «О страховании рисков в сфере электронной торговли» и т. д.

Важным фактором, влияющим с появлением соответствующей нормативной базы на процесс развития интернет-бизнеса на финансовых рынках, является необходимость обязательного применения в системах удаленного доступа сертифицированных программных средств защиты информации, помимо имеющейся сейчас электронной цифровой подписи.

Соответствующие законодательные акты окажут большое влияние не только на развитие торговых систем, но и на самих участников финансовых рынков, использующих Интернет для обслуживания своих клиентов. Здесь необходимо соблюсти важнейший правовой принцип электронной торговли, который заключается в том, что стороны сделки не вправе ставить под сомнение ее действительность на том основании, что она заключена в Интернете.

13.2. Системы интернет-трейдинга и виды приказов на рынке ценных бумаг

В настоящее время обслуживание операций брокеров и их клиентов взяли на себя электронные системы интернет-трейдинга. Они обеспечивают высокую скорость доступа к финансовым рынкам и наиболее привлекательные цены.

Перечень основных функций, которые должны быть реализованы в системах интернет-трейдинга:

– выставление заявок на покупку/продажу ценных бумаг;

– автоматическая проверка заявок на соответствие лимитам/ценам, установленным на ценные бумаги;

– мониторинг состояния портфеля в режиме реального времени;

– получение обезличенной информации о торгах на биржах в режиме реального времени;

– обеспечение защиты информации и аутентификации клиента;

– администрирование клиентов брокером;

– управление лимитами и контроль над заявками со стороны брокера;

– взаимодействие с учетными системами брокера (бэк-офисом, системой управления рисками).

При помощи таких систем всегда можно просмотреть ценовые графики, ознакомиться с существующим положением дел на финансовом рынке и провести технический анализ финансового инструмента. Самодостаточное программное обеспечение для маржинальной торговли (в том числе и через веб-интерфейс) является также чем-то вроде «персонального офиса» для пользователя, где можно увидеть состояние портфеля, просмотреть историю сделок и т. д. Что касается

установления заявки на стоп-лосс и тейк-профит, то важность этой функции трудно переоценить. Системы интернет-трейдинга созданы с целью помочь и облегчить работу инвестора, но никак не для того, чтобы принимать решения за него. Поэтому инвесторы всегда должны отслеживать работу системы и по возможности ее корректировать. Что касается самих программ, то наиболее известная из них на рынке акций и облигаций, а также на рынке фьючерсных и опционных контрактов – QUIK.

QUIK (*Quickly Updatable Information Kit* – быстрообновляемая информационная панель) – это программный комплекс для организации доступа к биржевым торгам. Состоит QUIK из серверной части и рабочих мест (терминалов) клиента, взаимодействующих между собой через Интернет.

Наряду с данной системой коммерческие банки и инвестиционные компании имеют свои разработки. Так Альфа-Банк предоставляет клиентам интернет-систему Alfa-Direct, ПАО ВТБ дополнительно к системе QUIK – OnlineBroker, брокерская компания «Алор брокер» – Alor-Trade, Финам дополнительно к системе QUIK – TRANSAQ. Платформа QUIK рассчитана на торговлю с различными финансовыми инструментами на ММВБ. С ее помощью можно проводить операции по покупке и продаже акций, облигаций, паев, фьючерсов, опционов и т. д. Отличительной особенностью всех систем интернет-трейдинга является высокий уровень защищенности личных данных.

Основным предназначением QUIK является обеспечение торговли на биржевых площадках в режиме on-line, осуществляемой через три вида терминалов:

1) рабочее место QUIK (программа, устанавливаемая на компьютер пользователя) обычный ПК;

2) webQUIK (терминал в виде страницы интернет-браузера, не требующий инсталляции), бездисковый компьютер-клиент в сетях с клиент-серверной или терминальной архитектурой, который переносит все или большую часть задач по обработке информации на сервер;

3) pocketQUIK (программа для карманных персональных компьютеров – КПК класса PocketPC).

Изначально программа QUIK была аналитической информационной платформой без возможности совершения сделок. В настоящее время – это полноценный торговый терминал с выходом на фондовый и срочный рынки. Ее функционал достаточно обширен. Брокеры (клиенты брокеров) своевременно получают аналитику рынков и могут синхронизировать программу с другими при необходимости передачи данных. Система QUIK присутствует на рынке уже давно и свою эффективность доказала временем.

Рабочий стол торговой платформы представлен на рис. 55.

В текущий момент QUIK – программный комплекс, который используется различными финансовыми организациями:

– банками;

– инвестиционными компаниями;

– управляющими компаниями.

Рис. 55. Интерфейс QUIK

В общей сложности более 300 компаний используют программный комплекс QUIK и предоставляют доступ сотням тысяч клиентов к торговым площадкам через удаленные пользовательские приложения. QUIK представляет собой многофункциональную фронт-офисную систему прямого доступа к торгам для организации собственных операций профессионального участника рынка ценных бумаг, а также брокерского обслуживания клиентов на финансовых рынках (интернет-трейдинг).

Программный комплекс QUIK строится по модульному принципу. Состав конфигурации может быть сформирован так, чтобы наилучшим образом решать стоящие перед компанией или банком задачи. Дополнительные серверные модули (табл. 31) могут быть подключены в любой момент, когда в них появится потребность. Будучи установленными на сервер QUIK, они потенциально доступны любому пользователю, работающему с данным сервером. Модульная «логика» софта сделала его одним из самых удобных программных комплексов для торговли на бирже, и сегодня в своей сфере QUIK занимает более 80 % рынка.

Программный комплекс QUIK включает в себя две группы терминалов пользователей – рабочие места пользователей и специализированные приложения к рабочему месту QUIK (терминальные модули – табл. 32).

Семейство специализированных терминалов пользователей, в отличие от универсальных терминалов, во всем своем многообразии решает отдельные задачи (риск-менеджмент по определенной группе инструментов, доверительное управление и т. п.).

Таблица 31

Модули сервера

Вид серверного модуля	Описание
Торговые интерфейсы	Обеспечивают доступ более чем к 30 мировым торговым площадкам, включая ведущие российские и международные биржи, внебиржевые торговые системы
Информационные интерфейсы	Позволяют получать на сервер информацию (новости, котировки) из внешних источников
Сервисные модули	Предоставляют разнообразные дополнительные сервисы для пользователей
Инфраструктурные решения	Программные решения для построения и оптимизации сложных торговых инфраструктур
Интеграционные решения	Программное обеспечение для реализации интеграционных проектов

Для нормального функционирования программного обеспечения торговых интерфейсов необходимо зарезервировать каналы связи с пропускной способностью, соответствующей требованиям внешних торговых систем (в том числе биржевых торговых систем).

Для обеспечения связи клиентов с сервером QUIK необходимо зарезервировать канал в Интернет с пропускной способностью не менее 50 Кбит/сек в расчете на одного пользователя.

В плане безопасности QUIK опережает реально необходимый минимальный уровень защиты. В программу внедрены мощные средства защиты данных пользователей. Сложные алгоритмы шифрования делают доступ к конфиденциальным данным практически невозможным для третьих лиц. Дешифрация возможна только при наличии ключа, который выдается индивидуально каждому клиенту и дополнительно защищен паролем. Сам ключ для максимальной безопасности хранится на съемном носителе. Скорость и безопасность – ключевые преимущества QUIK.

Однако не стоит забывать о широких функциональных возможностях программы. Система обеспечивает комплексную поддержку трейдерских операций на популярных биржах, в том числе сделок и аукционов по эмиссии ценных бумаг. Пользователям QUIK доступен широкий инструментарий для программирования торговых стратегий, что позволяет проводить выгодные сделки в автоматическом режиме.

С помощью QUIK легко исполняются разные виды заявок (приказов), в том числе лимитированные (лимитные), рыночные, условные и связанные, а также стоп-приказы (характеристика представлена в гл. 8).

В программе предусмотрен набор инструментов для анализа текущего состояния портфеля. Клиент может видеть информацию о доступных средствах для проведения новых заявок. Также есть функция импорта транзакций и автоматизации

Таблица 32

Виды терминалов пользователей

Пользовательские приложения			
Рабочее место QUIK	webQUIK	iQUIK X	QUIK Android X
Основное пользовательское приложение программного комплекса, предоставляющее доступ к торгам и рыночной информации в реальном времени	Рабочее место webQUIK – это полноценный торговый терминал, работающий в окне любого веб-браузера и под управлением любой операционной системы	Мобильное приложение для iPhone и iPad	Мобильное приложение для устройств, работающих на платформе Android

Специализированные приложения				
TrustManager	CoLibri	Модуль опционной аналитики	BasketTrading	Терминальный модуль FX
Торговое приложение для доверительных управляющих	Терминальный модуль риск-менеджера	Плагин рабочего места QUIK, включающее в себя разработчика опционных стратегий и построение графика волатильности	Плагин Р рабочего места QUIK, предназначенный для торговли «корзинами» ценных бумаг	Специализированный интерфейс для торговли валютой (предоставляется в рамках системы FX Dealing), а также с торговым интерфейсом валютного рынка ПАО «Московская биржа»

торговых операций. Пользователь может настроить автоматическое снятие любых заявок при выполнении определенного условия. Также QUIK можно адаптировать под свои торговые стратегии, превратив его в полноценного бота. Что же касается универсальности, важно отметить, что программа совместима с профессиональными аналитическими пакетами, такими как:

– Equis MetaStock;
– Wealth-Lab Developer 3.0;
– Omega TradeStation/ProSuite 2000i;
– AmiBroker.

Среди дополнительных полезных опций:

– вывод динамики изменения любого параметра через удобные графики;
– *alert*-оповещения с переносом неисполненных оповещений на следующий день;
– встроенный мессенджер, в котором можно переписываться с администрацией QUIK и другими участниками системы;

– наличие горячих клавиш;
– удобная и гибкая система закладок;
– возможность программировать рабочее пространство на языке QPILE;
– наличие цифровой подписи для операций;
– встроенный русифицированный интерфейс.

Чтобы начать пользоваться QUIK, необходимо получить дистрибутив программы у своего брокера. Как правило, бесплатно скачать торговую платформу с сайта брокера. После запуска дистрибутива необходимо следовать инструкциям, которые помогут инвестору установить программу на ваше устройство. Чтобы запустить программу после установки, достаточно нажать на соответствующий значок на рабочем столе. После установки QUIK программа предложит пользователю базовое оформление рабочего пространства. Это самые популярные таблицы и экранные закладки. Пользователь может настроить вид рабочего пространства под себя, меняя расположение таблиц. При закрытии программы расположение окон сохраняется.

13.3. Мобильные приложения для интернет-трейдинга

Банки наравне с брокерскими компаниями начинают осваивать мобильные приложения для торговли на фондовых рынках.

Банки развивают свои брокерские направления и их диджитализацию для привлечения потенциальных инвесторов и во многом уже составляют достойную конкуренцию предложениям профессиональных брокеров.

Приложение «Тинькофф Инвестиции» предлагает открыть брокерский счет и самостоятельно сформировать портфель прямо из приложения. Для совершения сделок счет открывается в партнерской компании ООО «Компания БКС».

В приложении представлены основные инструменты торговли: акции, ETF (биржевые фонды), облигации, валюта. В каталоге внедрен фильтр по отрасли, валюте. Акции, валюту и ETF можно сортировать по цене, названию, изменениям за день и полгода; облигации – по доходности, дате выкупа, дате погашения, цене, названию.

При выборе любого финансового инструмента пользователю можно посмотреть детали – графики изменения курсовой стоимости (курса валюты) за день, месяц, полгода, год, текущий курс, новости или краткий обзор об инструменте. Достаточно легкий, интуитивно понятный интерфейс позволяет войти в курс дела начинающему инвестору. Широко представлен раздел «Идеи», где фокусируются идеи и прогнозы ведущих аналитиков и аналитических агентств.

Приложение «Сбербанк Инвестор» является максимально надежным и безопасным, так как вся информация об инвестиционной деятельности клиента защищена специальными программами шифрования и недоступна для третьих лиц. В системе реализована аутентификация сделки по одноразовому паролю, который поступает в виде СМС на личный телефонный номер пользователя, чтобы не допустить ошибочного приобретения ценных бумаг.

Установка инвестиционного приложения на мобильный телефон пользователю предлагается с официального сайта банка: переходом по ссылке или сканированием QR-кода, а также через магазин своей операционной системы:

– Google Play для Android;

– AppStore для iOS.

Если у пользователя нет инвестиционного счета в банке, то он получит после скачивания программы демонстрационный доступ для обзора всех возможностей системы.

Технология «Сбербанк Инвестор» разработана на базе системы QUIK, которая позволяет зарегистрированному пользователю получать доступ ко всей аналитике и данным по изменениям на рынке ценных бумаг.

Приложение «Сбербанк Инвестор» является простым, и в нем достаточно легко разобраться инвестору, который ранее не работал на рынке ценных бумаг. Ценные бумаги можно приобрести в один клик, интерфейс приложения разработан специальным образом, чтобы клиент мог легко отслеживать данные об изменении собственного инвестиционного портфеля. На главной странице приложения можно отслеживать общее состояние портфеля, его изменение в процентном и денежном соотношении, видеть, какие ценные бумаги находятся сейчас в портфеле, какое количество денежных средств доступно для инвестирования.

Инвестор может ознакомиться с характеристиками любой интересующей его ценной бумаги: узнать курсовую стоимость, изменение в процентном и денежном соотношении, увидеть график изменения цен в заданном временном интервале, ознакомиться с последними новостям, касающимися выбранной ценной бумаги, а также посмотреть статистику торгов. Визуальная иллюстрация раздела характеристик ценных бумаг приложения «Сбербанк Инвестор» представлена на рис. 56.

В приложении присутствует раздел «Идеи», где представлены аналитические обзоры от экспертов ПАО «Сбербанк», а также различные инвестиционные стратегии, с которыми инвестор может ознакомиться в свободном доступе и применить на практике в любой момент. Визуальная иллюстрация раздела «Идеи» приложения «Сбербанк Инвестор» представлена на рис. 57.

ПАО «Сбербанк» является передовым и современным банком, который в своей брокерской деятельности активно использует инновационные разработки, повышая уровень качества взаимодействия со своими клиентами, предоставляя им доступ к передовым цифровым технологиям. Приложение «Сбербанк Инвестор» имеет недостатки, выявленные инвесторами в процессе пользования:

– не отслеживается динамика и история покупок;

– слабое наполнение информацией по ценным бумагам;

– не отображаются объемы минимальных лотов;

– дивиденды приходят на общий счет (отражение на отдельный счет было бы удобнее, чтобы пользователь мог, во-первых, отслеживать поступления, а во-вторых, принимать решение по движению данных денежных средств);

– в списке купленных ценных бумаг «не запоминается» цена приобретения (отображается 100 % цены как прибыль, как будто бы цена приобретения была 0 руб.);

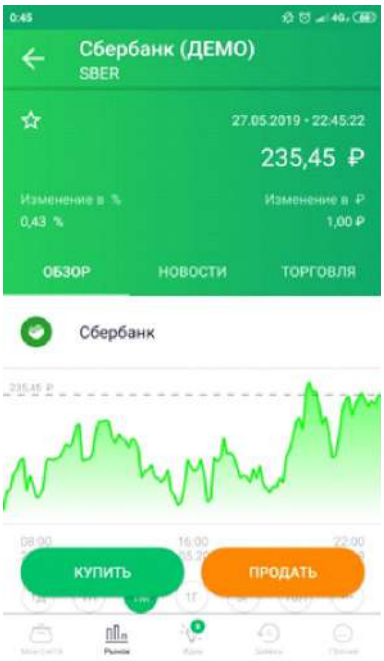


Рис. 56. Визуальная иллюстрация раздела характеристик ценных бумаг приложения «Сбербанк Инвестор»

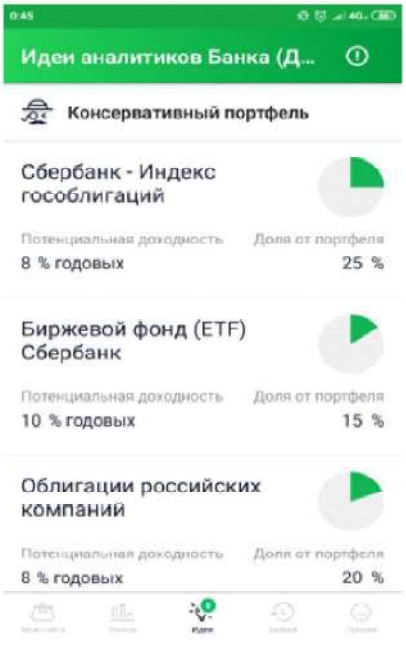


Рис. 57. Визуальная иллюстрация раздела «Идеи» приложения «Сбербанк Инвестор»

– нет биржевых графиков, параметров сессий, возможности установления условных заявок, отображения результатов по портфелю и субпортфелям за день;

– ввиду недавнего появления приложения часто существуют проблемы со входом и отображением достоверных данных.

ПАО «Сбербанк» постоянно совершенствует и обновляет функционал приложения.

Приложение «ВТБ Мои Инвестиции» предоставляет удобный доступ к широкому перечню инвестиционных инструментов Группы ВТБ и ориентировано на клиентов, самостоятельно управляющих своими инвестициями.

С помощью приложения можно покупать и продавать ценные бумаги, валюту и другие активы, видеть финансовый результат каждой операции и всего портфеля, отслеживать изменения котировок биржевых инструментов.

Инструменты, которые доступны в приложении для сделок: ценные бумаги (акции и облигации), инструменты срочного рынка (фьючерсы и опционы), а также валюта по биржевым ценам на валютной секции ПАО «Московская биржа» (рис. 58).

Пользователям приложения предоставляется эксклюзивная аналитика и актуальная лента новостей.

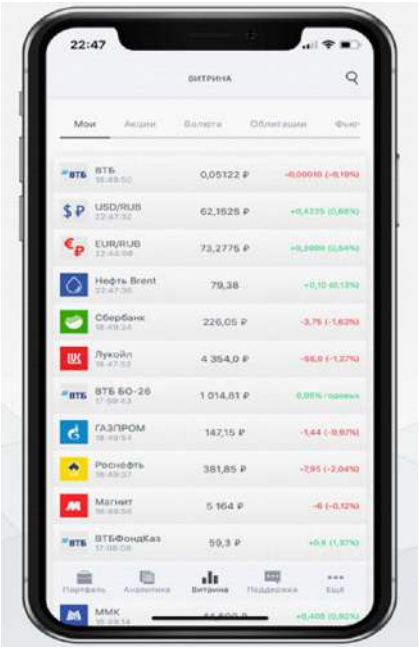


Рис. 58. Перечень инструментов в приложении «ВТБ Мои Инвестиции»

Сервис робоэдвайзор помогает клиенту подобрать инструменты для инвестирования в соответствии с его инвестиционным профилем. Профиль клиента определяется при помощи онлайн-анкеты.

После определения профиля робоэдвайзор предлагает сформировать портфель с наиболее подходящим набором инструментов. Клиент может воспользоваться советом и привести свои инвестиции в соответствие с рекомендациями. Также есть возможность выбора отдельных инструментов из предложенного набора.

Ребалансировка портфеля является уникальным функционалом робоэдвайзора (рис. 59). В случае отклонения бумаг портфеля от рекомендованных параметров пользователю приходят уведомления с предложением совершить операции по сбалансированию инвестиций.

Робоэдвайзором могут пользоваться как начинающие, так и опытные инвесторы. Сервис является бесплатным. Для его установки необходимо выбрать баннер «Робоэдвайзор» на основном экране приложения и заполнить анкету профилирования.

Приложение «ВТБ Мои Инвестиции» доступно на платформах: iOS начиная с версии 10 и на Android начиная с 5-й версии.

Для авторизации в приложении используется «Карта переменных кодов», которая выдается при оформлении брокерского обслуживания.

Обслуживание клиентов осуществляется на основе «Регламента оказания услуг на финансовых рынках». Техническую и технологическую поддержку операций мобильного приложения осуществляет брокерское подразделение банка. Приобретенные ценные бумаги хранятся в депозитарии.

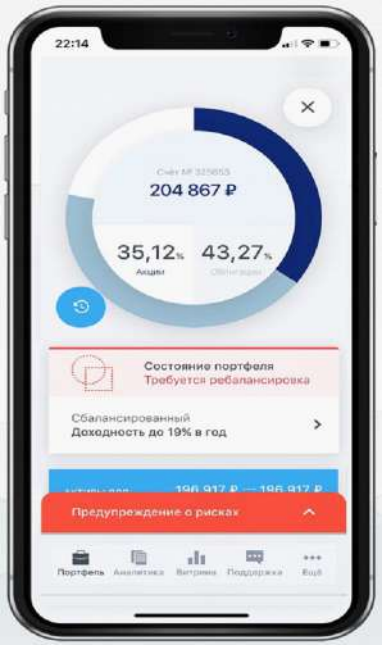


Рис. 59. Ребалансировка портфеля ценных бумаг

Мобильное приложение выступает в роли персонального инвестиционного советника, который работает онлайн по принципу 24/7. Нет необходимости собирать аналитику из разных источников – все у инвестора под рукой. Онлайн-помощник как персональный менеджер проведет профессиональную оценку активов, определит риск-профиль и даст рекомендации по конкретным инвестиционным инструментам. Сделки можно проводить прямо внутри приложения.

13.4. Автоследование на рынке ценных бумаг

Интернет-трейдинг на рынке ценных бумаг сопровождается и такой системой торговли, как автоследование. Данная технология появилась на российском финансовом рынке в 2008–2009 гг. Суть автоследования – автоматическое повторение сделок за ведущим трейдером (аккаунтом), не требующее участия клиента.

Решение, позволяющее клиенту полностью довериться успешному трейдеру и не волноваться по поводу состояния рынка и своего брокерского счета, быстро стало популярным. Возникли целые трейдерские социальные сети, на которых любой мог попробовать себя в роли ведущего аккаунта или присоединиться к реальной стратегии.

По данным ПАО «Московская биржа» по итогам 2018 г. у 25 крупнейших российских брокеров насчитывается около 1,5 млн клиентов – физических лиц, из которых примерно 150 тыс. являются активными, т. е. совершающими не менее

одной сделки в месяц. Как минимум, 10 % активных клиентов являются подписчиками той или иной стратегии автоследования.

Автоследование с позиции классификации видов деятельности на рынке ценных бумаг теоретически можно отнести, с одной стороны, к брокерской деятельности, а с другой стороны, к деятельности по управлению денежными средствами.

Если это брокерский сервис, позволяющий счету частного инвестора копировать сделки ведущего аккаунта – автора определенной стратегии инвестирования, то необходимо обозначить, как минимум, деятельность инвестиционного консультанта и принятие на основе его рекомендаций инвестиционного решения со стороны инвестора.

Лидер (ведущий аккаунт, мастер) инвестирует собственные средства на личный счет и совершает операции с целью получения личного дохода, а также претендует на часть брокерской комиссии за операции своих подписчиков. Роль аккаунта в данной модели можно рассматривать как деятельность управляющего денежными средствами – как своими, так и клиентскими. В таком случае эту деятельность может осуществлять только сам профессиональный участник рынка ценных бумаг. Тогда налицо – доверительное управление денежными средствами. Юридически, конечно, нет. Здесь нет ни счета доверительного управления, ни обозначенной заранее инвестиционной декларации с передачей соответствующего имущества в управление, а также нет взаимоотношений клиента с управляющим на основе договора доверительного управления.

В существующем противоречии мегарегулятор финансового рынка ЦБ РФ в первой половине 2018 г. определился: автоследование не может быть отнесено к деятельности по доверительному управлению денежными средствами и ценными бумагами, так как юридическая конструкция при оказании этой услуги совершенно другая. При доверительном управлении осуществляется передача имущества управляющему, при автоследовании этого не происходит.

Выход из сложившейся неопределенности может быть найден в новом самостоятельным виде профессиональной деятельности – инвестиционном советнике. Деятельностью по инвестиционному консультированию признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций.

При таком подходе инвестиционное консультирование – это возможность получения актуальных торговых рекомендаций непосредственно в системе интернет-трейдинга (QUIK) с возможностью автоматического исполнения (автоследования) или самостоятельного выставления заявок клиентом как через интернет-трейдинговую систему, так и через уполномоченных лиц брокера по телефону.

Банк ВТБ предлагает автоследование на базе Tradematic. Tradematic Trader – программа для создания торговых роботов и автоматизации торговли. Работает по принципу синхронизации с торговой системой QUIK и трансляции в нее сигналов. Сервис актуален для тех инвесторов, кто хочет использовать весь спектр стратегий, доступный в Tradematic. Тем инвесторам, которые предпочитают исполь-

зовать апробированные стратегии Банка ВТБ (ПАО), проще использовать услугу «Инвестиционные портфели», в этом случае нет необходимости иметь постоянно включенный компьютер с работающими QUIK и Tradematic.

Возможности программы «Трэйдматик Трэйдер» следующие:

– создание торгового робота с помощью Конструктора стратегий без программирования;

– тестирование стратегии на основе исторических данных;

– оптимизация стратегии для оценки стабильности результатов;

– готовые торговые роботы с оптимальным соотношением доходности/риска;

– готовые стратегии управления портфелем, в том числе стратегии «Хамелеон» и «Балансир», разработанные и сопровождаемые профессиональными управляющими Банка ВТБ (ПАО).

Инвестор имеет также возможность выбора оптимального режима торговли:

а) автоматический – все сигналы исполняются автоматически, не требуя участия инвестора;

б) полуавтоматический – сигналы исполняются только после подтверждения;

в) ручной – для исполнения сигналов требуется ручное выставление заявок.

Для того чтобы воспользоваться сервисом автоследования, клиентам Банка ВТБ (ПАО) необходимо подключить услугу Tradematic Trader и выбрать соответствующую своему инвестиционному профилю стратегию. Под инвестиционным профилем понимается информация о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для клиента риске убытков от таких операций, если клиент не является квалифицированным инвестором.

К проблемам автоследования можно отнести:

– риски, связанные с конфликтом интересов участников;

– отсутствие возможности проверить компетенции ведущего аккаунта;

– риски недобросовестных практик (фронтраннинг – реализация собственной позиции в неликвидных инструментах и пр.);

– риск низкой ликвидности портфеля ведущего аккаунта в ситуациях, когда стратегия уже не может нормально утилизировать свободные средства без значительных ценовых колебаний инструментов в портфеле.

Проблема регулирования новых технологичных брокерских сервисов остается. Брокерские услуги последовательно трансформируются в аналоги услуг по управлению активами и финансовому консультированию. В этой связи должны быть изменены как модели вознаграждения брокера (в текущей практике вознаграждение автора стратегии зачастую привязано к объему средств на счетах последователей), так и правила предложения ими финансовых продуктов. В противном случае при максимальном сближении брокерской деятельности с деятельностью по управлению ценными бумагами, как, например, в услуге «автоследование», оказываемой брокером, будет наблюдаться регуляторный арбитраж между ними.

Более негативное влияние на автоследование оказывает фронтраннинг (*front running* или *забегание вперед*) – вид недобросовестной практики, при которой

автор стратегии ставит свою заявку на покупку бумаг на своем личном счете перед тем, как выставить ордер в ту же сторону на счете стратегии (что ведет к многократному копированию сделки на счетах последователей и двигает цену вверх), держит позицию на личном счете до изменения цены, а затем сразу закрывает ее в обратную сторону. Формально фронтраннинг не считается правонарушением. Однако неправомерное использование инсайдерской информации здесь прослеживается – воздействие на направление движения рынка с помощью объема сделок последователей стратегии, которое можно квалифицировать как незаконное личное обогащение. Но юридически доказать это сложно, так как количество последователей стратегии может и не привести к изменению движения цен на рынке в заданном автором стратегии направлении.

Глава 14
РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

14.1. Государственное регулирование

Система государственного регулирования – это важнейший фактор повышения конкурентоспособности его институтов.

Органы регулирования и контроля могут быть представлены двумя типами: государственное регулирование и саморегулирование. Необходимость регулирования обусловлена наличием рисков у участников финансового рынка, значительным влиянием внешних и внутренних факторов, связанных с ценообразованием финансовых инструментов, с необходимостью сохранности средств инвесторов, доверием инвесторов к институтам, предоставляющим финансовые услуги, неопределенностью получения ожидаемых в будущем доходов. Поэтому целенаправленное регулирование финансового рынка является основополагающим условием его эффективного функционирования.

Финансовое регулирование преследует определенные цели, к которым относятся:

– формирование и актуализация законодательной базы, обеспечивающей функционирование рынка ценных бумаг;

– обеспечение условий для эффективной деятельности финансовых институтов;

– защита прав и законных интересов участников рынка ценных бумаг.

Каждая страна имеет свой подход к тому, как организовать систему финансового регулирования и надзора, что во многом определяется степенью развития экономики и финансовой сферы. Выделяют четыре основных подхода, которые были сформулированы в 2008 г. в докладе Group 30 и применяются по всему миру в настоящее время (табл. 33).

Эффективность финансового надзора основывается на его реализации по трем направлениям в совокупности:

– *макропруденциального надзора*, который предполагает обеспечение стабильности системы платежей, поддержание ликвидности финансового рынка, урегулирование вопросов, связанных с кризисными явлениями, угрожающими целостности рынка;

– *микропруденциального надзора*, который предполагает обеспечение устойчивости финансовых учреждений, разработку механизмов финансовой безопасности;

– *надзор за соблюдением правил ведения бизнеса*.

В настоящее время преобладающей тенденцией в развитых странах является переход к модели мегарегулятора финансового рынка, причинами которого являются расширение линейки предлагаемых финансовыми институтами услуг, дублирование и разобщенность функций различных финансовых регуляторов, недостаточное внимание к регулированию возросших системных рисков на финансовом рынке.

Таблица 33

Подходы к финансовому надзору

Подход	Характерные черты	Страны, в которых применяется данный подход
Институциональный	Специфика финансового института определяет, какой регулятор осуществляет надзор за его деятельностью как с точки зрения безопасности и устойчивости, так и с точки зрения правил ведения бизнеса	Китай, Гонконг, Мексика
Функциональный	Надзорный орган осуществляет контроль в зависимости от бизнеса, в котором осуществляются сделки финансовым институтом, независимо от его специфики	Бразилия, Франция, Италия, Испания, США
Интегрированный	Единый универсальный мегарегулятор проводит надзор за всеми секторами финансовых услуг как с точки зрения безопасности и устойчивости, так и с точки зрения правил ведения бизнеса	Канада, Германия, Япония, Катар, Сингапур, Швейцария, Норвегия, Дания, Швеция, Россия
«Твин Пикс»	Регулирующие функции разделяются между двумя регуляторами: один выполняет надзор за безопасностью и устойчивостью, другой специализируется на проведении бизнес-регулирования	Великобритания, Австралия, Нидерланды

С 2013 г. в России произошел переход от модели «двух вершин», когда существовало два основных органа, регулирующих рынок: Банк России и Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), к модели мегарегулятора, где все полномочия перешли к Центральному банку РФ.

Сущность деятельности любого Центрального банка сводится к функциям, которые этот институт выполняет на финансовом рынке и его сегментах. Функции следуют из целей, поставленных перед регулятором, поскольку цель – это то, ради чего реализуется та или иная функция. Основным нормативно-правовым актом, определяющим деятельность национального банка, его организационно-правовой статус, порядок взаимоотношения с государством и банковской системой и полномочия, выступает Закон о Центральном банке.

Для Банка России в Федеральном законе № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» прописано пять основных целей деятельности, из которых две последние были добавлены в связи с упразднением ФСФР и передаче выполняемых ею функций Банку России:

– защита и обеспечение устойчивости рубля;
– развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации;
– обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы;
– развитие финансового рынка Российской Федерации;
– обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

Данные цели можно сгруппировать по трем направлениям, в рамках которых Центральный банк реализует свои функции:

а) по отношению к экономике;
б) по отношению к банковской системе;
в) по отношению к финансовому рынку.

В Федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации» перечислены укрупненные функции Банка России (табл. 34). Наглядное представление функций позволяет утверждать, что Центральный банк осуществляет достаточно расширенные полномочия на российском финансовом рынке.

Таблица 34

Функции Банка России

Укрупненные функции	Функции Банка России
Денежно-кредитное регулирование	1. Разработка и проведение единой денежно-кредитной политики. 2. Монопольное осуществление эмиссии наличных денег и организация денежного обращения. 3. Кредитор последней инстанции для коммерческих банков
Функции нормативного регулирования	1. Установление правил осуществления банковских операций. 2. Установление правил ведения расчетов. 3. Разработка правил для проведения расчетов с международными организациями, иностранными государствами, физическими лицами и юридическими лицами. 4. Утверждение отраслевых стандартов бухгалтерского учета и плана счетов для кредитных организаций и некредитных финансовых организаций. 5. Разработка методологии и составление финансового счета РФ в системе национальных счетов
Операционные функции	Осуществление обслуживания счетов бюджетов всех уровней бюджетной системы
Информационно-аналитические функции	1. Анализ и прогнозирование состояния экономики РФ, публикация соответствующих данных. 2. Разработка прогноза и организация составления платежного баланса РФ. 3. Ведение статистического учета прямых инвестиций в РФ и прямых инвестиций из РФ за рубеж
Функции финансового агента	Осуществление самостоятельно или по поручению правительства всех видов банковских операций и иных сделок

Окончание табл. 34

Укрупненные функции	Функции Банка России
Функции органа валютного регулирования и валютного контроля	1. Валютный контроль. 2. Эффективное управление золотовалютными резервами Банка России. 3. Установка и публикация официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю
Надзорная и контрольная функция	1. Надзор и наблюдение в национальной платежной системе. 2. Государственная регистрация кредитных организаций, негосударственных пенсионных фондов, выдача лицензий, их приостановка и отзыв. 3. Надзор за деятельностью кредитных организаций, некредитных финансовых организаций и банковских групп. 4. Регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг, отчетов об итогах выпусков. 5. Контроль и надзор в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах (соблюдение эмитентами требований законодательства об акционерных обществах и ценных бумагах). 6. Защита прав и законных интересов акционеров и инвесторов на финансовых рынках, страхователей, застрахованных лиц и выгодоприобретателей

Наиболее прогрессивный подход к функциям и задачам Банка России как мегарегулятора отражен в «Основных направлениях развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов».

Банк России в качестве единого регулятора финансового рынка впервые разработал документ, обладающий кросс-секторальным характером и содержащий описание запланированных действий Банка России по развитию всех секторов финансового рынка на среднесрочный период. Для этого были определены основные *стороны*, *заинтересованные в развитии российского финансового рынка*:

– *население Российской Федерации*, которому должен быть доступен широкий ассортимент понятных финансовых продуктов и услуг, использование которых будет способствовать повышению уровня и качества жизни;

– *российская экономика*, росту которой будет способствовать развитый финансовый рынок, удовлетворяющий потребности в капитале и позволяющий эффективно перераспределять финансовые ресурсы и управлять рисками;

– *финансовая индустрия* как полноценная отрасль российской экономики, способная расти выше среднеотраслевых показателей, формируя привлекательную отдачу на капитал и способствуя диверсификации экономики России.

В соответствии с законодательством указанный документ разрабатывается Банком России один раз в три года. Этот документ направлен на то, чтобы финан-

совые институты и инструменты способствовали повышению уровня и качества жизни граждан, поддержанию и развитию российского бизнеса и регионов, а также экономики в целом (рис. 60).

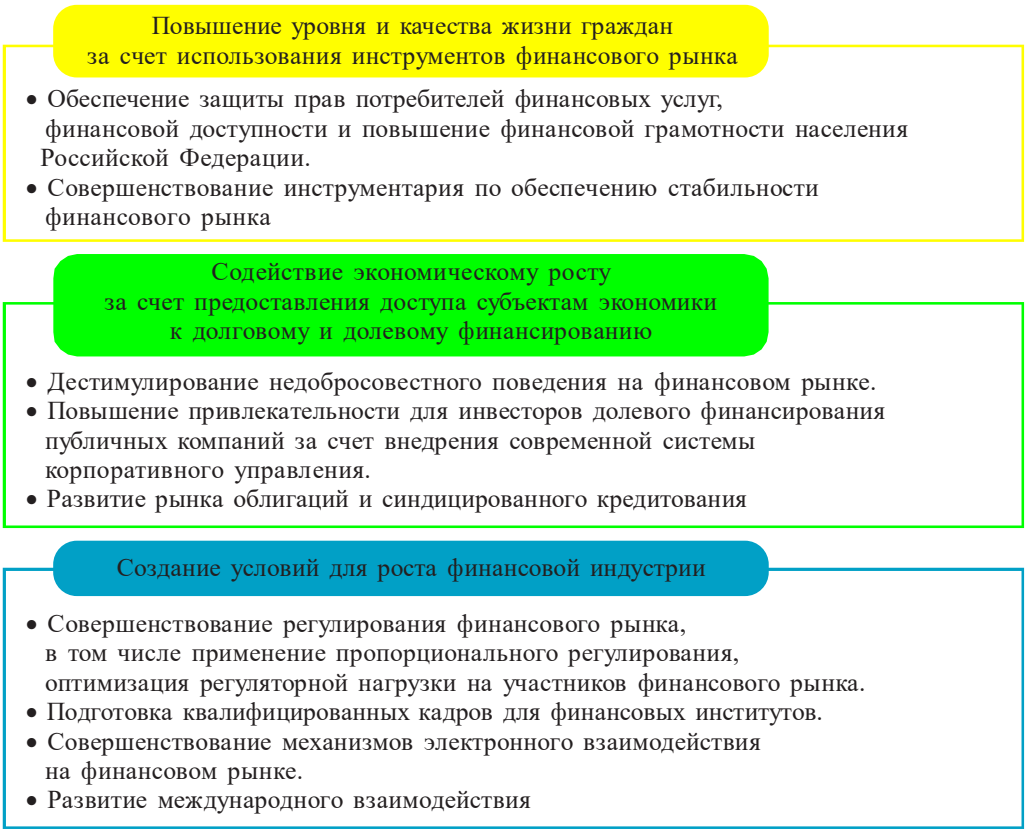


Рис. 60. Цели и соответствующие направления развития финансового рынка

Создание мегарегулятора сделало возможным объединение планов проверок для кредитных организаций, являющихся одновременно профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Это позволило снизить административную нагрузку на участников рынка и повысить эффективность в рамках консолидированного надзора.

Кроме того, для совершенствования и постепенного внедрения процесса консолидированного надзора в условиях мегарегулятора финансового рынка Центральный банк распространил практику осуществления скоординированных проверок кредитных и некредитных финансовых организаций в составе финансовых групп, связанных взаимными непрозрачными операциями, что способствовало комплексному выявлению рисков.

Важнейшей функцией на финансовом рынке, которая была возложена на Центральный банк с 2013 г., является *противодействие недобросовестным практикам поведения на открытом рынке*:

– выявление финансовых институтов, осуществляющих неправомерные финансовые операции (создание фиктивной стоимости активов, которые могут быть направлены на формирование капитала организации либо покрытие резервов, а также замена качественных активов активами, имеющими фиктивную стоимость);

– ограничение и пресечение манипулирования (курсами иностранных валют, паями ЗПИФов, ипотечными сертификатами участия и необеспеченными облигациями).

Банк России сосредоточил усилия на совершенствовании регулирования финансового рынка посредством реализации следующих мероприятий:

– внедрение селективного подхода к регулированию и надзору за финансовыми организациями;

– переход некредитных финансовых организаций на единый план счетов бухгалтерского учета, внедрение отраслевых стандартов бухгалтерского учета, основанных на МСФО;

– поэтапное введение XBRL – универсального стандарта публикации, обмена, анализа финансовых данных и деловой отчетности между участниками финансового рынка;

– широкое применение процедур оценки регулирующего воздействия нормативных актов Банка России (до и после принятия);

– последовательное внедрение механизма профессионального суждения;

– исключение необоснованного регулятивного арбитража;

– обеспечение финансовым организациям возможности использования аутсорсинга.

При осуществлении надзора соблюдаются два *базовых условия*: определение принадлежности финансовой организации к финансовой группе и классификация финансовых организаций в зависимости от выполнения финансовых операций и принимаемых рисков. В первом случае к деятельности финансовых групп применяются комплексные методы оценки, мониторинга (в том числе дистанционного надзора) и инспектирования, для чего разрабатываются требования к унифицированной отчетности, составление которой позволит избежать дублирования информации, повысить прозрачность операций, совершаемых между взаимозависимыми организациями в составе этих групп, позволит избежать случаев совершения незаконных действий в области отмывания доходов и вывода их за рубеж. Второе условие предусматривает разделение финансовых организаций внутри секторов финансового рынка на три группы: системно значимые, небольшие организации и прочие. В рамках дифференцированного подхода применяются соответствующие требования к структуре активов, величине собственных средств, предельные размеры обязательных нормативов и др. В результате обеспечивается пропорциональное распределение регулятивной нагрузки согласно значимости финансовой организации.

Согласно законодательству к целям деятельности Банка России в сфере контроля и надзора за финансовым рынком относятся:

– обеспечение развития финансового рынка;

– эффективное управление рисками;

– защита прав и законных интересов стейкхолдеров.

Свои надзорные полномочия ЦБ РФ осуществляет на основании следующих принципов:

– универсальности (применение единых подходов к надзору);

– пропорциональности (осуществление надзора за эмитентами с учетом его величины, положения на рынке и иных параметров);

– соразмерности (соотношение глубины надзора и степени влияния возможных нарушений на права основных стейкхолдеров);

– индивидуализации (определение объемов надзора по различным направлениям и группам субъектов).

Центральный банк регулирует участников финансового рынка путем *предварительного*, *текущего* и *последующего надзора*. Предварительный надзор – это лицензирование деятельности финансово-кредитных организаций и установление нормативно-правовых правил. Текущий и последующий надзор – выявление наиболее существенных рисков и нарушений в финансовом секторе, влияющих на стабильность и устойчивость деятельности финансовых институтов.

При проведении надзорных мероприятий Банк России чаще всего использует такую *форму* контроля и надзора, как дистанционная проверка участников финансового рынка, реже – инспекционная проверка.

В рамках проведения надзорных мероприятий Банк России применяет следующие *методы* контроля и надзора:

– анализ информации для выявления нарушений законодательства РФ участниками финансового рынка;

– установление обязательных требований некредитным финансовым организациям;

– сбор информации и формирование баз данных об участниках финансового рынка;

– устранение нарушений, выявленных в ходе проведения проверок.

Помимо применения универсальных подходов к регулированию участников финансового рынка Банк России учитывает особенности деятельности каждого участника финансового рынка и формирует специфические подходы и методы контроля и надзора за ними.

Регулирующие, контрольные и надзорные функции Банка России в сфере финансовых рынков осуществляются через действующий на постоянной основе орган – Комитет финансового надзора, объединяющий руководителей структурных подразделений Банка России, обеспечивающих выполнение его надзорных функций. Комитет финансового надзора принимает решения по основным вопросам регулирования, контроля и надзора в сфере финансовых рынков.

Структура Центрального банка представляет собой единую централизованную систему с вертикальной структурой управления. Существуют департаменты, которые отвечают за определенный круг вопросов.

Департамент корпоративных отношений и Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров относятся к подразделениям центрального аппарата Банка России, которые непосредственно связаны со сферой корпоративных отношений в акционерных обществах, процедурой эмиссии ценных бумаг, приобретением крупных пакетов акций открытых акционерных обществ, а также с защитой прав и интересов акционеров.

Департамент корпоративных отношений осуществляет так называемые процедуры входа на финансовый рынок эмиссионных ценных бумаг, в том числе:

– регистрацию новых и дополнительных выпусков эмиссионных ценных бумаг, отчетов об итогах данных выпусков эмиссионных ценных бумаг, проспектов ценных бумаг;

– выдачу разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ;

– допуск ценных бумаг иностранных эмитентов к размещению и (или) публичному обращению в РФ.

Кроме того, Департамент корпоративных отношений занимается последующим контролем за деятельностью акционерного общества после размещения ценных бумаг и осуществляет:

– контроль за приобретением крупных пакетов акций публичных акционерных обществ в соответствии с гл. 11.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»;

– за корпоративными отношениями в публичных акционерных обществах;

– за соблюдением эмитентами требований по раскрытию информации на рынке ценных бумаг в целях защиты прав инвесторов;

– освобождение эмитентов от обязанности раскрывать информацию в соответствии со ст. 30.1 Закона «О рынке ценных бумаг».

Всех эмитентов ранжируют по степени влияния на финансовый рынок и степени возможного влияния нарушений законодательства данных эмитентов на права акционеров и инвесторов следующим образом:

– серьезное влияние оказывают публичные акционерные общества, акции которых допущены к организованным торгам;

– существенным влиянием обладают иные ПАО и эмитенты, обязанные раскрывать ежеквартальные отчеты;

– акционерные общества с числом акционеров больше 50 оказывают умеренное влияние;

– незначительное влияние оказывают акционерные общества, не относящиеся к вышеперечисленным группам.

Распределение эмитентов по степени влияния нарушений законодательства и соблюдение основных принципов надзора обеспечивает эффективность надзорных мероприятий, проводимых в отношении поднадзорных лиц.

При проведении надзорных мероприятий за эмитентами применяются следующие методы: пруденциальный и инспекционный.

Пруденциальный метод надзора за эмитентами означает дистанционные проверки отдельных сведений и комплексные дистанционные проверки. В рамках дистанционной проверки отдельных сведений проводится анализ документов и информации на основании поступающих в Банк России обращений в отношении деятельности поднадзорных лиц. Комплексные проверки проводятся на основании распоряжения Службы по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров.

Инспекционные (*выездные*) *проверки* совершаются в случае обращения акционера или инвестора, рассмотрение которого требует анализа значительного объема документов, обращения данных лиц с требованием проведения проверки на общем собрании акционеров или обращением правоохранительных или иных государственных органов РФ с просьбой о проведении выездной проверки эмитентов.

Все направления надзора можно разделить на две группы и распределить по степени влияния на финансовый рынок и права акционеров и инвесторов в случае невыявления нарушений.

Данные мероприятия отражены в табл. 35.

Таблица 35

Направления надзора за эмитентами Банка России

Степень влияния	Надзор, осуществляемый в связи с поступлением документов	Надзор, осуществляемый на постоянной основе
Серьезное влияние	Приобретение крупных пакетов акций АО	Контроль раскрытия информации. Контроль проведения общего собрания акционеров. Приобретение крупных пакетов акций ПАО
Существенное влияние	Определение статуса АО. Освобождение от обязанности по раскрытию информации	Направление информации в центры корпоративной информации и каскадные корпоративные действия. Преобразование АО в ООО. Передача ведения реестра регистратору
Умеренное влияние	Заявления представителей владельцев облигаций (ПВО) об исключении из списка ПВО	Определение статуса АО. Регистрация выпуска при учреждении. Мониторинг деятельности представителей владельцев облигаций. Мониторинг проведения общего собрания владельцев облигаций

Окончание табл. 35

Степень влияния	Надзор, осуществляемый в связи с поступлением документов	Надзор, осуществляемый на постоянной основе
Незначительное влияние	Заключения о состоянии деятельности акционерных обществ в сфере обращения ценных бумаг	

Все действия Банка России в отношении контроля и надзора за эмитентами эмиссионных ценных бумаг жестко регламентированы нормативными актами – положениями, указами, стандартами. Такой системный подход контроля и надзора за поднадзорными лицами обеспечивает своевременное предупреждение и предотвращение нарушений российского законодательства, влияющих на права стейкхолдеров эмитентов и делает надзорную деятельность Банка России прозрачной и эффективной. Помимо контроля законности эмиссии ценных бумаг Банк России проводит контроль и надзор в сфере корпоративных отношений.

Преследуя свои стратегические цели, лицо самостоятельно или совместно с аффилированными лицами может приобрести любое количество акций у других акционеров данного общества. Однако если у этого лица общее количество акций в совокупности с приобретаемыми составляет более 30 % от общего числа обыкновенных и привилегированных акций общества, то оно направляет в общество публичное предложение (оферту) – добровольную или обязательную. Также, если данное лицо владеет 95 % акций публичного общества, то оно обязано выкупить оставшуюся долю у миноритариев и направить требование о выкупе ценных бумаг. Все добровольные и обязательные оферты, а также требования о выкупе ценных бумаг сначала предоставляются в Банк России как предварительное уведомление, а после 15 дней – непосредственно в публичное общество, если мегарегулятор не выявил несоответствия в данном предложении или требовании.

Важным аспектом обеспечения прозрачности деятельности эмитента и защиты интересов акционеров и инвесторов является раскрытие информации. Банк России проводит дистанционные проверки соответствия раскрываемой информации требованиям, а также принимает решения об освобождении эмитента от раскрытия информации. Основной фактор освобождения от раскрытия – это отсутствие у общества признаков публичного акционерного общества в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Отмечается растущая тенденция выявления серьезных нарушений в сфере раскрытия информации. Для исключения типичных ошибок Банк России представил перечень самых распространенных нарушений, в которых указано нарушение и отсылка к соответствующей части в Положении Банка России № 454-П от 30.12.2014 г. «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» или иным нормативно-правовым актам. В табл. 36 указаны наиболее распространенные на-

рушения публичных акционерных обществ в сферах деятельности, которые попадают под надзор Банка России, а также меры административного наказания в сфере раскрытия информации.

Таблица 36

Перечень часто выявляемых нарушений, совершаемых эмитентами, и меры наказания

Направление	Нарушение	Мера наказания
Корпоративное управление	Необоснованный отказ в предоставлении материалов к собранию акционеров при подготовке, созыве и проведении общего собрания акционеров	Граждане: 2–4 тыс. руб. Должностные лица: 20–30 тыс. руб. или дисквалификация на 1 год. Юридические лица: 500–700 тыс. руб.
	Нарушения при определении порядка направления бюллетеней	
	Неправомерная невыплата дивидендов	
	Необоснованный отказ в предоставлении информации	
Раскрытие информации	Нераскрытие информации	Должностные лица: 30–50 тыс. руб. или дисквалификация на 1–2 года. Юридические лица: 700–1 000 тыс. руб.
	Раскрытие информации позже установленного срока	
	Нарушение требований по обеспечению свободного и необременительного доступа к раскрытой информации в течение установленного срока	
	Раскрытие недостоверной или неполной информации	
Освобождение акционерных обществ от обязанности осуществлять раскрытие информации	В представленном комплекте документов не содержится информация о количестве акционеров на дату принятия решения единственным акционером общества в случае наличия у общества единственного акционера	
Приобретение более 30 % акций акционерного общества	В справке о количестве акционеров не содержится информации о количестве акционеров, учитываемых на счете номинального держателя	Граждане: 1–2,5 тыс. руб. Должностные лица: 5–20 тыс. руб. Юридические лица: 50–500 тыс. руб.
	Направление добровольного (обязательного) предложения в АО до истечения 15 дней – срока рассмотрения Банком России предварительного уведомления	

Продолжение табл. 36

Направление	Нарушение	Мера наказания
	Отсутствие обоснования цены приобретаемых ценных бумаг в обязательном предложении	
	В сведениях об акционерах указывается аффилированное лицо акционера, направляющего добровольную (обязательную) оферту	
	Направление обязательного предложения в отношении акций, принадлежащих аффилированным лицам	
	Неверное указание на титульном листе отчета сведений о ценных бумагах, в отношении которых возникла обязанность по их приобретению	
	Отсутствие обоснования цены выкупаемых ценных бумаг	
	Представление документов оферты (требований) не по установленной форме	
	Непредставление на электронном носителе документов, предоставляемых к оферте	
	Непредставление с офертой (требованием) документа, содержащего наибольшую цену и дату совершения последней сделки либо отсутствие в таком документе всей необходимой информации	
	Отсутствие всех необходимых сведений и условий для реализации права на получение выплаты, содержащейся в банковской гарантии	
Рассмотрение эмиссионных документов	Представлен неполный комплект документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг и отчета об итогах выпуска ценных бумаг	Должностные лица эмитента: 10–30 тыс. руб. Юридические лица: 500–700 тыс. руб.
	Отчет об итогах выпуска ценных бумаг утвержден раньше решения о выпуске акций (срока размещения)	
	Некорректное заполнение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг требованиям Стандарта эмиссии	

Продолжение табл. 36

Направление	Нарушение	Мера наказания
	Квитанция уплаты эмитентом государственной пошлины за регистрацию выпуска акций не содержит указание на то, что уплата осуществляется от имени налогоплательщика (эмитента), уполномоченного лица	
Рассмотрение эмиссионных документов (размещение при учреждении акционерного общества)	В решении о выпуске ценных бумаг указана информация о правах владельцев акций выпуска, не предусмотренная Стандартом эмиссии	
	Информация в протоколе о количестве голосов, которыми обладают акционеры, принимающие участие в собрании, не соответствует информации о количестве оплаченных учредителями акций, предоставляющих право голоса	
	Из представленных документов не следует, что эмитент является собственником недвижимого имущества, внесенного в оплату уставного капитала общества	
Рассмотрение эмиссионных документов (подписка)	Неверное указание даты, по состоянию на которую определяется список лиц, имеющих преимущественное право приобретения ценных бумаг	
	Неправомерно предусмотрена возможность для потенциальных приобретателей ценных бумаг, не имеющих преимущественного права, приобретать ценные бумаги до окончания срока действия преимущественного права	
	Информация о порядке осуществления преимущественного права приобретения размещаемых ценных бумаг указана не полностью	
	Установление решения о дополнительном выпуске ценных бумаг различных форм оплаты размещаемых акций для потенциальных приобретателей по подписке и лиц, имеющих преимущественное право приобретения акций дополнительного выпуска	
	Не указано наименование и (или) ИНН получателя денежных средств, поступающих в оплату ценных бумаг дополнительного выпуска	

Окончание табл. 36

Направление	Нарушение	Мера наказания
	Не представлены документы, подтверждающие возникновение денежных требований, принятых к зачету, при оплате ценных бумаг	
	К справке акционерного общества-эмитента, подтверждающей уведомление акционеров о возможности приобретения ими подлежавших размещению ценных бумаг пропорционально количеству принадлежавших им акций, не приложена копия публикации (образца письма), которые содержат текст соответствующего уведомления	
Рассмотрение эмиссионных документов (размещение при реорганизации юридических лиц)	Представленное заявление на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, подлежащих размещению при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения, преобразования, составлено не от имени уполномоченного лица	
	Представленный передаточный акт не отвечает требованиям ГК РФ	
	В представленном уставе эмитента, реорганизуемого путем присоединения к нему акционерного общества с конвертацией акций присоединяемого общества в его дополнительные акции, отсутствуют положения об объявленных акциях или объявленных акций недостаточно для размещения дополнительных акций	
	Не представлен договор о слиянии или присоединении обществ	
Ошибки в документах, представленных для регистрации изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг (проспект ценных бумаг)	В заявлении на регистрацию изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг и (или) проспект ценных бумаг не указана дата, с которой приостановлено размещение ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска)	

В рамках контрольных и надзорных функций проводится постоянный мониторинг деятельности эмитентов в сфере раскрытия информации, соблюдения ими требований и норм, регулирующих процедуру эмиссии ценных бумаг и регламентирующих корпоративные отношения, а также иных нормативно-правовых актов. В случае, если были выявлены нарушения, Банк России может направить предписание в отношении эмитента или применить меры административного наказания. Также Банк России проводит совершенствование контрольных и надзорных функций путем внесения поправок в существующие нормативные документы, внедряет новые практики в сфере корпоративных отношений и новые технологии.

Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров представляет собой структурное подразделение центрального аппарата Банка России в сфере корпоративных отношений, которое осуществляет контроль и надзор за соблюдением участниками рынка ценных бумаг, прежде всего эмитентами, законных прав и интересов инвесторов, в том числе и миноритарных акционеров. Оно же рассматривает обращения и жалобы иных физических и юридических лиц на нарушения в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах.

Функции надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг (далее – ПУРЦБ) до середины 2017 г. были сосредоточены отдельно в каждом территориальном управлении в регионах. Так, например, на территории Свердловской области указанные процедуры находились в ведении отдела контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг Уральского главного управления Центрального банка Российской Федерации.

На рис. 61 представлена схема взаимодействия ПУРЦБ с подразделениями надзора в рамках отдельных регионов на примере Уральского главного управления Банка России.

До середины 2017 г. в рамках каждого Главного управления ответственными за надзор за деятельностью ПУРЦБ являлись отделы, а в отделениях – сектора. Видоизменение структуры произошло за счет упразднения секторов и отделов надзора на территориях и аккумулировании их функций в рамках двух главных управлений в Екатеринбурге и Нижнем Новгороде. Схема взаимодействия после реорганизации изображена на рис. 62.

Таким образом, в результате реорганизационных процессов Банка России произошла концентрация надзорных и регуляторных процессов. Подведомственность ПУРЦБ по отношению к подразделениям Банка России установлена приказом Банка России от 07.08.2017 г. № ОД-2228.

К ПУРЦБ, подведомственным Центру компетенций на базе Уральского ГУ Банка России, относятся финансовые субъекты, расположенные на территориях, подведомственных:

– Дальневосточному главному управлению Банка России;
– Сибирскому главному управлению Банка России;
– Уральскому главному управлению Банка России.

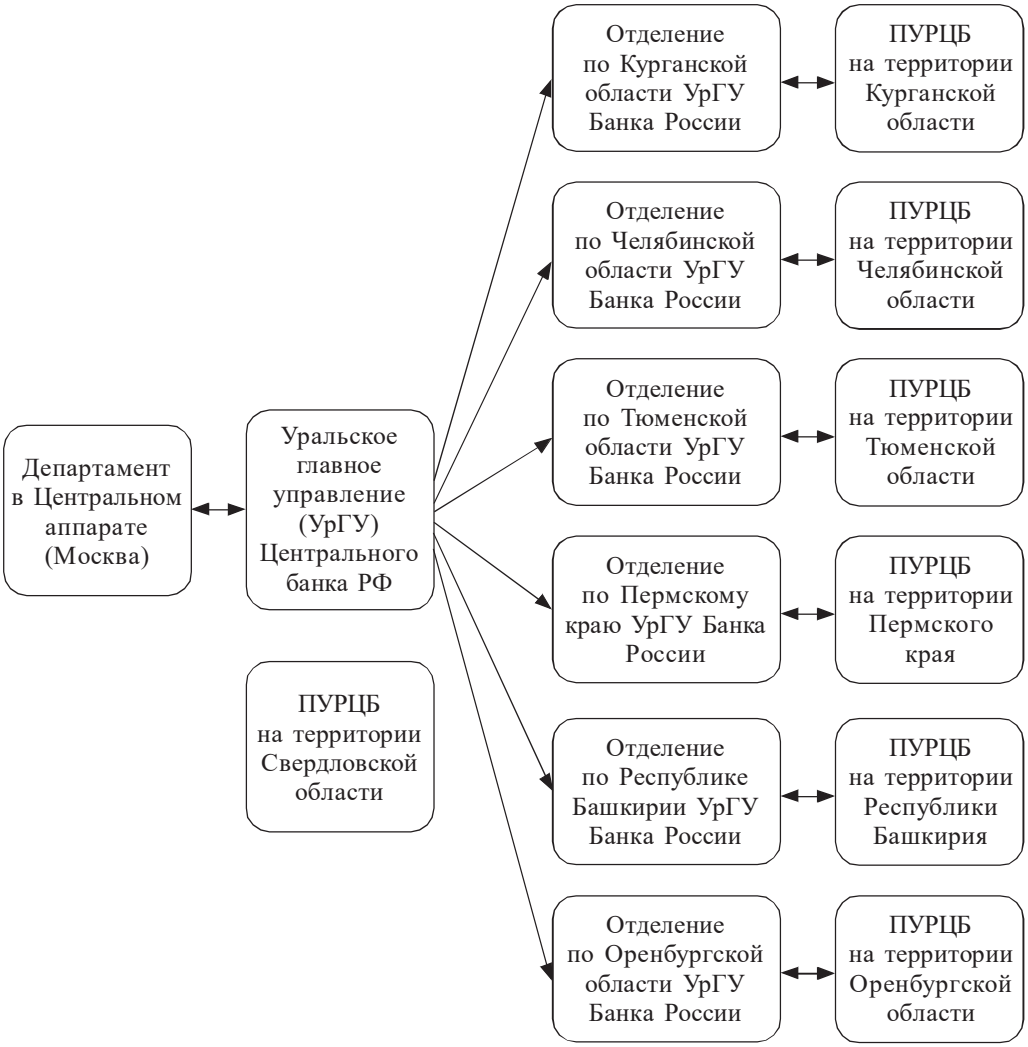


Рис. 61. Схема взаимодействия подразделений надзора и ПУРЦБ до середины 2017 г. на примере Уральского ГУ Банка России

К ПУРЦБ, подведомственным Волго-Вятскому ГУ Банка России, относятся ПУРЦБ, расположенные на территориях, подведомственных:

– Южному главному управлению Банка России;

– Северо-Западному главному управлению Банка России.

К ПУРЦБ, подведомственным Департаменту рынка ценных бумаг и товарного рынка, относятся крупнейшие финансовые субъекты Российской Федерации, а также финансовые субъекты, расположенные на территориях, подведомственных Главному управлению Банка России по Центральному федеральному округу.

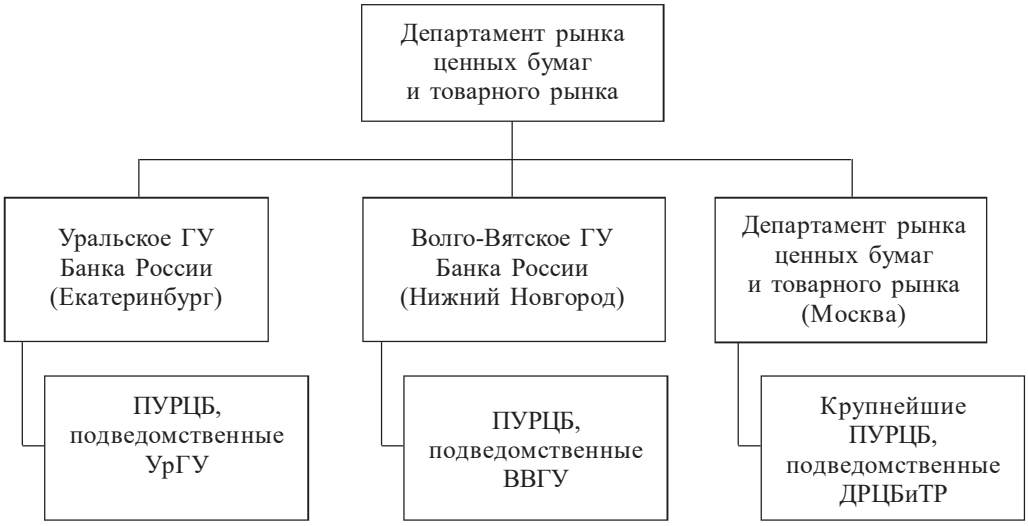


Рис. 62. Схема взаимодействия после реорганизации

Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка осуществляет контроль и надзор за следующими организациями:

– организаторы торговли;

– клиринговые организации, в том числе осуществляющие функции центрального контрагента (за исключением небанковских кредитных организаций – центральных контрагентов);

– центральный депозитарий;

– расчетные депозитарии;

– репозитарии;

– ПУРЦБ, имеющие лицензию на ведение реестра владельцев ценных бумаг;

– государственные корпорации, являющиеся ПУРЦБ;

– ПУРЦБ, осуществляющие деятельность форекс-дилера;

– ПУРЦБ, осуществляющие брокерскую деятельность и (или) дилерскую деятельность, и (или) деятельность по управлению ценными бумагами, и (или) депозитарную деятельность, включенные в список, указанный в приложении 1 к Приказу Банка России от 07.08.2017 г. № ОД-2228, в число которых включены 89 ПУРЦБ;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие брокеров;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие дилеров;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие форекс-дилеров;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие управляющих;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие депозитариев;

– СРО в сфере финансового рынка, объединяющие регистраторов.

Помимо Департамента надзор осуществляют структурные подразделения Банка России, входящие в структуру двух территориальных управлений, в ведении которых находятся ПУРЦБ, имеющие лицензии на осуществление брокерской,

дилерской, депозитарной деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами.

В сложившейся ситуации имеются свои положительные и отрицательные стороны.

В табл. 37 представлены результаты SWOT-анализа процесса частичной централизации надзорной деятельности Банка России.

Таблица 37

SWOT-анализ централизации надзорных функций

Среда	Положительное влияние	Отрицательное влияние
Внутренняя	*Strengths – сильные стороны*: – снижение издержек на трансляцию законодательных инициатив среди структурных подразделений, а также среди ПУРЦБ; – сокращение временных лагов между анализом деятельности ПУРЦБ, принятием решения в отношении отдельных ПУРЦБ в случае возникновения чрезвычайных ситуаций, требующих немедленной реакции, и принятием надзорных мер реагирования; – быстрый анализ значительных объемов динамично меняющейся информации и оперативное принятие решения, исходя из текущей ситуации, в отличие от разрозненных между собой региональных отделов; – простота в передаче навыков и опыта работы; – оптимизация рабочего процесса; – сотрудники Департамента – высококвалифицированные специалисты и менеджеры, специализирующиеся на решении комплексных проблем	*Weaknesses — слабые стороны*: – человеческий фактор. Должность директора Департамента является престижной и высокооплачиваемой, занимать ее может человек, устраивающий *top*-менеджмент Банка России, которому подчиняется Департамент; – несовершенство полномочий. Стратегические решения могут находиться в зоне ответственности Департамента, но на деле их воплощение может быть завязано на жестком взаимодействии и зависимостях от других структурных подразделений Банка России, не входящих в подчинение Департамента; – эффект «Олимпа». Некоторые прорывные решения по инновациям и коммуникациям в сфере надзора за ПУРЦБ, поступающие из региональных подразделений, могут быть не услышаны или намеренно проигнорированы в Департаменте
Внешняя	*Opportunities – возможности*: – за счет повышения эффективности функционирования и устранения организационной разобщенности в надзорной и регуляторной деятельности создается устойчивый позитивный внутренний и внешний имидж Банка России; – единый Департамент ставит целью разработку и претворение на рынке	*Threats – угрозы*: – отсутствие опытного персонала. Если в Департаменте работают сотрудники, не адаптированные к централизованному надзору за ПУРЦБ, не понимающие сути процесса, стратегии развития рынка ценных бумаг могут быть выбраны ошибочно, вплоть до падения рынка и потери существенной доли участников;

Окончание табл. 37

Среда	Положительное влияние	Отрицательное влияние
	ценных бумаг единых стандартов и единых регуляторных, поведенческих и других концепций; – создание единого надзорного пространства в виде Департамента в структуре центрального аппарата с учетом двух территориальных структурных подразделений способствует высокой управляемости бизнес-процесса надзора; – в едином Департаменте возможно постоянное повышение квалификации сотрудников; – при централизованном надзоре возможно добиться оптимизации численности персонала в подразделениях Банка России	– сложность учета региональной специфики развития рынков. Региональные рынки могут находиться на разном уровне становления к той или иной программе продвижения инвестиционных продуктов, надзорных практик, форм взаимодействия и пр. и стандартизация подходов может быть в данном случае неприемлема; – некоторые централизованные надзорные концепции могут быть не адаптированы к региональным особенностям российского финансового рынка; – при централизованном надзоре лояльность ПУРЦБ к Банку России может отойти на второй план

В 2017 г. Банком России был утвержден Стандарт надзорной деятельности Банка России, в рамках которого в отношении ПУРЦБ были:

– определены цели, задачи и принципы надзора;

– установлены применяемые надзорные процедуры;

– определен порядок установления режима надзора в зависимости от риск-профиля компании и ее категории в соответствии с разработанной матрицей режимов надзора.

Стандарт надзорной деятельности призван решать следующие задачи:

– внедрять риск-ориентированный надзор за поднадзорными организациями;

– унифицировать надзорные процедуры, перечень надзорных мероприятий, сроки проведения надзорных мероприятий и порядок фиксации результатов;

– обеспечить переход на пропорциональный надзор путем установления единых подходов к определению режимов надзора в зависимости от категории «размера и значимости» и риск-профиля поднадзорных организаций.

Деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг содержит права и обязанности, предъявляемые к виду деятельности. Помимо лицензирования существуют требования к собственному капиталу, организации внутреннего учета и контроля, квалификационные требования к специалистам, особые требования к договорам, заключаемым с инвесторами и между собой, требования к отчетности организаций перед регулятором и инвесторами, требования, состоящие в обязательном участии в гарантийных, компенсационных схемах, соответствующих виду профессиональной деятельности, а также к страхованию ответственности своей деятельности.

Таким образом, Банк России осуществляет надзорный процесс, используя прямые и косвенные методы регулирования, взаимодействует с профессиональными участниками рынка ценных бумаг в различных формах, что способствует развитию финансовой индустрии и снижению рисков на рынке ценных бумаг.

14.2. Саморегулирование на рынке ценных бумаг

Второй уровень регулирования фондового рынка в России – саморегулирование. Основной целью саморегулирования является регулирование отношений между отдельными его участниками на основе самоорганизации. Саморегулирование можно рассматривать как делегирование полномочий по регулированию рынка ценных бумаг от государственных структур к негосударственным. В таком случае повышается эффективность государственного управления за счет замены оперативного контроля на законодательное регулирование, за счет уменьшения управленческих связей, так как субъектами регулирования выступают саморегулируемые организации; сокращаются государственные расходы на регулирование и контроль за участниками рынка ценных бумаг; формируется механизм предотвращения коррупции государственных чиновников.

Саморегулирование предполагает использование методов общественного регулирования. К таким методам относятся разработка стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и их повсеместное применение на практике, запрещение недобросовестной рекламы, формирование общественного мнения с целью мотивации поведения инвесторов и эмитентов. Саморегулирование рынка ценных бумаг выполняет следующие функции:

– разработка обязательных квалификационных и этических правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке ценных бумаг;

– осуществление подготовки и переподготовки кадров и установление требований для работы на рынке;

– контроль за соблюдением участниками всех норм и правил и за их компетентностью;

– обеспечение информационной открытости и правдивой информации участников рынка;

– обеспечение защиты клиентов и организаций в государственных органах управления;

– разработка предложений по развитию рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации имеют на российском рынке очень важное значение.

Саморегулируемые организации устанавливают для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности и стандарты проведения операций, необходимые для выполнения норм государственного регулирования, а также контролируют их проведение. Наличие дисциплинарного принуждения со стороны

саморегулируемой организации к своим членам позволяет оперативно наводить и поддерживать порядок на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемые организации – это некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами этой организации, установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. Сосредоточение профессионалов в организации позволяет им самим регулировать свою деятельность на основе тех положений, которые заложены законодательством. Учитывая сложность иерархической структуры государственного аппарата и объективную оторванность государственных служащих от предмета регулирования, можно сказать, что именно саморегулируемые организации обладают большими возможностями квалифицированно и оперативно регулировать отношения как между самими профессиональными участниками, так и между профессиональными участниками и их клиентами, а также контролировать соблюдение действующих норм.

Саморегулируемыми организациями (СРО) являются ассоциации, союзы и связанные договорными отношениями сообщества профессиональных участников рынка ценных бумаг. В общепринятой практике данные организации называют также саморегулирующимися.

В законе «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» определено, что в состав такой организации должно входить не менее 10 профессиональных участников рынка ценных бумаг. Эти организации должны получать лицензию Банка России.

Для получения лицензии надо предоставить мегарегулятору следующие документы:

– заявление на выдачу лицензии;

– анкету, заполненную по форме на основании действующих данных;

– заверенную копию свидетельства о внесении в единый государственный реестр юридических лиц;

– копию свидетельства о постановке на учет в налоговом органе;

– платежное поручение об уплате государственной пошлины;

– копию бухгалтерского баланса на последнюю отчетную дату с отметкой налогового органа;

– копию отчета о прибылях и убытках на последнюю отчетную дату;

– копию аудиторского заключения по проверке годовой бухгалтерской отчетности, заверенную руководителем;

– копию документов, подтверждающих соответствие работников квалификационным требованиям, установленным законодательством РФ;

– справку об отсутствии судимости у руководящих работников;

– заявление, подтверждающее, что не будет проводиться профессиональная деятельность после окончания срока лицензии.

На рассмотрение заявки отводится 30 дней со дня подачи.

Для того чтобы быть принятым в члены СРО рынка ценных бумаг, лицо, желающее вступить в СРО, обязано подать заявление, к которому прилагаются документы, предусмотренные нормативно-правовыми актами и внутренними документами саморегулируемой организации:

– копии документов, заверенные подписью уполномоченного лица организации и печатью организации (при наличии), подтверждающие полномочия лица, подписавшего заявление, действовать без доверенности от имени организации, или доверенность, подтверждающую полномочия лица подписывать заявление от имени организации;

– копии учредительных документов со всеми зарегистрированными изменениями и дополнениями, заверенные организацией в установленном порядке;

– копию документа о государственной регистрации организации, заверенную организацией в установленном порядке;

– копию свидетельства о постановке на учет в налоговом органе, заверенную организацией в установленном порядке;

– копию платежного поручения об уплате вступительного взноса с отметкой банка об исполнении;

– копии действующих лицензий на осуществление видов деятельности на финансовом рынке, заверенные организацией в установленном порядке.

После получения заявления саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг обязана в течение срока, не превышающего двух месяцев, осуществить проверку полноты и достоверности сведений, содержащихся в представленных документах. По окончании проверки должностные лица и специалисты саморегулируемой организации составляют письменное заключение. Это письменное заключение направляется на рассмотрение в коллегиальный орган управления СРО, который по итогам рассмотрения представленных документов должен в трехдневный срок с момента рассмотрения утвердить заявление или отказать в его утверждении.

Саморегулируемая организация включает в себя профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих следующие виды деятельности:

– брокерскую;

– дилерскую;

– деятельность по управлению ценными бумагами;

– депозитарную;

– деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;

– инвестиционное консультирование.

Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг для реализации своих полномочий на территории субъектов РФ имеет право после предварительного согласования с Банком России создавать свои филиалы

и представительства. Она обязана осуществлять контроль деятельности своих филиалов и представительств.

Целями учреждения саморегулируемой организации являются:

– обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;

– соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

– защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;

– установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемая организация является некоммерческим образованием, поэтому все доходы саморегулируемой организации используются исключительно для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов.

Саморегулируемая организация в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами вправе:

– получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов;

– разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своих членов;

– контролировать соблюдение своими членами принятых саморегулируемой организацией правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;

– разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц.

В соответствии с Концепцией развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной Указом Президента РФ от 01.07.1996 г. № 1008, одним из важнейших принципов государственной политики на рынке ценных бумаг провозглашался принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования.

Положения Концепции определяли, что необходимость членства в саморегулируемой организации профессиональных участников фондового рынка является для них одним из лицензионных требований. Кроме того, первоначально саморегулируемые организации привлекались к участию в самой процедуре лицензирования профессиональных участников фондового рынка. Вместе с тем в 2000 г. в Указ Президента РФ от 01.07.1996 г. № 1008 были внесены изменения, исключившие положения об обязательности членства в саморегулируемой организации в связи с их несоответствием закрепленному в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» принципу добровольности создания саморегулируемой организации. Лицензирование саморегулируемыми организациями профессиональной деятельности своих участников было отменено в мае 2005 г.

В настоящее время совершенствование правового регулирования финансового рынка продолжается. Для того чтобы саморегулируемые организации могли эффективно осуществлять предоставляемые им полномочия, был принят Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» (далее – Федеральный закон № 223-ФЗ).

Перечислим цели принятия закона:

– повышение роли саморегулирования в деятельности участников финансового рынка;

– повышение эффективности взаимодействия саморегулируемых организаций в сфере финансовых рынков с регулятором.

Совершенствование института саморегулируемых организаций в России должно привести:

– к повышению конкурентоспособности российского финансового рынка;

– формированию целостной регулятивной системы, отвечающей интересам профессиональных участников различных секторов финансового рынка и обеспечивающей надлежащий уровень контроля их деятельности;

– повышению уровня защиты прав потребителей финансовых услуг.

Необходимо выделить следующие *принципиальные новации для саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг*, установленные Федеральным законом № 223-ФЗ:

– *введение вновь принципа обязательного членства в саморегулируемой организации*, но уже не только для одних профессиональных участников рынка ценных бумаг, а для большинства профессиональных субъектов финансового рынка, в том числе для управляющих компаний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, специализированных депозитариев. При этом сохраняется лицензирование деятельности этих субъектов;

– *ограничение количества саморегулируемых организаций*, *действующих на рынке*, ведущее к укрупнению существующих саморегулируемых организаций, что позволит реализовать принцип добросовестности их поведения, основанного на заслуженной репутации.

Статус саморегулируемой организации приобретается в отношении одного или нескольких видов деятельности финансовых организаций при условии соблюдения порогового значения 26 %, от общего количества финансовых организаций, в отношении каждого вида деятельности, являющегося предметом саморегулирования для саморегулируемой организации;

– *установление требования о наличии общих базовых стандартов у всех саморегулируемых организаций*, объединяющих субъектов одного вида деятельности. Согласно ст. 5 Федерального закона № 223-ФЗ Банк России устанавливает перечень обязательных для разработки саморегулируемой организацией определенного вида базовых стандартов по видам профессиональной деятельности и требования к их содержанию. Саморегулируемые организации одного вида обязаны направить на согласование в Банк России единый базовый стандарт. Помимо

базовых стандартов предусматривается обязательное наличие внутренних стандартов саморегулируемых организаций на финансовом рынке;

– делегирование саморегулируемым организациям отдельных контрольных функций, определяемых Банком России. Так, Банк России на основании обращения саморегулируемой организации вправе передать ей полномочия по получению от членов саморегулируемой организации отчетности в соответствии с установленным перечнем. За саморегулируемой организацией сохраняется функция по контролю за соблюдением ее членами законодательства о ценных бумагах и правил самих саморегулируемых организаций.

Плановая проверка деятельности своих членов саморегулируемой организацией проводится не реже одного раза в пять лет и не чаще одного раза в год. График плановых проверок своих членов на текущий год саморегулируемая организация направляет для согласования в Банк России ежегодно до 1 февраля.

Внеплановая проверка проводится на основании поручения Комитета финансового надзора Банка России, жалобы на члена саморегулируемой организации и иных оснований, предусмотренных внутренними стандартами саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация в отношении своего члена может применять ряд мер, начиная с требования об обязательном устранении выявленных нарушений в установленные сроки, заканчивая наложением штрафа и исключением из членов саморегулируемой организации.

Надзирает за деятельностью саморегулируемых организаций Банк России:

– ведет реестр саморегулируемых организаций, который размещается в Интернете;

– осуществляет надзор за выполнением саморегулируемыми организациями требований действующего законодательства;

– выдает предписания об устранении нарушений, выявленных в деятельности СРО.

В случае неисполнения в установленный срок указанных предписаний Банк России имеет право:

– привлечь саморегулируемую организацию и ее должностных лиц к административной ответственности;

– направить требование о замене руководителя саморегулируемой организации;

– принять решение о прекращении статуса саморегулируемой организации;

– приостановить исполнение всех или части функций саморегулируемой организации, переданных ей Центральным банком РФ, по одному или нескольким видам деятельности.

Саморегулируемая организация совместно с Банком России может участвовать в подготовке проектов нормативных актов Банка России, для чего создаются совместные рабочие группы.

По состоянию на 31 мая 2019 г. в России имеют лицензии 1 211 профессиональных участников рынка ценных бумаг. При этом происходит процесс консолидации участников финансового рынка практически в каждом его сегменте.

Количественные изменения участников финансового рынка за 2015–2019 гг. представлены в табл. 38.

Таблица 38

Количественные изменения профессиональных участников финансового рынка Российской Федерации за 2015–2019 гг.

Категория участников финансового рынка	2015	2016	2017	2018	2019
Брокеры	803	616	436	380	316
Дилеры	811	633	469	420	348
Форекс-дилеры	1	1	6	8	4
Управляющие (ДУ)	708	520	328	272	220
Депозитарии	573	492	389	347	290
Регистраторы	39	39	35	35	33

С учетом вступивших в силу требований об обязательном членстве участников финансового рынка в саморегулируемой организации соответствующего типа все они являются членами СРО.

Со вступлением в силу норм об ограничении таких СРО в количестве не более трех на рынке СРО в 2017–2018 гг. начали происходить объединения организаций путем присоединения более мелких к крупным. Так, например, Ассоциация управляющих компаний «Национальная лига управляющих» – НЛУ присоединилась к Национальной ассоциации участников фондового рынка – НАУФОР.

В настоящее время существуют три саморегулируемых организации рынка ценных бумаг:

– НАУФОР;

– ПАРТАД;

– Ассоциация форекс-дилеров (АФД).

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) учреждена в ноябре 1995 г. компаниями – профессиональными участниками фондового рынка из различных регионов России. Сначала 15 мая 1994 г. была организована Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР), были прописаны основные правила ассоциации. Позже, в 1995 г., на учредительном съезде ассоциации объявили об учреждении саморегулируемой организации НАУФОР.

Представительства ассоциации открыты в 14 городах России.

Функции организации:

– разработка новых стандартов и правил, совершенствование существующей системы регулирования и функционирования рынка ценных бумаг;

– контроль и обеспечение работы и взаимодействия между членами ассоциации;

– мониторинг работы участников объединения, сбор и анализ отчетности в электронном виде, проведение аттестации;

– принятие участия в урегулировании спорных ситуаций и конфликтов между участниками финансовых рынков в качестве третьей независимой стороны;

– анализ состояния фондовых рынков, организация семинаров, конференций на финансовую тематику;

– консалтинговые услуги руководства и персонала компаний, помощь в разработке документации для отдельно взятого участника финансового рынка.

Основные цели деятельности НАУФОР:

– обеспечение условий профессиональной деятельности участников фондового рынка России;

– выработка и контроль за соблюдением стандартов профессиональной этики на этом рынке;

– защита интересов инвесторов;

– установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами;

– разработка программ обучения и повышения профессионального уровня членов ассоциации и иных участников рынка ценных бумаг.

Задачи:

– способствовать стандартизации принципов и практики деятельности участников рынка ценных бумаг, внедрению норм профессиональной этики и обеспечению соблюдения членами НАУФОР законодательства Российской Федерации в области рынка ценных бумаг;

– выработать и внедрить правила, направленные на предупреждение недобросовестных действий со стороны участников фондового рынка и обеспечение справедливых и равных принципов торговли в интересах инвесторов;

– представлять интересы инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг во взаимоотношениях с органами государственной власти и управления;

– способствовать повышению самодисциплины членов НАУФОР, исследовать факты нарушения установленных правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами и выступать арбитром в разрешении споров между членами НАУФОР, между членами НАУФОР и третьими лицами;

– оказывать информационную, методическую, техническую и правовую поддержку деятельности членов НАУФОР.

Во главе ассоциации находится правление, которое реализует ежегодно устанавливаемые Советом НАУФОР направления развития. Совет директоров избирается дважды в год. Заслуживает внимания членство НАУФОР в качестве аффилированного участника в международной организации IOSCO (комиссия по ценным бумагам со штаб-квартирой в Испании).

Чтобы получить членство в СРО НАУФОР, организации нужно иметь соответствующую лицензию от Банка России. Условием членства в СРО является также внесение членом саморегулируемой организации установленных ею вступительных и ежегодных взносов, в том числе взносов в компенсационный фонд СРО.

Взносы дифференцируются в зависимости от имеющихся лицензий – первоначальный взнос зависит от того, ведет ли потенциальный участник депозитарную деятельность, занимается брокерской и (или) дилерской деятельностью, управляет ли инвестиционным портфелем.

В табл. 39 приведен пример годовых членских взносов, который зависит от вида деятельности и размера собственных средств профессионального участника.

Таблица 39

Членские взносы профессиональных участников в СРО НАУФОР

Вид деятельности	Размер собственных средств, рублей	Размер годового членского взноса, рублей
Дилерская, брокерская или только управление ценными бумагами	До 90 млн	130 000
	90 млн – 1 млрд	245 000
	1 млрд – 10 млрд	315 000
	От 10 млрд	495 000
Управление ценными бумагами, совмещаемое с дилерской и (или) брокерской	До 90 млн	185 000
	90 млн – 300 млн	215 000
	300 млн – 500 млн	235 000
	500 млн – 1 млрд	360 000
	1 млрд – 10 млрд	380 000
	10 млрд	540 000
Депозитарная	90 млн	195 000
	90 млн – 300 млн	265 000
	300 млн – 500 млн	295 000
	500 млн – 1 млрд	395 000
	1 млрд – 10 млрд	480 000
	От 10 млрд	540 000
Управление инвестиционными фондами, совмещаемое с управлением ценными бумагами	До 90 млн	160 000
	90 млн – 300 млн	280 000
	300 млн – 1 млрд	475 000
	От 1 млрд	540 000
Инвестиционное консультирование (юридические лица)	–	150 000
Инвестиционное консультирование (индивидуальные предприниматели)	–	100 000
Акционерные инвестиционные фонды	До 1 млрд	300 000
	От 1 млрд	350 000

В 1994 г. была создана *Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев* (ПАРТАД), а с 1997 г. ассоциация является саморегулируемой ассоциацией регистраторов, с 2000 г. – клиринговых организаций, объединяет специализированные депозитарии.

В ассоциации состоят депозитарии, специализированные депозитарии и ведущие регистраторы, их ведение осуществляет Инфраструктурный институт ПАРТАД (ИНФИ). Основная деятельность состоит в работе профильных комитетов ассоциации, членами которых являются представители ведущих компаний на рынке ценных бумаг. Ассоциация создала единственный орган на финансовом рынке, занимающийся проблемами специализированных депозитариев, выполняющих функции контроля за размещением средств паевых инвестиционных фондов, пенсионных резервов и накоплений – Комитет специализированных депозитариев.

ПАРТАД посредством тестирования предоставляемых разработчиками программных продуктов проводит сертификацию программного обеспечения для использования в деятельности регистраторов, депозитариев и специализированных депозитариев.

Одной из функций ассоциации является защита интересов своих членов в случае неправомерных действий по отношению к ним государственных органов, а также интересов владельцев ценных бумаг и клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами ПАРТАД.

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев создала информационные базы данных: «Регистраторы России», «Депозитарии России», «РЭТАН» (регистраторы, эмитенты, трансфер-агенты, номинальные держатели).

Размещение сведений в базах данных ПАРТАД позволяет членам ассоциации представить информацию о себе в наглядной форме, обеспечивающей доступ для всех пользователей.

С 1998 г. СРО ПАРТАД осуществляет программу по разработке и внедрению систем мер снижения рисков, связанных с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, дает рекомендации по управлению рисками, выставляет требования к договорам страхования и страховым организациям, осуществляющим страхование регистраторов и депозитариев. В 2015 г. утверждены Базовый и Специальный стандарты в области управления рисками и внутреннего контроля.

Высшим органом ассоциации является общее собрание ее членов. Руководство деятельностью осуществляет Совет директоров, правление осуществляет руководство текущей деятельностью организации и является коллегиальным исполнительным органом.

Членом ПАРТАД может стать юридическое лицо, имеющее лицензии по осуществлению ведения реестра владельцев именных ценных бумаг, депозитарную деятельность и (или) деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг). Все они обязаны своевременно и в полном объеме уплачивать членские взносы.

Ассоциация форекс-дилеров (АФД) – некоммерческая саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая форекс-дилеров. 17 марта 2016 г. внесена в Единый государственный реестр юридических лиц.

Ассоциация создана в соответствии с требованиями Федерального закона от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка», Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в целях:

– развития финансового рынка Российской Федерации, содействия созданию условий для эффективного функционирования финансовой системы Российской Федерации и обеспечения ее стабильности;

– реализации экономической инициативы профессиональных участников рынка ценных бумаг форекс-дилеров;

– защиты и представления интересов форекс-дилеров в Банке России, федеральных органах исполнительной власти, органах исполнительной власти субъектов Российской Федерации, органах местного самоуправления, судах и международных организациях.

Центральный банк Российской Федерации внес Ассоциацию форекс-дилеров в реестр саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка 12 октября 2016 г.

Профессиональный участник может совмещать несколько видов деятельности:

– клиринговую и депозитарную;

– организацию торговли на рынке ценных бумаг и клиринговую;

– брокерскую, дилерскую, деятельность по управлению ценными бумагами, а также депозитарную.

Банк России выдает лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Вместе с тем Банк России может аннулировать лицензию:

– по заявлению профессионального участника рынка ценных бумаг;

– при неоднократном неисполнении в течение года предписаний Банка России и нарушении требований к предоставлению информации, предусмотренной федеральными законами и нормативными актами при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;

– при нарушении профессиональным участником требования о вступлении в саморегулируемую организацию;

– при признании банкротом профессионального участника рынка ценных бумаг;

– при неосуществлении деятельности в течение более 18 месяцев.

Следует отметить, что количество лицензий уменьшается одновременно с сокращением количества организаций – профессиональных посредников.

Таким образом, необходимость создания, функционирования и развития саморегулируемых организаций обусловлена передачей им государственных полномочий по контролю деятельности субъектов рыночной экономики в целях противодействия избыточному развитию государственных контрольных функций. Орган управления заинтересован в том, чтобы его функции увеличивались количественно

и развивались качественно. В рамках регулирования рыночных отношений развитие и расширение государственного регулирования путем приобретения новых контрольных функций и задач будет неизбежно увеличивать нагрузку на бизнес. Делегируя функции контроля институту саморегулирования, государство резко сокращает объем контрольных функций и создает механизм, который предотвращает возникновение новых избыточных функций у государственных органов исполнительной власти и одновременно способствует цивилизованному развитию рынка ценных бумаг.

Глава 15

СОВРЕМЕННЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

15.1. Структурные (структурированные) цифровые продукты

Рынок ценных бумаг с момента своего появления демонстрирует особенный путь развития. Акция обращается сама по себе и олицетворяет фиктивный капитал, выраженный в своеобразном цифровом измерении. Облигация демонстрирует долг эмитента перед ее владельцами, а процентная ставка дает ответ на величину этого долга. Депозитарные расписки, инвестиционные паи, ипотечные и клиринговые сертификаты участия, фьючерсные и опционные контракты – это все цифровые активы и все участники рынка ценных бумаг к этому относятся как к данности, что иначе и быть не может. В настоящее время цифровые активы на рынке ценных бумаг, в целом на финансовом рынке стремительно усложняются.

Современные структурные продукты лишний раз показывают, что цифровизация является необходимым условием дальнейшего развития финансового рынка и будущее здесь имеет перспективы. Присутствие рискованных активов порождает рыночную неопределенность, их повышенная волатильность не может быть преодолена каким-либо одним финансовым инструментом, нужна комбинация активов, их взаимодополнение.

Структурные (*структурированные*) *продукты* можно отнести к классу гибридных финансовых инструментов, которые представляют собой инструменты, сконструированные из двух или нескольких элементарных (базовых) финансовых инструментов, соответственно, ценообразование на гибридный инструмент связано с более чем одним ценовым показателем.

Структурный продукт – это комплексный финансовый инструмент с заранее установленными условиями выплат и возврата инвестированного капитала. Выплаты по нему зависят от изменения стоимости базового актива, к которому он привязан, а их характер и периодичность определены компонентами структурированного продукта – ценными бумагами (преимущественно долговыми инструментами) и производными финансовыми инструментами. На рис. 63 показан алгоритм создания гибридных финансовых инструментов.

К производным финансовым инструментам, базисным активом которых является наступление обстоятельства, являющегося кредитным событием (далее – кредитные производные финансовые инструменты), относятся также финансовые инструменты, представляющие собой комбинацию долговой ценной бумаги и кредитного производного финансового инструмента (далее – кредитные ноты – «Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», утверждено Банком России 03.12.2015 г. № 511-П).

Рис. 63. Алгоритм создания гибридных финансовых инструментов

Полная классификация структурированных продуктов представлена на рис. 64.

Структурированные продукты состоят из двух частей: безрисковой и доходной. Безрисковая часть предполагает вложение свободных денежных средств в финансовые инструменты с фиксированной доходностью (банковские вклады облигаций и т. п.). Доходная часть состоит из денежных средств, вложенных в финансовые инструменты, приносящих высокий доход в случае наступления благоприятного события на рынке и возможности отказаться от сделки в случае наступления нежелательного события (как правило, опционов).

С помощью структурированных продуктов можно решить многие задачи (рис. 65).

Принцип формирования структурированного продукта может быть следующим. Инвестируемые средства распределяются между инструментами с фиксированной доходностью (защитная, безрисковая часть), задача которых обеспечить возвратность капитала, и рыночными инструментами (активная, доходная часть), которые дают возможность участвовать в росте базового актива (акции, индекс, товар и другие активы).

Риски сопряжены с рисками базового актива. Если это банковский вклад, то это риск банка, если это долговой инструмент – риск эмитента. Сохранность капитала обеспечивается на дату окончания стратегии.

На рис. 66. приведена сравнительная характеристика риска-доходности инвестиционных продуктов.

Технология формирования структурированного продукта может быть следующей (рис. 67). Инвестор выбирает структурированный продукт, ориентируясь на его основные параметры:

– уровень защиты капитала, показывает процент инвестированной суммы, которую инвестор гарантированно получит назад (может быть 100 %);

Рис. 64. Классификация структурированных продуктов

– коэффициент участия показывает, какую часть от потенциальной доходности базового актива может получить инвестор на конец периода инвестирования;

– сумма инвестиций;

– срок инвестирования.

При благоприятном движении цен на рынке инвестор получает значительную прибыль, которая складывается из гарантированного дохода от вложения в безрисковые финансовые инструменты и доходов от инвестиций в рискованные активы. Если результаты вложений в рискованные финансовые инструменты будут отрицательными, то гарантированный доход от первой части инвестиций, при максимальном уровне защиты, позволит избежать убытков.

Коэффициент участия показывает, какая часть от потенциальной доходности базового актива будет выплачена инвестору в конце периода инвестирования.

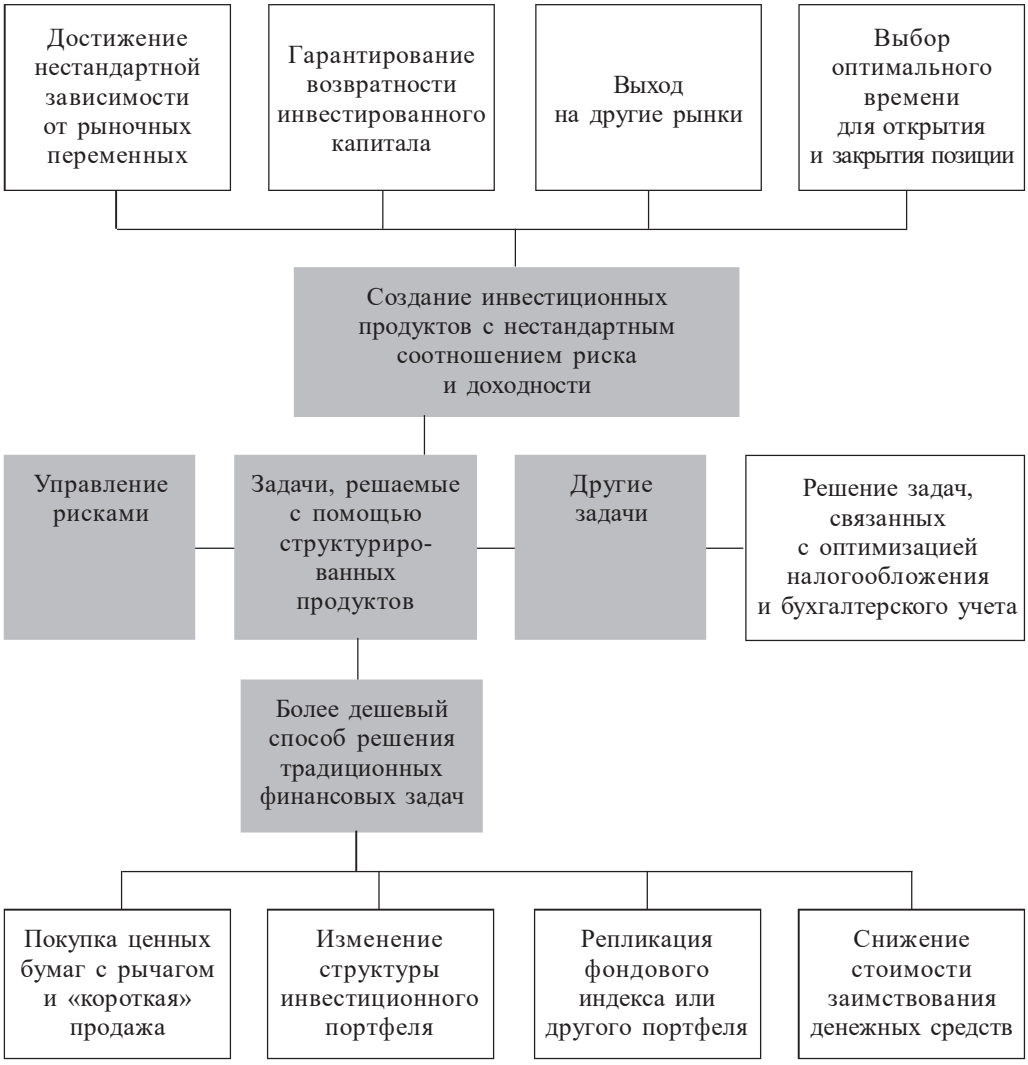


Рис. 65. Задачи, решаемые с помощью структурированных продуктов

Коэффициент участия зависит:

– от процентной ставки по защищенной части (чем больший процент по фиксированной части получает инвестор, тем большую сумму он может разместить в опционы, тем выше получится коэффициент участия);

– от рыночной стоимости опционов на момент покупки (чем меньше рыночная стоимость опционов (премия), тем большее количество опционов инвестор может купить, тем выше получится коэффициент участия).

Структурированные продукты внешне выглядят сложными и недоступными неквалифицированному инвестору, как какой-то уникальный продукт. С этим утверждением можно согласиться, а можно и опровергнуть его. В условиях повы-

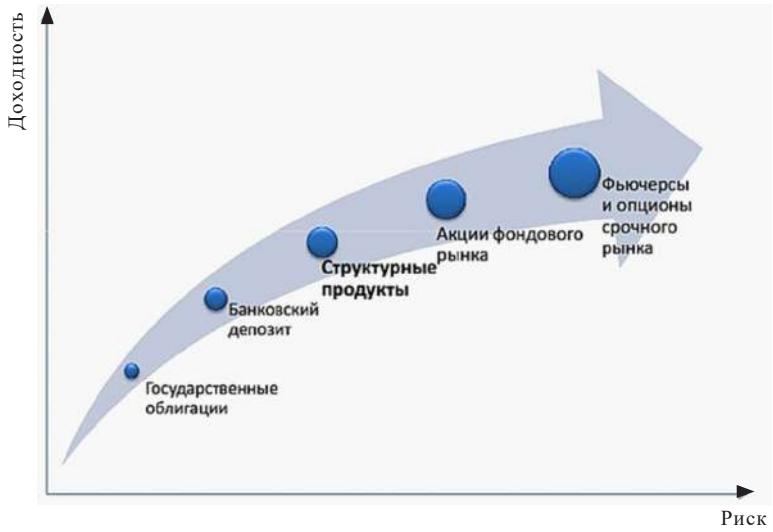


Рис. 66. Сравнительная характеристика риска/доходности инвестиционных продуктов

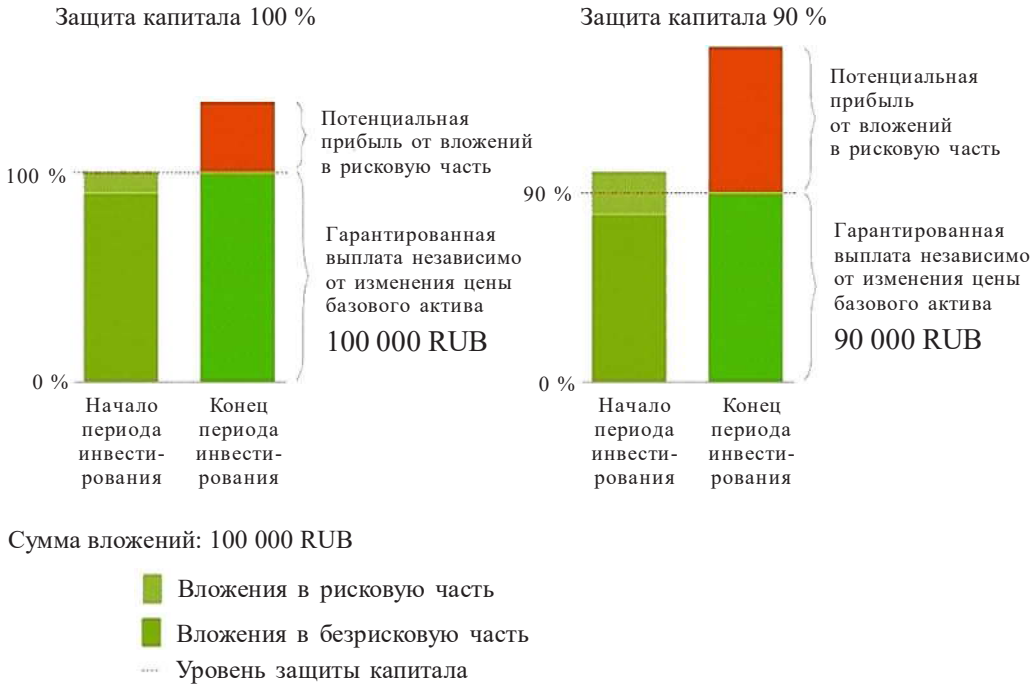


Рис. 67. Технология формирования структурированного продукта

шенной неопределенности на финансовых рынках, когда неизвестно направление движения рынка, когда есть ожидания проявления кризисных явлений на рынках, структурированные продукты очень востребованы. Именно в этой ситуации инвестор готов пожертвовать гарантированным доходом, чтобы при благоприятном движении рынка получить существенно большую доходность.

Но риски, связанные с дефолтом эмитента облигаций, отзывом лицензии банка (при сумме вложений во вклад большей, чем гарантирует возврат система страхования вкладов), могут привести к очень негативным последствиям. Следует отметить, что в приведенном примере отрицательный результат ждет и просто вкладчиков банков.

15.2. Финансовые технологии на рынке ценных бумаг

Основные направления развития финансовых технологий на период до 2020 г. (далее – Основные направления) определяют основные цели и задачи развития инновационных технологий на финансовом рынке Российской Федерации, среди которых поддержка инноваций и обеспечение доступности финансовых продуктов и услуг для населения и бизнеса, что в перспективе будет способствовать устойчивому развитию и повышению конкурентоспособности финансового сектора.

На начало 2019 г. на финансовом рынке Российской Федерации наблюдается ряд трендов, формирующих предпосылки для стимулирования и развития финансовых технологий, в числе которых:

– низкая маржинальность банковских услуг;

– преобразование участниками финансового рынка своих бизнес-моделей и стремление к созданию экосистем;

– увеличение проникновения финансовых услуг за счет их цифровизации;

– потеря банками монополии на оказание традиционных (платежных и иных) услуг, а также приобретение нефинансовыми организациями значительной роли на финансовом рынке;

– стремление банков к партнерствам со стартапами и технологическими компаниями.

В соответствии с результатами исследований наиболее перспективными финансовыми технологиями являются:

– *Big Data* и анализ данных;

– мобильные технологии;

– искусственный интеллект;

– роботизация;

– биометрия;

– распределенные реестры;

– облачные технологии.

Развитие финансовых технологий модернизирует традиционные направления оказания финансовых и иных услуг, в которых появляются инновационные продукты и сервисы для конечных потребителей.

Наиболее характерным для рынка ценных бумаг является управление капиталом на основе следующих инновационных продуктов и сервисов:

– робо-эдвайзинг;

– программы и приложения по финансовому планированию;

– социальный трейдинг;

– алгоритмическая биржевая торговля;

– сервисы целевых накоплений и иное.

С развитием цифровых технологий возникают и риски, связанные с ростом киберугроз, требующих оперативного и своевременного мониторинга, обнаружения, оценки и разработки соответствующих мер по их предотвращению либо минимизации их возможных последствий.

Создание и развитие платформы для удаленной идентификации позволит перевести финансовые услуги в цифровую среду, повысить доступность финансовых услуг для потребителей, в том числе людей с ограниченными возможностями, пожилого и маломобильного населения, а также увеличить конкуренцию на финансовом рынке. Создание платформы для удаленной идентификации обеспечит дистанционное получение услуг физическими лицами с использованием единой системы идентификации и аутентификации (ЕСИА) и биометрической системы.

Планируемая к внедрению платформа «Маркетплейс» позволит обеспечить возможность поиска и удобного предоставления востребованных финансовых услуг и продуктов для клиентов всеми участниками рынка наряду с другими финансовыми площадками, в том числе с применением чатов, ботов и робо-эдвайзинга. Платформа будет предусматривать консолидацию данных по предложениям участников финансовой экосистемы, анализ потребностей и персонализацию предложений для клиентов.

RPA (Robotics Process Automation) представляет собой программное обеспечение (ПО), которое имитирует действия человека для выполнения операций в рамках бизнес-процессов.

В свою очередь чат-боты – это ПО, которое имитирует речевое поведение человека (устно или письменно) при общении с собеседником.

И RPA, и чат-боты призваны автоматизировать рутинные и часто выполняемые процессы, производимые инвестиционными компаниями и банками на регулярной основе. По оценкам роботизация процессов позволяет устранить 80–95 % операционных ошибок и сократить стоимость процесса на 30–75 %, не прибегая к каким-либо реорганизациям.

Роботизированные процессы обладают следующим рядом преимуществ перед использованием ручного труда:

– снижение стоимости выполнения рутинных операций, интеграция и автоматизация;

– снижение количества ошибок и улучшения качества выполняемых процессов;

– возможность увеличения обрабатываемых объемов информации;

– повышение скорости выполнения процессов.

В зависимости от сложности возложенных задач чат-боты можно разделить на три типа:

1. Запрос информации с помощью кнопок – наиболее простой с точки зрения разработки чат-бот, позволяющий предоставить быстрый и точный ответ на вопрос, предусмотренный в базе знаний. Основным недостатком такого типа ботов является их ограниченность (невозможность предоставления информации за пределами кнопок) и сложность применения при расширении предлагаемого функционала. Такой тип чат-бота является самым дешевым в разработке решением.

2. Запрос информации через простые вопросы – «продвинутая» версия кнопочного бота, который обрабатывает вопросы, сформированные в свободной форме, анализирует ключевые слова и осуществляет поиск по нескольким базам знаний одновременно. Такой тип бота требует больше времени на разработку по сравнению с «кнопочной» версией, при этом он может взять на себя большее количество запросов, является более дорогим в разработке по сравнению с «кнопочным» ботом.

3. Наиболее «умный» тип чат-бота, осуществляющий работу с самыми сложноструктурированными вопросами пользователей. Бот анализирует сочетания слов и сравнивает запрос с накопленной историей, прежде чем давать ответ. Такой тип бота подразумевает применение технологий машинного обучения, а следовательно, требуется время не только на разработку, но еще и на обучение правильным связкам «вопрос – ответ». Наиболее дорогой в разработке по сравнению с остальными типами ботов.

Наиболее существенное снижение нагрузки на подразделения инвестиционных компаний и банков будет происходить при совмещении всех трех типов чат-ботов.

Применение чат-ботов может присутствовать в следующих процессах операционного блока инвестиционной компании или банка:

1. Уточнение информации об указании кода услуг в клиентских документах. В таком случае чат-ботом происходит направление информации о кодировке предоставляемых клиентских услуг для дальнейшего корректного отображения данных в системах банков и инвестиционных компаний.

2. Направление уведомлений о существенных событиях. Происходит формирование автоматизированных сообщений о событиях внутри системы, которые требуют внимания операционного блока. Также можно настроить уровни принятия решений для того, чтобы выбрать в качестве адресата уведомления руководителя или рядового сотрудника.

3. Маршрутизация поступающих в операционный блок запросов. При поступлении запроса от одного из пользователей будет сформирована рекомендация об обращении к одному из сотрудников операционного блока на основании анализа запроса.

4. Формирование отчетов о работе подразделения. В данном случае происходит подготовка управленческих отчетов на основании доступной информации

для чат-бота и при учете прав доступа. Отчеты могут включать в себя количественные и качественные показатели, а также показывать сравнение между ними.

В качестве результата внедрения чат-ботов в вышеуказанные и аналогичные процессы отмечаются такие позитивные улучшения в работе инвестиционных компаний, как повышение скорости, качества работы и снижение нагрузки, возлагаемой на сотрудников.

Переход на систему единого мегарегулятора финансового рынка в России уже позволил унифицировать взаимоотношения регулятора со всеми участниками финансового рынка. Успешно запущен дистанционный надзор, обеспечен старт диалога с рынком, как по регулированию, так и в целях надзора, осуществлено создание первых рабочих групп по обсуждению важных проектов нормативных актов с участием представителей компаний и саморегулируемых организаций.

В современных условиях реализован новый подход к регулированию маржинальной торговли, который позволит более уверенно проходить рыночные шоки, в том числе аналогичные кризису ликвидности 2014 г. (Указание Банка России от 18.04.2014 г. № 3234-У «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов» (с изменениями и дополнениями). С 01.07.2019 г. вступило в силу новое Указание Банка РФ № 4928-У о требованиях к брокерской деятельности при совершении игроками маржинальных сделок, приводящих к возникновению непокрытых позиций клиента, а также к контролю за возникающими при этом рисками.

Менять регулирование понадобилось для создания более эффективного механизма контроля за рисками при совершении маржинальных операций за счет включения в расчет обеспечения позиций по производным финансовым инструментам.

Основное отличие нового указания от действующего в настоящее время документа заключается в том, что при осуществлении контроля за рисками брокер сможет учитывать не только позиции по ценным бумагам и денежным средствам, но и по фьючерсным контрактам. Это позволяет при сохранении того же «плеча» совершать больше операций, например, использовать фьючерсный контракт на хеджирование позиции клиента по непокрытым сделкам с ценной бумагой или иностранной валютой. Поскольку величина риска будет меньше, это позволит клиенту совершать большее количество сделок при том же размере обеспечения.

Саморегулирование непокрытых сделок в целом остается прежним, несколько меняются технические детали расчетов, и для участников рынка потребуется доработка IT-систем.

Установлены новые требования к отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ):

– для некредитных финансовых организаций (НФО) введены новые базовые формы: 402 (Сведения об аффилированных лицах), 415 (Отчет о ценных бумагах), 417 (Отчет о внебиржевых сделках), 418 (Сведения об осуществлении деятельности и т. д.);

– аналогичная отчетность для кредитных организаций (КО) вынесена в отдельный нормативный акт.

На рынке ценных бумаг происходит эффективное выявление схем недостоверного подтверждения прав на ценные бумаги недобросовестными депозитариями в целях фиктивного формирования активов страховых компаний, банков и НФО. С 2014 по 2016 г. было выявлено 18 таких депозитариев.

Появление нового вида профессионального участника рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) – форекс-дилера (принят пакет актов: требования к деятельности (Указание Банка России от 02.09.2015 г. № 3773-У «Об отдельных требованиях к деятельности форекс-дилера»), к работникам (Указание Банка России от 01.09.2015 г. № 3770-У «О функциях работников форекс-дилера, определяемых для целей пункта 1.1 статьи 10.1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", и требованиях к работникам форекс-дилера») и внутреннему учету (Указание Банка России от 02.09.2015 г. № 3772-У «О порядке и сроках ведения форекс-дилером учета заключаемых договоров и операций, совершаемых в связи с их исполнением»).

За последние годы проведена реформа ДУ, в том числе закреплена обязанность управляющего выявлять интересы клиента и руководствоваться ими при осуществлении ДУ, запущен инструмент «стандартных стратегий», что привело к большей защищенности клиентов и притоку клиентов на рынок. Указание Банка России от 28.12.2015 г. № 3921-У «О составе, объеме, порядке и сроках раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» установило требования к наличию у профессиональных участников официальных сайтов в сети Интернет, структуре таких сайтов, перечню и срокам раскрытия профессиональными участниками на таких сайтах информации (выданные лицензии, членство в СРО, в отношении брокеров – о допуске к торгам, к клиринговому обслуживанию, в отношении депозитариев – условия осуществления депозитарной деятельности, образцы документов, ДУ – перечень организаций, в которых открыты счета депо, участников торгов, совершающих сделки по поручению ДУ, регистраторов – перечень филиалов, трансфер-агентов, список эмитентов, реестров, правила ведения реестра владельцев ценных бумаг).

Реализован проект «Красная зона», который позволил вывести с рынка ценных бумаг большинство недобросовестных участников, в 2016 г. с рынка ушло 209 организаций, в том числе по нарушению 91 (43,5 %). По оставшимся поднадзорными организациям были сформированы досье, в которые стала собираться вся надзорно значимая информация (материалы, содержащие сведения о компании, материалы по результатам надзорных мероприятий, материалы, содержащие информацию по внутренним процессам, заключения по оценке финансового состояния и т. д.).

Осуществлено реформирование нормативной базы по учетной инфраструктуре, что способствовало установлению единых требований для депозитариев КО и НФО, сокращению длины депозитарных цепочек, исключению возможности использования ценных бумаг для формирования фиктивного капитала, обеспечению хранения депозитариями учетных данных в электронных базах данных.

В вопросах совершенствования регулирования брокерской деятельности предложены новые подходы к регулированию различных моделей брокерской деятельности (кроссагентирование), определены фидуциарные обязанности брокера, предложены меры по регулированию конфликта интересов, меры по защите имущества клиентов.

Предпринимаются усилия по внедрению пруденциального регулирования на рынке ценных бумаг:

– установлены общие требования к организации системы управления рисками для ПУРЦБ, к процессам и мероприятиям, документации и персоналу в зависимости от вида деятельности и характера совершаемых операций (Указание Банка России от 21.08.2017 г. № 4501-У «О требованиях к организации профессиональным участником рынка ценных бумаг системы управления рисками, связанными с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и с осуществлением операций с собственным имуществом, в зависимости от вида деятельности и характера совершаемых операций»);

– установлен порядок расчета показателя краткосрочной ликвидности (ПКЛ), направленного на обеспечение у брокера надежного уровня ликвидности и возвратности средств клиентов по их требованию (Указание Банка России от 06.06.2017 г. № 4402-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности в части расчета показателя краткосрочной ликвидности при предоставлении клиентами брокера права использования их денежных средств в его интересах»);

– установлен порядок расчета показателя достаточности капитала (ПДК) дилеров, брокеров, управляющих, форекс-дилеров, направленного на обеспечение надежного уровня достаточности капитала путем улучшения качества активов за счет формирования пула активов с меньшими рисками (Указание Банка России от 30.11.2017 г. № 4630-У «О требованиях к осуществлению дилерской, брокерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами и деятельности форекс-дилеров в части расчета показателя достаточности капитала»);

– модернизированы подходы к ведению внутреннего учета на основе существующих практик и стандартов международного регулирования, что позволило уйти от излишней детализации и расширить объем информации, которую можно получить из данных учета (Положение Банка России от 31.01.2017 г. № 577-П «О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»).

В вопросах совершенствования регулирования дилерской деятельности предложен концептуальный подход к расширению определения дилерской деятельности. Разработана Концепция о внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части совершенствования дилерской деятельности.

Регулятор опубликовал Концепцию пропорционального регулирования, где установлены показатели, необходимые для категоризации профессиональных участников в целях развития пропорционального регулирования (условно на малых, средних и крупных) (Указание Банка России от 17.12.2018 г. № 5013-У «О вне-

сении изменений в Положение Банка России от 27.07.2015 г. № 481-П «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг» (зарегистрировано в Минюсте России 22.01.2019 г. № 53485)).

Внедрен Стандарт надзорной деятельности Банка России в отношении некредитных финансовых организаций, принят пакет нормативных актов по регулированию деятельности инвестиционных советников, устанавливающих минимально необходимые требования к цивилизованному осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию.

Концепция и законопроект по сегрегации предусматривают создание унифицированного режима обособления активов клиентов для кредитных и некредитных организаций, осуществляющих профессиональную деятельность, в том числе при использовании субброкерских схем.

В рамках централизации надзорных процедур мегарегулятор провел:

– анализ показателей по всему рынку (выявление некачественных активов в субброкерских схемах, конфликта интересов в случае приобретения за счет средств клиента ценных бумаг связанных компаний и т. д.) для выявления надзорных фактов;

– автоматизированный расчет триггеров (на основе данных отчетности, бирж и т. д.) по утвержденной методологии для использования кураторами;

– проведение стресс-тестирования ликвидности и капитала на основе утвержденной методологии и разработанных сценариев и автоматизации;

– автоматический расчет риск-профиля на основе данных отчетности и бирж для предоставления кураторам и последующая консолидация результатов в единую «цветовую» карту по отрасли;

– реализация стандартных выгрузок (по биржевым и внебиржевым оборотам, котировкам, рэнкингам и т. д.) для кураторов в ЦБ РФ;

– разработка и обновление аналитических таблиц (по основным финансовым показателям и показателям деятельности организаций: финансовый результат, клиенты, обороты, активы и т. п.).

На основании надзорных фактов куратор ЦБ РФ ведет досье на каждого поднадзорного. Куратор дает экспертную оценку каждому сработавшему триггеру и при необходимости запускает комплекс надзорных мероприятий. Куратор получает детальную информацию о значимых факторах по каждому виду риска и может заранее спрогнозировать появление проблем в тех или иных областях. К автоматически рассчитанному по последним отчетным данным риск-профилю куратор добавляет информацию поведенческого надзора и экспертное мнение для получения комплексной оценки поднадзорного, использование данных о сделках, обо-

ротах, котировках и иной информации при составлении заключений и осуществлении мероприятий дистанционного надзора.

Введен мониторинг технологий на финансовом рынке. С декабря 2018 г. 12 регистраторами проводится тестирование первого компонента системы «Титан» (трансфер-агентское обслуживание). Система разработана с применением технологии блокчейн. Система позволит каждому зарегистрированному лицу использовать «консолидированный» личный кабинет, где будет отражаться информация обо всех ценных бумагах лица у различных регистраторов.

На базе финансовых технологий крупнейшими банками и депозитариями реализуется проект децентрализованного депозитарного учета электронных закладных на технологии блокчейн с участием Росреестра. В рамках проекта создается узел ЦБ РФ для проведения надзорных мероприятий и возможности подтверждения данных о наличии ценных бумаг без дополнительного запроса в депозитарий (модель, схожая с витринами данных). Опубликованное 28.12.2018 г. на сайте ЦБ РФ Указание № 4944-У (регулирует депозитарный учет электронных закладных) предоставило депозитариям возможность отражения операций зачисления и списания электронных закладных.

Российский рынок робо-эдвайзинга (программных алгоритмов, самостоятельно подбирающих наиболее подходящий вариант распределения активов для инвестора) только начинает развиваться. По результатам мониторинга сети Интернет установлено, что услуги с использованием термина «робо-эдвайзинг» на 01.01.2019 г. активно предлагают 9 организаций.

Термин «робо-эдвайзинг» используется российскими компаниями чаще всего в маркетинговых целях – с целью привлечения клиентов для продажи им собственных продуктов/сервисов.

Регистраторы расширяют возможности для своих клиентов через сервисы удаленного доступа (личный кабинет). Проведено тестирование мобильного приложения одного регистратора, позволяющего голосовать владельцам ценных бумаг на собрании акционеров и контролировать состояние своих лицевых счетов. Приложение расширяет возможности акционеров и повышает удобство участия в корпоративной жизни акционерных обществ.

25 % опрошенных ПУРЦБ планируют использование программы автоследования в своей деятельности. Регулятор развитие данного продукта связывает с деятельностью по инвестиционному консультированию, необходимости установления требований к раскрытию информации, а также системы определения вознаграждения с целью исключения регуляторного арбитража с доверительным управлением.

Результатом реформы регулирования деятельности центрального контрагента стало его выделение в отдельный вид небанковской кредитной организации и формирование комплексной риск-ориентированной модели регулирования его деятельности. Реформирование института центрального контрагента позволило снизить системные риски и обеспечить стабильность функционирования российского финансового рынка, снизить издержки участников финансового рынка и соз-

дать условия для централизованного клиринга по широкому кругу финансовых инструментов, включая внебиржевые производные финансовые инструменты.

Под финансовой стабильностью понимается бесперебойное и эффективное функционирование финансового рынка, в том числе процесса по трансформации сбережений в инвестиции, его устойчивость к внутренним и внешним шокам. Обеспечение финансовой стабильности снижает издержки экономики от реализации финансовых рисков, повышает предсказуемость стоимости капитала для экономических субъектов, обеспечивает непрерывность предоставления услуг и предотвращает нарастание структурных дисбалансов. Защищенность от шоков, в свою очередь, снижает премию за системный (рыночный) риск, закладываемую в стоимость финансовых продуктов, повышая доступность финансовых услуг для потребителя.

Модель финансового рынка России во многом схожа с моделями других стран с формирующимися рынками. Ее основными чертами являются доминирование банков над некредитными финансовыми организациями, опора экономических агентов при инвестировании на собственные средства, преимущественная роль бюджетного и межфирменного каналов в перераспределении финансовых ресурсов по сравнению с каналом финансового посредничества. Слабое развитие рынка капитала и отсутствие прочного базиса институциональных инвесторов в лице страховых компаний и пенсионных фондов ограничивают возможности экономики по трансформации сбережений населения в долгосрочные инвестиции, необходимые для устойчивого роста экономики и повышения благосостояния граждан. Устойчивый рост экономики страны невозможен без притока инвестиций, который во многом определяется доступностью капитала. Создание условий, способствующих расширению возможностей для привлечения финансирования широким кругом экономических агентов, является одной из ключевых задач Банка России. Необходимым элементом доступности капитала является формирование на финансовом рынке устойчивого базиса в лице институциональных инвесторов, в первую очередь негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов, а также населения. Важную роль играет также развитость инфраструктуры и инструментария, наличие конкурентной и доверительной среды, стабильность функционирования финансового рынка. Другой важной стороной доступности является возможность потребителей использовать финансовые продукты, необходимые им в течение жизни и в процессе хозяйственной деятельности.

Выделяются четыре аспекта доступности финансовых услуг:

– физическая;
– ценовая;
– ассортиментная;
– ментальная.

Обеспечение доступности финансовых услуг для всех членов общества является важной социально-экономической задачей. Повышение проникновения финансовых услуг способствует росту финансового рынка и развитию конкуренции,

стимулирует экономический рост. Банк России уделяет особое внимание повышению скорости и качества доступа к финансовым услугам для потребителей из отдаленных районов и сельской местности, субъектов малого и среднего предпринимательства, групп населения с ограниченным доступом к финансовым услугам (лиц с низким уровнем дохода, людей с инвалидностью, пожилых и других маломобильных групп населения). Для населения, имеющего доступ к сети Интернет, Банк России работает над повышением скорости и качества доступа к финансовым услугам.

В развитии финансового рынка необходимо учитывать ограничение доступа финансовых институтов к внешним рынкам капитала вследствие введенных рядом стран финансово-экономических санкций в отношении России. Внутренних резервов, в том числе финансовых, в стране тоже достаточно. Здесь необходимо учитывать специфику развития рынка ценных бумаг. К особенностям его развития относится довольно высокий уровень концентрации капитала в отдельных секторах, в первую очередь, в банковском, где на пять крупнейших кредитных организаций приходится 60,4 % совокупных активов всего сектора. Активность населения на рынке ценных бумаг остается чрезвычайно низкой. В структуре сбережений населения доминируют банковские депозиты, что во многом обусловлено мерами Банка России, укрепившими надежность банковской системы, в том числе стабильностью функционирования системы страхования вкладов, а также исторически низким доверием к небанковским финансовым посредникам из-за деятельности теневых и недобросовестных участников рынка. Недобросовестность продавцов финансовых услуг порождает ответную реакцию со стороны потребителей. Уровень доверия граждан к финансовым организациям крайне неоднороден, но 26 % граждан считают невозврат кредита допустимым, а 38 % полагают, что небольшая задержка во внесении платежей по кредиту – явление, близкое к нормальному.

По уровню концентрации российский банковский сектор находится в середине списка стран, входящих в ЕС, причем существенно ближе к странам с низкими показателями концентрации. В 16 странах ЕС доля пяти крупнейших банков существенно выше: максимальная концентрация – в Греции (97,0 %), Эстонии (90,3 %) и Литве (90,1 %). В 12 странах ЕС концентрация ниже, в частности, в Люксембурге (26,2 %), Германии (29,7 %), Австрии (36,4 %).

На конец 2018 г. объем депозитов населения в российских банках составил 28,5 трлн руб. (27,6 % ВВП).

В ближайшие годы особое внимание следует уделить:

– развитию конкурентной среды на финансовом рынке;

– реализации потенциала финансового рынка по трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции (развитие источников и инструментов рынка капитала);

– внедрению комплекса мер по повышению доверия на финансовом рынке – увеличению прозрачности и чистоты функционирования рынка, устранению

практик недобросовестного поведения, управлению конфликтом интересов, повышению культуры функционирования финансовой среды;

– поиску инструментов проактивного надзора на финансовом рынке.

Получение услуги «в один клик» – быстро складывающийся новый «стандарт» потребительских привычек на рынке ценных бумаг. С учетом сопутствующей тенденции к стандартизации финансовых продуктов создаются предпосылки для платформенных решений их доставки до потребителей.

Ключевым фактором в такой модели становится эффективность, т. е. низкие удельные издержки, от которых зависят цена и удобство доставки финансового продукта пользователю. Здесь может сказаться конкурентное преимущество крупных технологических компаний, получающих возможность монетизировать накопленные ими массивы данных о потребителях. Указанная модель в случае реализации может кардинальным образом изменить конкурентную среду на финансовом рынке. В то же время традиционные финансовые институты ради выживания будут вынуждены трансформироваться. Помимо открывающихся возможностей широкое внедрение финансовых технологий несет в себе потенциальные риски для участников рынка и стабильности финансового рынка, управление которыми может потребовать нестандартных методов. Очевидно, что оптимальные меры по регулированию данной сферы не должны сдерживать инновации, что потребует достижения разумного баланса между защитой прав потребителей, их персональных данных и рыночной эффективностью. Стимулирование внедрения финансовых технологий осуществляется посредством создания благоприятной технологической и регуляторной среды для тестирования и внедрения инноваций. Важной мировой тенденцией является применение новых технологий для повышения эффективности деятельности регуляторов.

На российском финансовом рынке данная тенденция выражается в совершенствовании механизмов взаимодействия Банка России и поднадзорных организаций: развитие личного кабинета участника информационного обмена, использование новых форматов предоставления надзорной информации и т. д. С другой стороны, встречное направление предполагает использование уже поднадзорными финансовыми организациями инновационных технологий для повышения эффективности выполнения регуляторных требований и управления рисками, что позволяет финансовым организациям быстрее и с меньшими затратами осуществлять требования внутреннего контроля. Будущее российского рынка ценных бумаг зависит в том числе от ответов на вопросы, которые ставят финансовые технологии, поскольку цифровизация, повышая доступность, удобство пользования финансовой услугой и снижая ее цену, создает новые и усложняет прежние. Непредвиденные сбои могут вызвать масштабные последствия (порождая ценовые шоки, риски непрерывности функционирования, синхронное поведение алгоритмов), создавая угрозы финансовой стабильности, в том числе на глобальном уровне. Использование искусственного интеллекта и машинного обучения связано с проблемами интерпретации и проверки данных математических моделей участников рынка, которые могут приводить к ошибочным решениям и повышению рисков

для финансовой стабильности. Медленные процедуры изменения регуляторной среды (не менее года) по сравнению с быстрыми процессами внедрения финансовых инноваций (*time-to-market* менее трех месяцев), размывание традиционных границ финансового рынка, усиление фрагментации и сложности устройства финансового сектора создают вызовы традиционной системе регулирования. Использование технологий «больших данных» (*Big Data*) способствует привлечению и удержанию клиентов – потребителей финансовых услуг, формированию конкурентной среды, противодействию мошенничеству в финансовой сфере, но одновременно сопряжено с рядом рисков. Среди них – риски потери управления, контроля над данными и их несанкционированного использования, ограничения конкуренции в части доступа к персональным данным, неоптимальности сбора и хранения данных, ошибок в интерпретации данных специалистами и пользователями.

В целях решения обозначенных проблем мероприятия Банка России должны быть направлены:

– на развитие накопительной пенсионной системы;

– пропорциональное регулирование финансового сектора с целью снижения (оптимизации) регуляторной нагрузки в условиях низких процентных ставок;

– развитие инструментов долгосрочных инвестиций (акции, долгосрочные облигации);

– развитие инструментов хеджирования ценовых рисков;

– последовательную и прозрачную политику, а также своевременную коммуникацию по всем направлениям деятельности Банка России, нацеленную на снижение инфляционных ожиданий и повышение доверия к политике регулятора и финансовому рынку.

Реализация проекта «Маркетплейс» – системы для дистанционной розничной дистрибуции финансовых продуктов (услуг) и регистрации финансовых сделок – позволит обеспечить равный доступ пользователям услуг к финансовому рынку, будет способствовать развитию конкуренции и повышению безопасности предоставления финансовых сервисов. Для эффективного функционирования системы Банк России планирует создать прозрачную и стимулирующую регуляторную среду с учетом опыта пилотного запуска системы. Информация о заключенных сделках на платформе и позициях по ним будет вестись единым регистратором финансовых транзакций, выполняющим в системе роль «золотого источника правды». Планируется, что клиент сможет видеть информацию по всем заключенным сделкам в своем личном кабинете и получать по запросу выписки из реестра. Создание платформы цифрового профиля направлено на формирование удобной и безопасной инфраструктуры для обмена данными между государством и бизнесом в режиме онлайн, позволяющем гражданам управлять своими цифровыми данными. Создание такой среды позволит упростить доступ организаций к государственным данным, улучшить клиентский опыт при предоставлении коммерческих и государственных услуг, кроме того, в период 2019–2021 гг. Банк России планирует реализовать ряд мероприятий, облегчающих функционирование платформенных решений, в том числе создание регуляторной среды для функционирования роботов-совет-

ников, обеспечивающей защиту прав пользователей роботов-советников и расширение возможностей их применения на финансовом рынке. Необходимым условием для цифровизации финансового рынка является защищенность финансовых организаций и их клиентов от киберугроз. Банк России занимается разработкой национальных стандартов по информационной безопасности, внедрение которых будет способствовать росту доверия участников к финансовым технологиям.

В этой области Банк России намерен сосредоточить свои практические действия на мерах:

– по увеличению доступности линейки инвестиционных инструментов долевого и долгового финансирования (облигаций, ограниченных в обороте, конвертируемых ценных бумаг, неголосующих привилегированных акций);

– по дальнейшему упрощению процедуры регистрации выпусков ценных бумаг, связанному прежде всего с обеспечением технической возможности электронной регистрации выпусков ценных бумаг без представления эмиссионных документов на бумажном носителе;

– по дальнейшему упрощению доступа инновационных компаний и субъектов малого и среднего предпринимательства к традиционным механизмам долевого и долгового финансирования, а также развитию альтернативных механизмов привлечения капитала с использованием коллективного управления в области финансирования;

– по совершенствованию регулирования индивидуальных инвестиционных счетов.

Другим приоритетным проектом должно стать создание индивидуального инвестиционного капитала как формы накопления пенсионного капитала. Долгосрочный характер накоплений, формируемых за счет «пенсионных денег», позволит управляющим применять инвестиционные стратегии с длинным горизонтом и повышенной доходностью без принятия повышенного риска. Банк России также намерен способствовать развитию инструментов финансирования инвестиционных проектов для российских и иностранных инвесторов (в том числе мезонинного финансирования), создавая тем самым условия для притока в экономику долгосрочных финансовых ресурсов.

Существующее законодательство обязывает финансовых посредников, клиринговые центры и управляющих проводить разделение активов в зависимости от специфики их деятельности. Однако законодательство о несостоятельности (банкротстве) в недостаточной мере учитывает сложность корреспондентских отношений между финансовыми институтами при обслуживании клиента. Более того, кредитные организации, осуществляя профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, в принципе не разделяют собственные и клиентские средства (кроме случаев доверительного управления). В итоге средства клиентов могут быть смешаны с собственными активами несостоятельного финансового института и войти в конкурсную массу. Наличие подобных рисков свидетельствует о том, что существующие правовые механизмы нуждаются в совершенствовании для обеспечения должного уровня защиты инвестора от банкротства обслуживаю-

щих его финансовых институтов. В целях формирования доверительной среды на финансовом рынке планируется внесение изменений в регулирование, устраняющих правовую неопределенность при банкротстве профессиональных участников рынка ценных бумаг путем распространения на кредитные организации в случае осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг обязанности осуществлять раздельный учет клиентских и собственных активов.

Банк России продолжит работу в направлении совершенствования регулирования профессиональной деятельности на национальном финансовом рынке. В связи с появлением технологий дистанционного использования торговых платформ при купле-продаже ценных бумаг, а также с появлением новых сложных финансовых инструментов оценивается целесообразность изменения подходов к регулированию инвестиционной деятельности за свой счет, в частности, расширения определения указанной деятельности. Банк России в среднесрочной перспективе планирует уделить особое внимание деятельности регистраторов и депозитариев.

Представляется целесообразным гармонизировать подходы к регулированию схожей по своей сути деятельности в части учета прав клиента на ценные бумаги. Последние изменения в законодательстве свидетельствуют о сближении депозитариев по части своего функционала с регистраторами (ведение реестров владельцев инвестиционных паев, обездвижение документарных облигаций и закладных). Банк России планирует рассмотреть возможность дальнейшего сближения регуляторных моделей организаций, осуществляющих учет прав на ценные бумаги, для устранения регуляторного арбитража и поведенческих барьеров, препятствующих развитию справедливой конкуренции в указанной сфере деятельности. С целью повышения финансовой стабильности и устранения существующих барьеров для использования широкого спектра инструментов рынка капитала Банк России продолжит развитие рынка производных финансовых инструментов (ПФИ), являющихся важнейшими инструментами хеджирования рыночных рисков. Реализация мер в этом направлении обеспечит выполнение принятых Российской Федерацией обязательств в рамках G20 по реформированию рынка внебиржевых ПФИ. С целью повышения прозрачности и устойчивости рынка процентных ПФИ будет осуществляться поэтапный перевод внебиржевых процентных ПФИ на централизованный клиринг. Для отдельных категорий внебиржевых ПФИ, по обязательствам из которых не будет осуществляться добровольный или обязательный централизованный клиринг, будет поэтапно вводиться требование об обязательном маржировании (финансовом обеспечении исполнения обязательств). Рассматривается также возможность внесения в российское законодательство определения понятия хеджирующей сделки, отвечающего международной практике, в том числе для установления четких различий между хеджирующими и спекулятивными сделками. Риск такой переквалификации (из хеджирующих в спекулятивные) и соответствующие налоговые последствия являются препятствием для использования хеджирующих сделок среди российских нефинансовых компаний и одной из причин невысокого уровня ликвидности российского рынка ПФИ.

Другими направлениями совершенствования регулирования рынка ПФИ станут:

– устранение барьеров в российском правовом поле для заключения сложных договоров, содержащих элементы ПФИ (структурированных финансовых инструментов);

– минимизация правовых неопределенностей в части понятия ПФИ, в том числе в части разграничения ПФИ с иными видами договоров, расширения перечня базисных активов ПФИ, судебной защиты по требованиям, возникающим из ПФИ с иностранными лицами.

Будущее российского рынка ценных бумаг выглядит очень перспективным. Усилия Центрального банка РФ, саморегулируемой организации НАУФОР, профессиональных участников рынка ценных бумаг и научно-педагогических кадров в конечном итоге решат задачу масштабного задействования механизма финансирования экономики страны, хозяйствующих субъектов через инструменты рынка ценных бумаг с привлечением финансово грамотного населения как потенциально крупного частного инвестора.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1 (от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ); ч. 2 (от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ). – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

О рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка : Федеральный закон РФ от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : Федеральный закон РФ от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О негосударственных пенсионных фондах : Федеральный закон РФ от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О кредитной кооперации : Федеральный закон РФ от 18.07.2009 г. № 190-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О переводном и простом векселе : Федеральный закон РФ от 11.03.1997 г. № 48-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : Федеральный закон РФ от 07.02.2011 г. № 7-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О трудовых пенсиях в РФ : Федеральный закон РФ от 17.12.2001 г. № 173-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 01.09.2019).

О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» : Федеральный закон РФ от 13.07.2015 г. № 222-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Об электронной подписи : Федеральный закон РФ от 06.04.2011 г. № 63-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Об ипотечных ценных бумагах : Федеральный закон РФ от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Об инвестиционных фондах : Федеральный закон РФ от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком : Федеральный закон от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http// www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Об организованных торгах : Федеральный закон от 21.11.2011 г. № 325-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Об инвестиционном товариществе : Федеральный закон от 28.11.2011 г. № 335-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http// www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка : Федеральный закон 13.07.2015 г. № 223-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 3 Федерального закона «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» : Федеральный закон РФ от 20.12.2017 г. № 397-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 гг. – Текст : электронный. – URL: http://www.cbr.ru (дата обращения: 05.09.2019).

Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 г. № 195-ФЗ. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 05.09.2019).

О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг : Положение Банка России от 27.07.2015 г. № 481-П. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 10.09.2019).

О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиях, направленных на исключение конфликта интересов управляющего : Положение Банка России от 03.08.2015 г. № 482-П. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 10.09.2019).

О порядке открытия и ведения депозитариями счетов депо и иных счетов : Положение Банка России от 13.11.2015 г. № 503-П. – Текст : электронный. – URL: http // www.consultant.ru (дата обращения: 10.09.2019).

О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами : Положение Банка России от 31.01.2017 г. № 577-П. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 10.09.2019).

О перечне обязательных для разработки саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка, объединяющими брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов, базовых стандартов и требованиях к их содержанию, а также перечне операций (содержании видов деятельности) на финансовом рынке, подлежащих стандартизации в зависимости от вида деятельности финансовых : Указание Банка России от 30.05.2016 г. № 4026-У. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

О порядке определения инвестиционного профиля клиента инвестиционного советника, о требованиях к форме предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации и к осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию : Указание Банка России от 17.12.2018 г. № 5014-У. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

Базовый стандарт совершения брокером операций на финансовом рынке : утв. Банком России, протокол от 19.01.2018 г. № КФНП-1. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

Базовый стандарт совершения депозитарием операций на финансовом рынке : согласовано Комитетом по стандартам по депозитарной деятельности, протокол от 16.11.2017 г. № КДП-9. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

Базовый стандарт совершения операций на финансовом рынке при осуществлении деятельности форекс-дилера : утв. Банком России, протокол КФН от 27.04.2017 г. № КФНП-15. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

Базовый стандарт совершения управляющим операций на финансовом рынке : утв. Банком России, протокол от 16.11.2017 г. № КФНП-40. – Текст : электронный. – URL: http// www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

О стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : Положение Банка России от 11.08.2014 г. № 428. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

О допуске ценных бумаг к организованным торгам : Положение Банка России от 24.01.2016 г. № 534. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 15.09.2019).

О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг : Положение Банка России от 30.12.2014 г. № 454-П. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций : Положение Банка России от 03.07.2018 г. № 645-П. – Текст : электронный. – URL: http//www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

О распределении обязанностей по контролю и надзору за соблюдением законодательства Российской Федерации организациями, осуществляющими профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность центрального депозитария, деятельность по проведению организованных торгов, клиринговую деятельность и деятельность центрального контрагента, репозитарную деятельность, а также деятельность саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих профессиональных участников рынка ценных бумаг, и об отмене отдельных распорядительных актов Банка России : Приказ Банка России от 07.08.2017 г. № ОД-2228. – Текст : электронный. – URL: http:// www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

О видах производных финансовых инструментов : Указание ЦБ РФ от 16.02.2015 г. № 3665-У. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

О порядке проведения Банком России проверок деятельности эмитентов и участников корпоративных отношений и порядке применения Банком России иных мер в целях защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов : Указание Банка России от 13.09.2015 г. № 3795-У. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

О сроках и порядке составления и представления отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг в Центральный банк Российской Федерации : Указание Банка России от 15.01.2015 г. № 3533-У. – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru (дата обращения: 19.09.2019).

Алехин Б. Рынок ценных бумаг / Б. И. Алехин. – Текст : непосредственный. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 461 с. – ISBN 978-5-16-003490-4.

Анесянц, Г. В. Основы функционирования рынка ценных бумаг / Г. В. Анесянц. – Текст : непосредственный. – Москва : ЭБТ-Контур, 2017. – 368 с.

Балдин, К. Инвестиционный анализ / К. В. Балдин, В. А. Ногай. – Текст : непосредственный. – Москва : ФЛИНТА : МПСУ, 2016. – 304 с.

Вайн, С. Опционы. Полный курс для профессионалов : [учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит» (учеб. дисциплина – «Производ. финансовые инструменты»)] / Саймон Вайн; [ред. П. Суворова]. – 4-е изд., испр. и доп. – Текст : непосредственный. – Москва : Альпина Паблишер, 2016. – 438 с. – ISBN 978-5-9614-5111-5.

Вилкова, Т. Б. Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг : учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит» / Т. Б. Вилкова. – Текст : непосредственный. – Москва : КноРус, 2010. – 167 с.

Галанов, *В. А.* Производные финансовые инструменты : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 221 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=1012374 (дата обращения: 20.09.2019). – ISBN 978-5-16-012272-4.

Галанов, *В. А.* Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / В. А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 414 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=1015324 (дата обращения: 20.09.2019). – ISBN 978-5-16-012443-8.

Гитман, *Л. Дж.* Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – Текст : непосредственный. – Москва : Дело, 1997. – 1008 с.

Горловская, *И. Г.* Теория и методология исследования РЦБ-услуг : [монография] / И. Г. Горловская ; Федер. агентство по образованию, Урал. гос. экон. ун-т. – Текст : непосредственный. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2009. – 196 с.

Господарчук, *Г. Г.* Финансовые рынки и финансовые инструменты : учебное пособие / Г. Г. Господарчук, С. А. Господарчук. – Текст : непосредственный. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2018. – 88 с. – ISBN 978-5-16-107386-5.

Гришина, *О. А.* Регулирование мирового финансового рынка : Теория, практика, инструменты : монография / О. А. Гришина, Е. А. Звонова. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 410 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=461916 (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-16-009920-0.

Грэхем, *Б.* Анализ ценных бумаг : научно-популярная литература / Б. Грэхем, Д. Додд ; [пер. с англ. А. В. Назаренко, О. Л. Пелявского]. – 3-е изд. – Текст : непосредственный. – Москва : [и др.] : Вильямс, 2016. – 878 с.

Гусева, *И. А.* Финансовые рынки и институты : учебник и практикум / И. А. Гусева. – Текст : непосредственный. – Москва : Изд-во Юрайт, 2019. – 347 с. – Текст : электронный. – URL: https://www.biblio-online.ru/bcode/433417 (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-534-00339-0.

Кирьянов, *И. В.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебное пособие для студентов экономических направлений и специальностей / И. В. Кирьянов. – Москва : ИНФРА-М, 2018. – 264 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=563313 (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-16-009772-5.

Колмыкова, *Т.* Инвестиционный анализ / Т. С. Колмыкова. – Текст : непосредственный. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 204 с. – ISBN 978-5-16-009798-5.

Куваева, *Ю.* Инвестиции / Ю. В. Куваева, А. И. Серебренникова. – Текст : непосредственный. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2018. – 118 с.

Николаева, *И. П.* Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлениям подготовки «Экономика» и «Менеджмент» (квалификация (степень) «бакалавр») / И. П. Николаева. – Москва : Дашков и К°, 2018. – 256 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=513840 (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-394-02413-9.

Ребельский, *Н. М.* Доверительное управление финансовыми активами : учебное пособие / Н. М. Ребельский. – Москва : Вузовский учебник : ИНФРА-М, 2015. – 224 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-9558-0369-2.

Решетникова, *Т. В.* Привлекательность финансовых услуг инвестиционных компаний на рынке ценных бумаг / Т. В. Решетникова, А. И. Решетников // Известия Урал. гос. экон. ун-та. – Текст : непосредственный. – 2009. – № 2(24). – С. 73–78.

Ричард, *С.* Корпоративные облигации / С. Ричард, Д. Фрэнк ; пер. А. Шматова. – Текст : непосредственный. – Москва : Альпина Паблишер, 2016. – 442 с.

Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата : для студентов вузов, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям / [Н. И. Берзон [и др.] ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – 4-е изд., перераб. и доп. – Москва : Юрайт, 2019. – 443 с. – Текст : электронный. – URL: https://www.biblio-online.ru/bcode/431116 (дата обращения: 22.09.2019). – ISBN 978-5-534-03265-9.

Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / В. А. Зверев [и др.]. – Москва : Дашков и К°, 2018. – 256 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=513247 (дата обращения: 24.09.2019). – ISBN 978-5-394-02390-3.

Солабуто, *Н. В.* Трейдинг. Торговые системы и методы : [эффективные торговые методики] / Н. В. Солабуто. – Текст : непосредственный. – Санкт-Петербург [и др.] : Питер, 2011. – 332 с. – ISBN 978-5-498-07634-8.

Сребник, *Б. В.* Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг : учебное пособие для студентов, обучающихся по направлению «Экономика» (профиль «Финансы и кредит») / Б. В. Сребник, Т. Б. Вилкова. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 366 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com (дата обращения: 24.09.2019). – ISBN 978-5-16-005029-4.

Татьянников, *В. А.* Инвестиционные риски и эффективные фондовые рынки : научное издание / В. А. Татьянников ; М-во образования Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Текст : непосредственный. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2001. – 259 с.

Участники, инструменты, технологии инвестирования на фондовом рынке : учебное пособие / [А. И. Решетников [и др.] ; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Текст : непосредственный. – Екатеринбург : [Изд-во УрГЭУ], 2017. – 132 с. – Текст : электронный. – URL: http://lib.usue.ru/resource/limit/ump/18/p490470.pdf (дата обращения: 25.09.2019).

Фельдман, *А. Б.* Производные финансовые и товарные инструменты : учебник для студентов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Мировая экономика» / А. Б. Фельдман. –2-е изд., дораб. и доп. – Текст : непосредственный. – Москва : Экономика, 2008. – 468 с.

Халл, *Джон К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : переводное издание / Джон К. Халл ; пер. Д. А. Клюшин. – 6-е изд. – Текст : непосредственный. – Москва : [и др.]: Вильямс, 2007. – 1051 с.

Чалдаева, *Л. А.* Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата : для студентов вузов, обучающихся по экономическим направлениям / Л. А. Чалдаева, А. А. Килячков. – 7-е изд., перераб. и доп. – Москва : Юрайт, 2019. – 381 с. – Текст : электронный. – URL: https://www.biblio-online.ru/bcode/431739 (дата обращения: 25.09.2019). – ISBN 978-5-534-08142-8.

Чижик, *В. П.* Рынок ценных бумаг : учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» / В. П. Чижик. – Москва : ФОРУМ : ИНФРА-М, 2016. – 448 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=538209 (дата обращения: 24.09.2019). – ISBN 978-5-00091-173-0.

Шабанова, *Е. И.* Торговый робот как инструмент интернет-трейдинга // Синергия Наук. – Текст : непосредственный. – 2017. – Т. 1, № 17. – С. 571–575.

Шапкин, *А. С.* Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : производственно-практическое издание / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 9-е изд. – Текст : непосредственный. – Москва : Дашков и К, 2018. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

Шарп, У. Ф. Инвестиции : учебник. – Москва : ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М», 2019. – 1040 с. – Текст : электронный. – URL: http://znanium.com/go.php?id=1023723 (дата обращения: 25.09.2019). – ISBN 978-5-16-002595-7.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР). – Текст электронный. – URL: http://www.naufor.ru (дата обращения: 25.05.2019).

Национальное агентство финансовых исследований. – Текст : электронный. – URL: http://www.nacfin.ru (дата обращения: 25.09.2019).

ПАО «Московская биржа». – Текст : электронный. – URL: http://www.moex.com (дата обращения: 25.09.2019).

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) : сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.partad.ru (дата обращения: 30.09.2019).

Ассоциации форекс-дилеров : сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.sroafd.ru (дата обращения: 30.09.2019).

Центральный банк Российской Федерации : сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.cbr.ru (дата обращения: 30.09.2019).

ПАО Сбербанк : сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.sberbank.ru (дата обращения: 30.09.2019).

Банк ВТБ (ПАО) : сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.vtb.ru (дата обращения: 30.09.2019).

СПИСОК ОСНОВНЫХ СОКРАЩЕНИЙ

АИФ	Акционерный инвестиционный фонд
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
АО	акционерное общество
АУВЕР	Ассоциация участников вексельного европейского рынка
АУМРК	Ассоциация участников международного рынка капиталов
АФД	Ассоциация форекс-дилеров
ВБ	Всемирный банк
ВВГУ	Волго-Вятское главное управление Банка России
ВВП	валовой внутренний продукт
ВПП	Всемирная продовольственная программа
ВЭБ	Внешэкономбанк
ГДО	государственные долгосрочные обязательства
ГК РФ	Гражданский кодекс Российской Федерации
ГКО	государственные краткосрочные облигации
ГО	гарантийное обеспечение
ГСО	государственные сберегательные облигации
ГСО-ППС	государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода
ГСО-ФПС	государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода
ДРЦБиТР	Департамент рынка ценных бумаг и товарного рынка
ДТК	депозитарно-трастовая компания
ДУ	доверительное управление
ЕСИА	Единая система идентификации и аутентификации
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЕЭС	Европейское экономическое сообщество
ЗПИФ	закрытый паевой инвестиционный фонд
ИИС	индивидуальный инвестиционный счет
ИНН	индивидуальный номер налогоплательщика
ИНФИ	Инфраструктурный институт
ИПИФ	интервальный паевой инвестиционный фонд
ИПЦ	индекс потребительских цен
ИСУ	ипотечный сертификат участия
ИТС	информационная торговая система
КО	кредитные организации
КОУР	клиенты с особым уровнем риска
КПК	карманный персональный компьютер
КПУР	клиенты с повышенным уровнем риска
КСУ	клиринговый сертификат участия
КСУР	клиенты со стандартным уровнем риска

МВФ	Международный валютный фонд
ММВБ	Московская межбанковская валютная биржа
МСФО	Международный стандарт финансовой отчетности
МТБ	Московская товарная биржа
НАУФОР	Национальная ассоциация участников фондового рынка
НКД	накопленный купонный доход
НКО	некоммерческая организация
НКЦ	Национальный клиринговый центр
НЛУ	Национальная лига управляющих
НПО	негосударственное пенсионное обеспечение
НПФ	негосударственный пенсионный фонд
НРД	Национальный расчетный депозитарий
НФО	некредитные финансовые организации
ОВГВЗ	облигации внутреннего государственного валютного займа
ОВОЗ	облигации внешнего облигационного займа
ОГНЗ	облигации государственного нерыночного займа
ОГРВЗ	облигации государственного республиканского внутреннего займа
ОГСЗ	облигации государственного сберегательного займа
ООО	общество с ограниченной ответственностью
ОПИФ	открытый паевой инвестиционный фонд
ОПС	обязательное пенсионное страхование
ОРВВЗ	облигации республиканского внутреннего валютного займа
ОФЗ	облигации федерального займа
ОФЗ-АД	облигации федерального займа с амортизируемым доходом
ОФЗ-ИН	облигации федерального займа с индексированным доходом
ОФЗ-н	облигации федерального займа для населения
ОФЗ-ПД	облигации федерального займа с постоянным доходом
ОФЗ-ФД	облигации федерального займа с фиксированным доходом
ОФЗ-ФК	облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом
ПАО	Публичное акционерное общество
ПАРТАД	Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев
ПАУФОР	Профессиональная ассоциация участников фондового рынка
ПВО	представители владельцев облигаций
ПДК	показатель достаточности капитала
ПИФ	паевой инвестиционный фонд
ПКЛ	показатель краткосрочной ликвидности
ПО	программное обеспечение
ППС	профессиональные пенсионные системы
ПУРЦБ	профессиональные участники рынка ценных бумаг
ПФИ	производные финансовые инструменты
ПФР	Пенсионный фонд России
РДР	российская депозитарная расписка

РТС	Российская торговая система
СРО	саморегулируемые организации
СЧА	стоимость чистых активов
ТКС	торговый клиринговый счет
УК	управляющая компания
Ф. Л.	физическое лицо
ФСФР	Федеральная служба по финансовым рынкам
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации
ЦК	центральный контрагент
Ю. Л.	юридическое лицо
ADR	American Depositary Receipt – американские депозитарные расписки
CAPM	Capital Asset Prising Model – модель оценки стоимости активов
CBOE	Chicago Board Options Exchange – Чикагская биржа опционов
CBT	Chicago Board of Trade – Чикагская торговая палата
CME	Chicago Mercantile Exchange – Чикагская товарная биржа
CML	Capital Market Line – линия рынка капитала
DCF	метод дисконтированных денежных потоков
EMA	экспоненциальное скользящее среднее
FRAs	Forward Rate Agrecments – форвардная (будущая) процентная ставка
GCI	индекс глобальной конкурентоспособности
GDR	Global Depositary Receipt – глобальные депозитарные расписки
G20	Группа двадцати
IMM	International Monetary Market – Международный валютный рынок
IOSCO	International Organization of Securities Commissions – Международная организация комиссий по ценным бумагам
IPO	Initial Public Offering – первичное размещение акций
IRR	внутренняя доходность инвестиций
LIBOR	London Interbank Offered Rate – Лондонская межбанковская ставка предложения по межбанковским депозитам
LIFFE	London International Financial Futures Exchange – Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов
LSE	London Stock Exchange – Лондонская фондовая биржа
LTOM	London Traded Options Market – Лондонский рынок торгуемых опционов
MA	Moving Average – скользящая средняя
MACD	индикатор схождения/расхождения скользящих средних
MATIF	Marche a terme d'instruments financiers – Биржа финансовых фьючерсных контрактов
MOEX	Московская межбанковская валютная биржа
NACDAQ	Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам
NYFE	New York Futures Exchange – Нью-Йоркская фьючерсная биржа
OPM	Option Pricing Model
PO	публичное предложение

RDR	российские депозитарные расписки
RPA	Robotics Process Aytomation
RSI	Relative Strength Index – индекс относительной силы
SEC	Securities and Exchange Commission – Комиссия по ценным бумагам и биржам
SPO	Secondary Public Offering – публичное размещение акций

Учебное издание

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Учебник

Под общей редакцией В. А. Татьянникова

Ответственная за выпуск *Н. А. Юдина*
Редактор *В. И. Попова*
Корректор *В. И. Попова*
Компьютерная верстка *Г. Б. Головина*

Подписано в печать 20.11.19. Формат 70×100/16.
Бумага офсетная. Цифровая печать.
Уч.-изд. л. 40,52. Усл. печ. л. 39,99. Тираж 100 экз. Заказ 342.

Издательство Уральского университета
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 358-93-22
Факс +7 (343) 358-93-06
http://print.urfu.ru

9 785799 627584