

БАЗОВЫЙ КУРС ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рекомендовано УМО по образованию
в области финансов, учета и мировой экономики
в качестве **учебного пособия** для студентов,
обучающихся по специальности «Финансы и кредит»

УДК 336.076(075.8)

ББК 65.262.29я73

Б79

Рецензенты:

Л.И. Андрианова, доц. кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ, канд. экон. наук,

М.А. Котляров, проф. кафедры финансов и управления собственностью НОУ ВПО «Европейско-азиатский институт управления и предпринимательства»,

Р.Г. Ахметшин, исп. директор СРО «Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона»,

А.А. Куклин, заведующий кафедрой «Финансы и кредит» Уральского института фондового рынка, д-р экон. наук

Базовый курс по рынку ценных бумаг : учебное пособие / О.В. Лом-татидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин и др. - М. : КНОРУС, 2010. - 448 с.

ISBN 978-5-406-00207-0

Рассматриваются основные экономические, гражданско-правовые, математические и бухгалтерские вопросы, затрагивающие рынок ценных бумаг, его функционирование, особенности регулирования и налогообложения. Даны контрольные вопросы для самостоятельной проверки полученных знаний и глоссарий по изучаемым темам.

Для студентов экономических специальностей, а также может использоваться при подготовке к сдаче экзамена на квалификационный аттестат, дающий право работать на рынке ценных бумаг.

УДК 336.076(075.8)

ББК 65.262.29я73

БАЗОВЫЙ КУРС ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ

Санитарно-эпидемиологическое заключение

№ 77.99.60.953.Д.003365.04.09 от 01.04.2009 г.

Изд. № 1222. Подписано в печать 11.06.2009.

Формат 60х90/16. Гарнитура «Petersburg C». Печать офсетная.

Усл. печ. л. 28,0. Уч.-изд. л. 23,74. Тираж 3000 экз. Заказ № 8716

ООО «Издательство КноРус». 129110, Москва, ул. Большая Переяславская, 46, стр. 7.

Тел.: (495) 680-7254, 680-0671, 680-1278.

E-mail: office@knorus.ru http://www.knorus.ru

Отпечатано на электронных носителях издательства.

ОАО «Тверской полиграфический комбинат». 170024, г. Тверь, пр-т Ленина, 5.

Телефон: (4822) 44-52-03, 44-50-34, Телефон/Факс: (4822) 44-42-15

Home page - www.tverpk.ru Электронная почта (E-mail) - sales@tverpk.ru



© Коллектив авторов, 2010

© ЗАО «МЦФЭР», 2010

© ООО «Издательство КноРус», 2010

ISBN 978-5-406-00207-0

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	7
ГЛАВА 1. ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕОРИИ. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК	9
1.1. Современная рыночная экономика.....	9
1.2. Теория производства.....	9
1.3. Издержки производства.....	10
1.4. Модели рынка. Спрос и предложение.....	И
1.5. Макроэкономика.....	19
1.6. Финансовый рынок.....	24
Контрольные вопросы.....	40
ГЛАВА 2. ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	42
2.1. Брокерская деятельность.....	44
2.2. Дилерская деятельность.....	48
2.3. Деятельность по управлению ценными бумагами.....	49
2.4. Депозитарная деятельность.....	62
2.5. Деятельность по ведению реестра.....	67
2.6. Деятельность по определению взаимных обязательств — клиринговая деятельность.....	72
2.7. Деятельность по организации торговли.....	74
2.8. Финансовый консультант на рынке ценных бумаг.....	85
Контрольные вопросы.....	89
ГЛАВА 3. ЭМИТЕНТЫ И ИНВЕСТОРЫ	91
3.1. Эмитенты на рынке ценных бумаг.....	91
3.2. Инвесторы на рынке ценных бумаг.....	107
3.3. Кредитные союзы.....	111
3.4. Инвестиционные банки.....	118
3.5. Инвестиционные и пенсионные фонды.....	120
3.6. Акционерные инвестиционные фонды.....	121
3.7. Паевые инвестиционные фонды.....	125
3.8. Негосударственные пенсионные фонды.....	133
Контрольные вопросы.....	142

ГЛАВА 4. ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	144
4.1. Общие положения.....	144
4.2. Акция.....	148
4.3. Облигация.....	154
4.4. Государственные и муниципальные облигации.....	161
4.5. Товарораспорядительные ценные бумаги.....	168
4.6. Чек.....	168
4.7. Банковский сертификат.....	171
4.8. Ипотечные ценные бумаги.....	173
4.9. Депозитарные расписки.....	175
4.10. Российские депозитарные расписки.....	184
Контрольные вопросы.....	188
ГЛАВА 5. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ.....	191
5.1. Форвардный контракт.....	192
5.2. Фьючерсный контракт.....	195
5.3. Свободнообращающийся, или биржевой опционный, контракт (биржевой опцион).....	214
Контрольные вопросы.....	222
ГЛАВА 6. ГРАЖДАНСКО-ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ ВЕДЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	225
6.1. Понятия и иерархия законодательно-нормативной базы.....	225
6.2. Субъекты и объекты гражданского права.....	227
6.3. Собственность в гражданском праве.....	232
6.4. Сделки, представительство и доверенности в гражданском праве.....	236
6.5. Обязательственное право.....	240
Контрольные вопросы.....	243
ГЛАВА 7. КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО.....	246
7.1. Значение и факторы корпоративного управления.....	246
7.2. Права акционеров.....	249
7.3. Создание, реорганизация и ликвидация акционерного общества.....	252
7.4. Компетенция органов управления.....	255
7.5. Крупные сделки: виды, предмет сделки, участники.....	261
7.6. Сделки, в совершении которых имеется заинтересованность.....	264
7.7. Приобретение крупного пакета акций акционерного общества... ..	266
Контрольные вопросы.....	271
ГЛАВА 8. ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	273
8.1. Общие положения.....	273
8.2. Особенности выпуска корпоративных облигаций в России.....	295
8.3. Особенности выпуска биржевых облигаций.....	295
8.4. Особенности выпуска опционов эмитента.....	296
Контрольные вопросы.....	299

ГЛАВА 9. СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	303
9.1. Общие положения.....	303
9.2. Федеральная служба по финансовым рынкам.....	304
9.3. Саморегулируемые организации.....	307
9.4. Основные сферы регулирования.....	309
Контрольные вопросы.....	325
ГЛАВА 10. ГОСУДАРСТВО НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	328
10.1. Общие положения.....	328
10.2. Условия выпуска государственных ценных бумаг.....	331
10.3. Государственный долг.....	335
10.4. Банк России на рынке ценных бумаг.....	337
10.5. Государственное управление имуществом в виде акций.....	338
Контрольные вопросы.....	343
ГЛАВА II. ЗАРУБЕЖНЫЕ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	346
11.1. Рынок ценных бумаг США.....	346
11.2. Рынок ценных бумаг Великобритании.....	368
11.3. Рынок ценных бумаг Германии.....	384
11.4. Рынок ценных бумаг Франции.....	396
Контрольные вопросы.....	406
ГЛАВА 12. ВЕРОЯТНОСТНЫЙ АНАЛИЗ.....	408
12.1. Основные понятия теории вероятностей и математической статистики.....	408
12.2. Операции над случайными событиями.....	412
12.3. Непрерывные случайные величины.....	417
12.4. Финансовые вычисления и элементы теории облигаций.....	418
12.5. Элементы теории ценообразования облигаций.....	422
Контрольные вопросы.....	424
ГЛОССАРИЙ.....	429
ЛИТЕРАТУРА.....	444

КОЛЛЕКТИВ АВТОРОВ

Ломтатидзе О.В., канд. экон. наук (введение, главы 2, 4, 5, 8)
Львова М.И., канд. экон. наук (гл. 2, 8)
Болотин А.В., (введение, гл. 3, 10)
Яворская О.В., (глава 1)
Танана Д.Б., (глава 12)
Иванова М.Ю., (главы 7, И)
Школик О.А., (главы 3, 9)
Филиппова О.С., (главы 6, 7)

ВВЕДЕНИЕ

Рынок ценных бумаг играет в рыночной экономике весьма значимую роль. Являясь составной частью финансового рынка, на котором происходит перераспределение свободных капиталов, рынок ценных бумаг позволяет правительствам и предприятиям расширять круг источников финансирования, не ограничиваясь самофинансированием и банковскими кредитами, предоставляет механизмы для реконструирования формы и структуры собственности. Рынок ценных бумаг, используя специфическую систему посредников, формирует механизм для привлечения в экономику инвестиций, выстраивая взаимоотношения между теми, кто испытывает потребность в дополнительных финансовых ресурсах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход.

Сложившийся в настоящее время в России фондовый рынок является типичным крупным развивающимся рынком. Он характеризуется, с одной стороны, позитивными количественными и качественными изменениями, с другой стороны — наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих более эффективному развитию.

По большинству показателей емкости российский фондовый рынок занимает место во второй пятерке развивающихся рынков. По ряду количественных показателей он вышел в лидеры среди развивающихся рынков. Вместе с тем по ряду качественных показателей (ликвидность рынка, дивидендная доходность, количество торгуемых компаний и т.д.) сохраняется значительное отставание от ведущих развивающихся рынков и тем более — от развитых рынков.

Российский фондовый рынок уже начал выполнять макроэкономическую функцию трансформации сбережений в инвестиции. Все большее количество предприятий реального сектора экономики начинают рассматривать его в качестве основного источника привлечения ресурсов для финансирования инвестиций в основной капитал и поглощения конкурентов. Кроме того, намечился значительный рост чис-

ла граждан, которые инвестируют или предполагают инвестировать в инструменты фондового рынка. Однако российский фондовый рынок пока еще не является значительным инструментом накопления капиталов для большинства населения и значимым источником инвестиционных ресурсов для большинства предприятий, а следовательно, не может выполнять полный спектр функций, присущих развитым фондовым рынкам. Россия по-прежнему отличается крайне низкой долей частных лиц и институтов коллективных инвестиций в совокупной структуре инвесторов.

Объективные процессы глобализации мирового рынка капитала ставят вопрос о выживании фондового рынка России. Одной из многих проблем дальнейшего развития российского фондового рынка продолжает оставаться проблема построения его эффективной инфраструктуры, которая сможет удовлетворить потребности как отечественных, так и иностранных инвесторов. Не завершено формирование эффективной системы регулирования фондового рынка.

В силу этих причин и в силу важности этой отрасли для развития и стабилизации экономики рынок ценных бумаг рассматривается на сегодняшний день как область интенсивного регулирования, т.е. как сфера присутствия и прямого вмешательства государственных органов в этот сектор экономики.

Этот принцип справедлив и по отношению к политике в области квалификационных требований, целью которой является контроль профессиональной компетенции лиц, работающих на рынке ценных бумаг, их приверженности законодательству, нормам деловой и профессиональной этики. Аттестация руководителей и специалистов, профессиональных участников рынка ценных бумаг является практической реализацией подобной политики.

Это учебное пособие предназначено для подготовки к сдаче базового квалификационного минимума для соискателей квалификационных аттестатов специалистов финансового рынка и служит целям ознакомления с основами функционирования рынка ценных бумаг, законодательной и нормативной базой, а также системой регулирования рынка ценных бумаг в России.

Содержание учебного пособия «Базовый курс по рынку ценных бумаг» соответствует требованиям государственного образовательного стандарта по специальности «Финансы и кредит», а также программе базового квалификационного экзамена для специалистов финансового рынка, утвержденной приказом Федеральной службы по финансовым рынкам России (ФСФР России) от 5 апреля 2007 г. № 07-40/пз.

ГЛАВА 1

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕОРИИ. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

1.1. СОВРЕМЕННАЯ РЫНОЧНАЯ ЭКОНОМИКА

Рынок — одно из величайших достижений человеческой цивилизации. К настоящему времени он прошел испытание временем и сумел убедительно продемонстрировать свою огромную жизненную силу. История не знает ни одного примера эффективно функционирующей национальной экономики без высокоразвитых, гибко перестраивающихся рыночных механизмов. При этом речь идет о современном рынке как одном из атрибутов любой эффективной модели социально-экономического развития общества, а не как об ее всеохватывающей характеристике. Не менее важным атрибутом всякой модели экономического строя современного общества является государство. Мировым опытом подтверждено, что не может быть динамично развивающейся, базирующейся на современных научно-технических достижениях социально ориентированной рыночной экономики без активной регулирующей роли государственных институтов.

Конечной целью производителей товаров и услуг в рыночной экономике является получение максимально возможной прибыли от реализации товаров и услуг.

Конечной целью домохозяйств как потребителей товаров и услуг в рыночной экономике является максимально полное удовлетворение своих социально-экономических потребностей.

В процессе кругооборота ресурсов, товаров и доходов в рыночной экономике государство выступает как в роли потребителя товаров (услуг) и ресурсов, так и в роли поставщика услуг.

1.2. ТЕОРИЯ ПРОИЗВОДСТВА

Существует четыре основные группы факторов производственного процесса (ресурсов):

1) труд;

- 2) капитал;
- 3) земля (природные ресурсы);
- 4) предпринимательские способности.

Труд в отличие от других факторов производства обладает уникальными особенностями. Главная из них состоит в том, что труд неотделим от человека, обуславливая:

- обязательность физического присутствия его владельца на рабочем месте (для собственников земли и капитала, как известно, этого не требуется);
- необходимость учета социального и политического аспекта (у индивида имеются права, на защите которых стоят государство и профсоюзы).

Капитал — продукты производства (*косвенные* блага), используемые для производства *прямых* благ (товаров и услуг). В широком смысле капиталом является *любой ресурс*, создаваемый с целью производства большего количества экономических благ (в том числе земля и труд).

Капитал отличается от земли (фактора производства, данного самой природой) еще и тем, что он обладает способностью воспроизводства в расширенном масштабе, в то время как земельный фонд относительно фиксирован. При этом следует различать *финансовый капитал*, который обычно связывают с деньгами или другими видами бумажных активов, выступающих наравне с деньгами, и *реальный* (или *физический*) капитал, представленный производственным оборудованием, строениями и т.д.

Земля — фактор производства или производственные ресурсы, данные самой природой. В широком смысле к фактору «земля» относятся все полезные природные ресурсы.

Собственники каждого вида ресурса соответственно получают доходы от их продажи в условиях рыночной экономики. Существует четыре формы этих доходов:

- 1) заработная плата;
- 2) процент;
- 3) рента;
- 4) прибыль.

1.3. ИЗДЕРЖКИ ПРОИЗВОДСТВА

В функционировании фирмы весьма важную роль играют издержки производства. От них зависит практически вся деятельность предприятия. Поэтому необходимо выяснить их сущность. Прежде всего важно выделить *постоянные издержки* (которые не связаны с величиной выпуска) и *переменные издержки*.

Постоянные (или общие, совокупные постоянные) издержки — часть общих издержек, которая не зависит от изменения выпуска.

Переменные (или общие, совокупные переменные) издержки — часть общих издержек, которая возрастает при увеличении объема выпуска.

Общие (совокупные) издержки — совокупность постоянных и переменных издержек.

К постоянным издержкам относятся расходы, связанные с использованием зданий, сооружений, машин, производственного оборудования, арендой, капитальным ремонтом, административные расходы и т.п.

График постоянных издержек представляет собой прямую, параллельную оси абсцисс. Она иллюстрирует важное свойство постоянных издержек: независимость от объема выпускаемой продукции.

Когда речь идет о бухгалтерских издержках, то на первый план выходит финансовый баланс фирмы. Бухгалтеры склонны к *ретроспективному* взгляду на деятельность фирмы: они сравнивают активы и пассивы фирмы в прошлом периоде. В отличие от бухгалтеров экономистов прежде всего интересует *перспектива* фирмы, а значит — альтернативные издержки, т.е. затраты, связанные с упущенными возможностями наилучшего использования потенциала фирмы.

И бухгалтеры, и экономисты в расчеты издержек включают фактические расходы в виде денежных затрат. К последним относятся: заработная плата работников, амортизация основного капитала, затраты на сырье и материалы, арендная плата за недвижимость и т.п. В результате своей деятельности фирма получает общий доход, именуемый выручкой. В общем виде выручка состоит из двух частей — это сумма издержек и совокупная прибыль фирмы. Поэтому прибыль еще называют чистым доходом компании (фирмы), который по законодательству облагается налогом. Дивиденды акционерам компании начисляются из прибыли фирмы.

Одним из показателей результативности деятельности фирмы является показатель рентабельности продукции, который рассчитывается как отношение прибыли от реализации товара (услуги) к издержкам производства.

1.4. МОДЕЛИ РЫНКА. СПРОС И ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Модель рыночной экономики, при которой на рынке присутствует очень большое (потенциально неограниченное) количество компаний-производителей, выпускается однородный (стандартизированный) товар и отсутствует контроль над ценами, называется *рынком совершенной (чистой) конкуренции*.

Этот рынок характеризуется наличием большого числа фирм, множества покупателей и продавцов, отсутствием ценовой дискриминации, когда производители и покупатели приспосабливаются к существующим ценам и выступают как ценополучатели. Это означает, что доля каждой фирмы на рынке отрасли незначительна, так что ни одна из них не способна сколько-нибудь существенно влиять на цену продукта. Поэтому в условиях совершенной конкуренции кривая спроса на продукцию фирмы всегда горизонтальна (абсолютно эластична).

Важной предпосылкой совершенной конкуренции выступает и полная мобильность всех ресурсов, предполагающая свободу вступления в отрасль и выхода из нее. Предпосылкой является однородность товаров и услуг, т.е. производство стандартной продукции и абсолютная информированность производителей и потребителей.

В действительности совершенная конкуренция является довольно редким случаем и лишь некоторые из рынков приближаются к ней (например, рынок зерна, ценных бумаг, иностранных валют). Совершенная конкуренция является простейшей ситуацией и дает исходный, эталонный образец для сравнения и оценки эффективности реальных экономических процессов.

Совершенная конкуренция помогает распределить ограниченные ресурсы таким образом, чтобы достичь максимального удовлетворения потребностей. Фирмы будут производить максимально возможное количество продукции до тех пор, пока предельные издержки ресурса не будут равны цене, за которую его удалось купить. При этом достигается не только высокая эффективность распределения ресурсов, но и максимальная производственная эффективность. Совершенная конкуренция заставляет фирмы производить продукцию с минимальными средними издержками и продавать ее за цену, соответствующую этим издержкам.

Модель рыночной экономики, при которой на рынке присутствует только одна компания-производитель, выпускается уникальный товар и осуществляется контроль над ценами, называется *чистой монополией*.

Чистая монополия возникает обычно там, где отсутствуют реальные альтернативы, нет близких заменителей, выпускаемый продукт в известной степени уникален. Это в полной мере можно отнести к естественным монополиям, когда увеличение числа фирм в отрасли вызывает рост средних издержек. Типичным примером естественной монополии являются муниципальные коммунальные службы. В этих условиях монополист обладает реальной властью над продуктом, в известной мере контролирует цену и может влиять на нее, изменяя количество товара.

Монополия возникает там и тогда, где и когда складываются серьезные барьеры для вступления в отрасль. Это может быть связано с экономией от масштаба (как в автомобильной и сталелитейной промышленности), с естественной монополией (когда какие-либо компании — в сфере почты, связи, газо- и водоснабжения — закрепляют свое монопольное положение, получая привилегии от правительства).

Государство создает официальные барьеры, выдавая патенты и лицензии. Согласно патентному праву США, изобретатель имеет исключительное право контроля над своим изобретением в течение 17 лет. Патенты сыграли огромную роль в развитии таких компаний, как «Ксерокс», «Истман Кодак», «Интернэшнл Бизнес Машин» (IBM), «Сони» и т.д. Монопольное положение, закрепленное патентом, служит стимулом капиталовложений в НИОКР и тем самым фактором усиления монопольной власти. Вступление в отрасль может быть существенно ограничено и путем выдачи лицензий. В США подлежат лицензированию свыше 500 профессий (врачи, таксисты, трубочисты и многие другие). Лицензия может быть предоставлена как частной фирме, так и государственной организации (классический пример — история водочной монополии в России).

Монополия может иметь своей основой исключительное право на какой-либо ресурс (например, на естественные факторы производства). Хрестоматийным примером является деятельность компании «Де Бирс», которая уже давно монополизировала крупнейшие алмазные рудники в Южной Африке и в результате контролирует мировой рынок алмазов.

Модель рыночной экономики, при которой на рынке присутствует относительно большое (но ограниченное) количество компаний-производителей, выпускается преимущественно дифференцированный товар и осуществляется ограниченный контроль над ценами, имеет название *монополистической конкуренции*.

Монополистическая конкуренция возникает там, где хозяйствуют десятки фирм, тайный сговор между которыми практически невозможен. Каждая фирма действует на свой страх и риск, сама определяет свою ценовую политику. Предсказать и учесть действия всех остальных участников конкуренции практически невозможно.

Монополистическая конкуренция развивается там, где необходима дифференциация продукта, где в большей мере приходится учитывать вкусы потребителя для сбыта своей продукции. Монополистическая конкуренция широко представлена в отраслях, производящих предметы потребления. Легкая и пищевая промышленность, сфера услуг дают нам многочисленные примеры: платья, блузы, костюмы,

пальто, меховые изделия, шоколадные наборы, кафе, театры, эстрада и т.д. Дифференциация продуктов может основываться не только на различиях в качестве товара, но и на тех услугах, которые связаны с его обслуживанием. Причиной выбора покупателя могут стать привлекательная упаковка, более удобное расположение и время работы магазина, лучшее обслуживание посетителя, наличие купона, обеспечивающего скидку с цены. Это в полной мере относится к мелким магазинам, парикмахерским, химчисткам, бензозаправочным станциям и т.д.

В условиях дифференциации экономических благ трудно найти две фирмы, которые производили бы один и тот же продукт или услугу. Границы отрасли размываются, строго выделить отрасль бывает довольно трудно, а иногда и невозможно, так как наблюдается нечто вроде континуума продуктов и услуг.

Важное значение приобретает не только цена, но и неценовые факторы: реклама, условия продажи, возможность покупки товара в рассрочку, наличие или отсутствие гарантийного ремонта и др.

В условиях монополистической конкуренции нет высоких барьеров для вступления в отрасль. Эффект масштаба не имеет большого значения, а капитал, требующийся для начала дела, как правило, невелик.

Модель рыночной экономики, при которой на рынке присутствует небольшое количество компаний-производителей, выпускается как однородный (стандартизированный), так и дифференцированный товар и осуществляется значительный контроль над ценами, называется *олигополией*.

При анализе олигополии понятие отрасли трактуется иначе, чем при анализе чистой конкуренции, где отрасль рассматривается как сфера производства и распространения отдельного продукта. Отрасль рассматривается гораздо шире. Отраслевые барьеры при олигополии очень велики. Барьером здесь может быть величина капитала, объем знаний, технологии.

При анализе олигополии нужно определить факторы, которые способствуют формированию этой структуры, а это технологические факторы:

- 1) естественное ограничение ресурсов;
- 2) минимально необходимый размер капитала;
- 3) а также многие **институциональные** факторы.

Кроме факторов, выступающих со стороны частной собственности, необходимо также рассматривать влияние государства, которое, как правило, поощряет создание крупных фирм, способных самостоятельно осуществлять инвестиции, внедрять технологические новшества и успешно конкурировать с зарубежными фирмами, в том числе

и на иностранных рынках, т.е. государство стимулирует образование олигополии. В России такие олигополии называются «финансово-промышленные группы» (ФПГ).

Человеку для удовлетворения своих потребностей необходимо приобретать различные товары и услуги. На рынке товаров и услуг он является покупателем. Совокупность покупателей формирует *спрос* на товары и услуги. Спрос формируется потребностями людей. Но для удовлетворения потребностей одного желания недостаточно. Это желание должно быть подкреплено платежеспособностью. В экономической теории существует общепринятое определение спроса.

Спрос — платежеспособная потребность людей в различных товарах и услугах, количество товаров и услуг, которое они хотят и могут приобрести по определенной цене в определенное время.

График спроса (рис. 1.1) представляет собой изображение зависимости между ценой товара (по вертикальной оси) и количеством покупаемого товара (по горизонтальной оси).

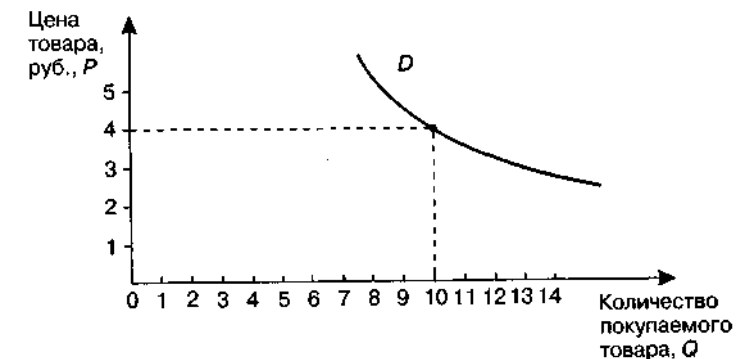


Рис. 1.1. График спроса

Точка на графике показывает, что при цене, равной 4 руб., будет куплено 10 ед. товара.

Основными важнейшими неценовыми факторами (детерминантами) спроса выступают:

- вкусы, или предпочтения, потребителей;
- число потребителей на рынке;
- денежные доходы потребителей;
- цены на сопряженные товары;
- потребительские ожидания относительно будущих цен и доходов.

Вывод: изменение одной или нескольких детерминант вызывает изменение спроса. Увеличение спроса смещает кривую спроса вправо, например от D_1 к D_2 . Уменьшение спроса смещает кривую спроса влево, например от D_1 к D_3 (рис. 1.2).

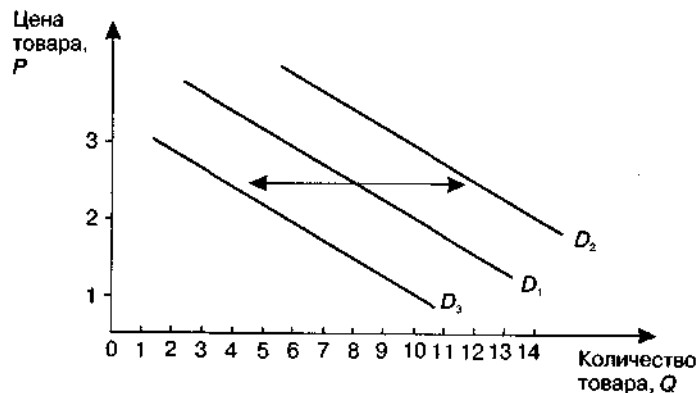


Рис. 1.2. Смещение графика спроса

То есть график спроса при увеличении спроса на товары (услуги) на рынке смещается вправо и вверх, а при уменьшении спроса — влево и вниз.

Смещение графика спроса при *увеличении* спроса на товары и услуги на рынке означает, что по той же цене будет куплено большее количество товаров и то же количество товаров будет куплено по более высокой цене.

Смещение графика спроса при *уменьшении* спроса на товары и услуги на рынке означает, что по той же цене будет куплено меньшее количество товаров и то же количество товаров будет куплено по более низкой цене. Например, в результате сокращения импорта кофе в стране возросла цена на растворимый кофе, в связи с чем вырос спрос на чай. Исходя из приведенного ниже графического изображения зависимости цены и количества покупаемого в стране чая видно, что график из состояния D_1 переходит в состояние D_2 и при цене 3 ед. будет куплено 12 т чая, а по цене 5 ед. будет куплено 10 т чая (рис. 1.3).

Производители товаров исходят из потребностей людей и производят товары и оказывают услуги, которые продаются на рынке. Совокупность товаропроизводителей обеспечивает людям удовлетворение их платежеспособного спроса, т.е. формирует *предложение*.

Способность предоставлять товары связана с использованием ограниченных ресурсов, которых не всегда достаточно, чтобы удовлет-

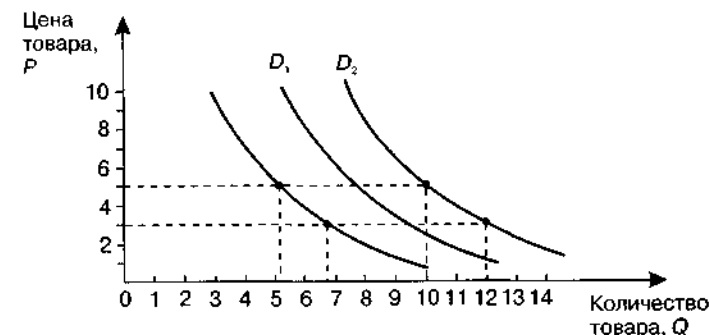


Рис. 1.3. Зависимость цены и покупаемого товара

ворить потребности всех людей. Таким образом, *предложение* — количество товаров и услуг, которое продавец может и хочет продать по определенной цене в определенное время.

График предложения (S) (рис. 1.4) представляет собой графическое изображение зависимости между ценой товара (по вертикальной оси) и количеством произведенного товара (по горизонтальной оси).

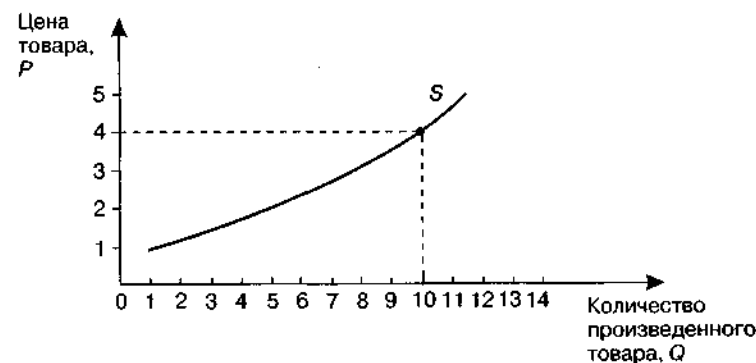


Рис. 1.4. График предложения

Точка на графике означает, что при цене, равной 4 руб., будет произведено 10 ед. товара.

Основными неценовыми детерминантами предложения выступают:

- цены на ресурсы;
- технология производства;
- налоги и дотации;
- цены на другие товары;

- ожидания изменения цен;
- число продавцов на рынке.

График предложения при увеличении предложения товаров (услуг) на рынке смещается вправо и вниз, а при уменьшении предложения — влево и вверх. Смещение графика предложения при увеличении предложения товаров и услуг на рынке означает, что то же количество товара будет произведено по более низкой цене и по той же цене будет произведено большее количество товаров. Смещение графика предложения при уменьшении предложения товаров и услуг на рынке означает, что то же количество товара будет произведено по более высокой цене и по той же цене будет произведено меньшее количество товаров (рис. 1.5).

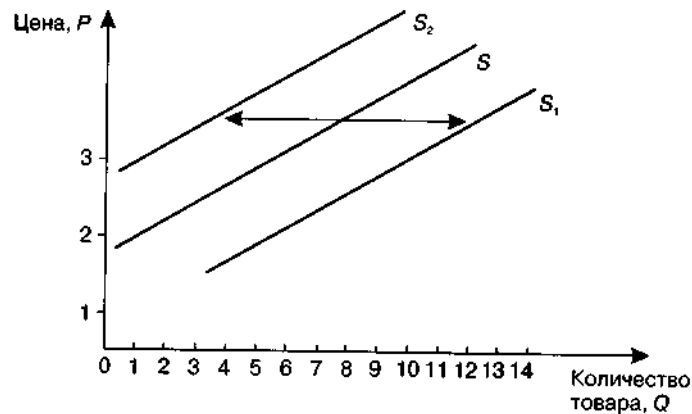


Рис. 1.5. Смещение графика предложения

Если в результате благоприятных климатических условий прогнозируется значительное увеличение производства пшеницы по сравнению с прошлогодним урожаем, то в отношении приведенного ниже графического изображения зависимости цены и количества произведенной пшеницы можно сказать, что при цене 4 ед. будет произведено 13 тыс. т пшеницы и 10 тыс. т пшеницы будет произведено по цене 2,5 ед. (рис. 1.6).

На рисунке 1.7 изображено формирование равновесной цены на товар.

На основе данных графика на рис. 1.7 можно утверждать:

1. Равновесная цена равна 3 ед. за единицу товара, так как объем спроса (7 ед.) в точности равен объему предложения (7 ед.).
2. При цене, равной 4 ед., на рынке будет переизбыток товара, что вызовет снижение цены.

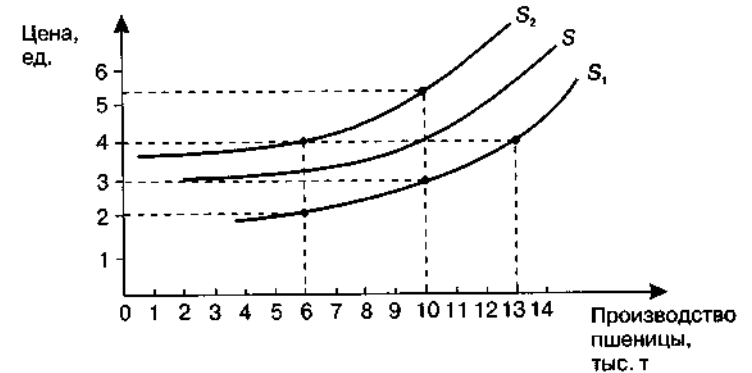


Рис. 1.6. Зависимость цены и количества произведенного товара

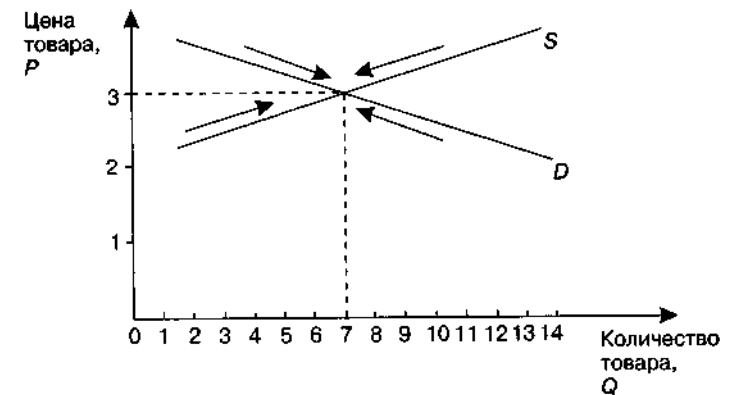


Рис. 1.7. Формирование равновесной цены на товар

3. При цене, равной 2 ед., на рынке будет недостаток товара, что вызовет повышение цены.

1.5. МАКРОЭКОНОМИКА

Макроэкономика — раздел общей экономической теории, в котором исследуются фундаментальные проблемы экономики на уровне национального хозяйства в целом. Термин «макроэкономика» введен в оборот относительно недавно, но сам макроэкономический анализ возник почти одновременно с экономической наукой. Макроэкономика исследует *общеекономические процессы в целом*, изучает условия и результаты деятельности на рынке *всех субъектов* экономических отно-

шений. Для поддержания равновесия между ними необходим особый субъект — государство. Поэтому в макроэкономике *важнейшим экономическим агентом становится государство*, наличие которого также предполагает и микроэкономика, но далеко не на первых ролях.

Хозяйственные явления рассматриваются макроэкономикой в их совокупности. Но в результате совместных действий участников экономических отношений появляются результаты, которые могут иметь как положительные, так и отрицательные последствия для системы в целом и для ее отдельных агентов. В этом случае вмешательство государства в экономические отношения призвано определенным образом их корректировать. Действия правительства, направленные на стабилизацию и развитие хозяйственных отношений, называются *экономической политикой*.

Домашние хозяйства — основной потребитель рыночных продуктов, являются собственниками факторов производства — труда, капитала, земли, предпринимательских услуг. Взамен они получают соответствующие факторные доходы, часть которых потребляется, а остаток идет на сбережения.

Фирмы в свою очередь поставляют продукцию на рынок благ и услуг, получая взамен их денежный эквивалент. Основными покупателями на этом рынке выступают домашние хозяйства, которые потребляют значительную часть благ. Кроме **того**, фирмы предъявляют спрос на факторы производства и инвестируют как собственные средства, так и сбережения домашних хозяйств.

Государство в лице различных организаций взаимодействует с домашними хозяйствами через налоги, которые оно получает с индивидуальных доходов граждан, обеспечивая им со своей стороны социальную защиту в виде пенсий, пособий, стипендий, бесплатного медицинского обслуживания и образования.

Налоги, которые фирмы выплачивают правительству, частично уравниваются дотациями со стороны государства, инвестированием различных проектов и кредитами, выделяемыми центральной финансовой системой. Сбор налогов осуществляется государством для его содержания и производства общественных благ. Последние в отличие от благ, производимых в предпринимательском секторе, даются потребителям «бесплатно», т.е. без непосредственной оплаты каждой потребляемой единицы блага. Государство как производитель общественных благ способствует повышению продуктивности предпринимательского сектора и домашних хозяйств.

В макроэкономической системе государство выполняет также еще одну важную функцию — создание (предложение) денег, необходимых

для удовлетворения потребностей домашних хозяйств, фирм и самого государства. Взаимосвязь государства с **домашними** хозяйствами и фирмами осуществляется через рынок благ и рынок факторов производства. На рынке благ государственные структуры приобретают в основном инвестиционные товары и вооружение, оплачивая их из бюджетных поступлений. С рынка факторов производства государство берет рабочую силу, обеспечивая обратное движение денежных средств в виде заработной платы.

Роль личных домашних хозяйств (домохозяйств) и предприятий как субъектов экономической деятельности проявляется в следующем:

- 1) домохозяйства являются поставщиками ресурсов (земли, труда, капитала);
- 2) домохозяйства являются потребителями произведенных предприятиями товаров и услуг;
- 3) домохозяйства получают от **предприятий** плату за предоставленные ресурсы в виде земельной ренты, заработной платы и процента.

Роль государства как субъекта экономической деятельности проявляется в следующем:

- 1) государство является потребителем ресурсов и произведенных предприятиями товаров и услуг;
- 2) государство является поставщиком услуг в виде общественных благ.

Макроэкономический **анализ** предполагает использование множества экономических показателей, которые предоставляются статистикой, и в частности системой национальных счетов (СНС). В рамках СНС определяются некоторые основные статистические агрегаты, которые широко используются как показатели экономической активности на уровне экономики в целом.

Валовой национальный продукт (ВНП) характеризует стоимость товаров и услуг в ценах конечного покупателя, но только созданную с помощью ресурсов, *принадлежащих этой стране, независимо* от их географического использования. Иными словами, в этом случае не имеет никакого значения, находятся национальные факторы производства в процессе их использования на территории страны, которой они принадлежат, или за ее пределами.

Другими словами, совокупная рыночная стоимость всего объема конечного производства товаров и услуг в экономике за один год называется *валовым национальным продуктом*.

При расчете ВНП *по расходам* суммируются расходы на конечное потребление товаров и услуг домашних хозяйств, государства; валовые инвестиции; чистый экспорт. Фактически речь идет о совокупном

спросе на произведенный ВВП. Суммарные расходы можно разложить на несколько компонентов:

$$\text{ВВП} = C + I + G + X_n$$

где C — *личные потребительские расходы*, включая расходы домашних хозяйств на товары длительного пользования и текущего потребления, на услуги, но без расходов на покупку жилья;

I — *валовые инвестиции*, включающие производственные капиталовложения или инвестиции в основные производственные фонды (затраты фирм на приобретение новых производственных предприятий и оборудования); инвестиции в жилищное строительство; инвестиции в запасы (рост запасов учитывается со знаком «+», уменьшение — со знаком «-»). Валовые инвестиции можно также представить как сумму *чистых инвестиций и амортизации*. Чистые инвестиции увеличивают запас капитала в экономике. В состав валовых инвестиций входят:

а) расходы предприятий на возмещение потребленного основного и оборотного капитала (зданий, оборудования, товарных запасов и пр.);

б) расходы предприятий на приобретение дополнительных элементов основного и оборотного капитала (зданий, оборудования и товарных запасов).

В состав амортизационных отчислений входят расходы предприятий на возмещение потребленного капитала;

G — *государственные закупки товаров и услуг* — например, расходы на строительство и содержание школ, дорог, содержание армии и государственного аппарата управления и пр. Однако это лишь часть государственных расходов, которые включаются в госбюджет. Сюда не входят, например, трансфертные платежи;

X_n — *чистый экспорт* товаров и услуг за рубеж, рассчитываемый как разность экспорта и импорта.

Следовательно, в состав валового национального продукта входят:

- 1) расходы домашних хозяйств на товары и потребительские услуги;
- 2) амортизационные отчисления;
- 3) чистые инвестиции предприятий;
- 4) государственные закупки товаров и услуг;
- 5) разница между объемом экспорта и импорта продукции в стране.

Показатель валового национального продукта отличается от показателя чистого национального продукта на величину амортизационных отчислений. Показатель чистого национального продукта измеряет объем производства, предназначенного для накопления и потребления.

Чистый национальный продукт (ЧНП) — это ВВП, «очищенный» от амортизационных отчислений, т.е. от стоимости инвестиционных товаров, остающихся в сфере производства. ЧНП отражает величину стоимости ВВП, идущей на потребление населения и на частные инвестиции:

$$\text{ЧНП} = \text{ВВП} - A.$$

Но ЧНП содержит в себе *косвенные налоги*, в которые входят акцизы и таможенные пошлины. Показатель национального дохода отличается от показателя чистого национального продукта на величину косвенных налогов. Если из общего объема ЧНП вычесть косвенные налоги, то полученная сумма отразит величину *национального дохода (НД)*:

$$\text{НД} = \text{ЧНП} - \text{Косвенные налоги}.$$

Национальный доход показывает совокупный доход предприятий и домашних хозяйств, полученный в виде платы за предоставленные ресурсы (земля, труд и капитал) для производства национального продукта. Но не все средства, которые заработаны, владельцы факторов производства могут тратить на личное потребление и сбережения. Для **определения личного дохода (ЛД)** из величины НД необходимо **вычесть**:

- взносы на социальное страхование граждан;
 - налоги на прибыль государственных предприятий и частных фирм;
 - прибыль предприятий и фирм, остающуюся на их счетах (неразделенная прибыль);
- и **прибавить**:
- дивиденды;
 - трансфертные платежи;
 - полученные проценты.

Доходы, выплачиваемые государством напрямую индивидам и семьям (стипендии, пенсии, пособия и пр.), называются *трансфертными платежами*.

Чистый доход индивидов и семей равен личному доходу за вычетом индивидуальных налогов.

Чистый доход индивидов и семей равен сумме расходов на потребление и сбережений. Часть чистого дохода, которая не расходуется на потребление, называется сбережениями. Величина сбережений зависит от величины полученного дохода. Однако **зависимость сбережений от величины дохода не является линейной**.

Совокупное личное потребление состоит из расходов домашних хозяйств:

- 1) на товары текущего пользования;

- 2) товары длительного пользования;
- 3) потребительские услуги.

Расходы домашних хозяйств на товары длительного пользования *не входят* в состав валовых инвестиций.

1.6. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Современное понимание природы финансовой системы не ограничивается сведением ее к поверхностным формам аккумуляции, распределения и перераспределения финансовых потоков. Финансовая система — это определенное институциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их последующего использования в производительном секторе экономики.

Распределение ресурсов осуществляют финансовые рынки и финансовые институты, выполняющие различные посреднические услуги.

Для современной рыночной экономики финансовый рынок является «нервным центром» экономики. Это чрезвычайно сложная структура с множеством участников — финансовых посредников, оперирующих с различными финансовыми инструментами и выполняющих разнообразные функции по обслуживанию экономических процессов и управлению.

В наиболее общем виде финансовый рынок можно определить как совокупность экономических отношений, возникающих между его участниками по поводу купли-продажи финансовых инструментов и финансовых услуг. Следует отметить, что понятие финансового рынка как таковое не закреплено в законодательстве Российской Федерации (далее — законодательство РФ). Последнее содержит лишь понятие «рынок финансовых услуг». Так, ст. 3 Федерального закона от 23 июня 1999 г. № 117-ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» определяет рынок финансовых услуг как «сферу деятельности финансовых организаций на территории Российской Федерации или ее части, определяемую исходя из места предоставления финансовой услуги **потребителям**». При этом поясняется, что «финансовая услуга — это деятельность, связанная с привлечением и использованием денежных средств юридических и физических лиц, а именно: осуществление банковских операций и сделок, предоставление страховых услуг и услуг на рынке ценных бумаг, заключение договоров финансовой аренды (лизинга) и договоров по доверительному управлению денежными средствами или ценными бумагами, а также иные услуги финансового характера». Таким образом, финансовый рынок опосредует совокупность экономических отношений, возникающих между его участниками

по поводу купли-продажи финансовых инструментов и финансовых услуг.

Финансовый рынок представляет собой чрезвычайно сложную систему, в которой деньги и другие финансовые активы и обязательства участников рынка обособились от своей материальной основы и получили способность к самостоятельному обращению.

Сущность финансового рынка раскрывается теми функциями, которые он выполняет в экономической системе (рис. 1.8).

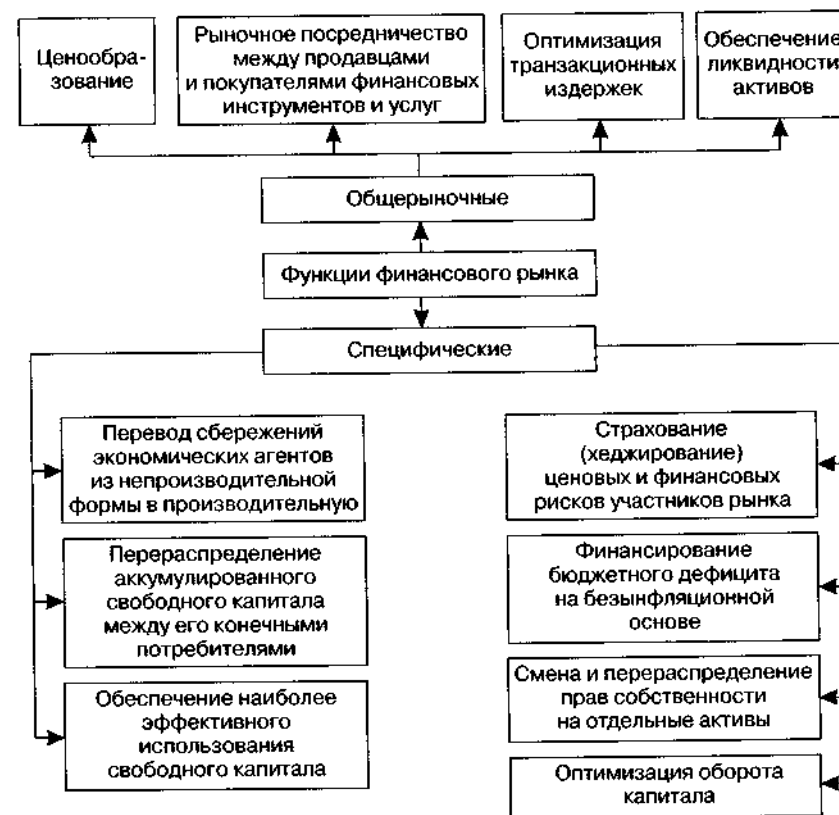


Рис. 1.8. Функции финансового рынка

В общем виде все функции финансового рынка можно подразделить на общерыночные и специфические. Общерыночные присущи любому рынку как некоему организующему началу. Содержание же специфических функций определяется теми особенностями, **которые**

ми обладает финансовый рынок по отношению к рынкам продукции, благ, нефинансовых услуг и т.п. Рассмотрим функции финансового рынка более подробно. Сначала — общерыночные, затем — специфические.

К общерыночным функциям финансового рынка относятся следующие.

Ценообразование. Реализуется посредством концентрации спроса на финансовые услуги и инструменты, с одной стороны, и их предложения — с другой. Тем самым обеспечивается процесс формирования рыночных цен на отдельные финансовые инструменты и услуги, наиболее объективно отражающие соотношение спроса и предложения.

Рыночный механизм ценообразования дополняет государственное ценообразование и находится под определенным воздействием государственного регулирования.

Рыночное посредничество между продавцами и покупателями финансовых инструментов и услуг. На финансовом рынке на профессиональной основе действует ряд специальных финансовых посредников, осуществляющих и облегчающих взаимодействие продавцов и покупателей. На первый взгляд может показаться, что прямое взаимодействие продавцов и покупателей более выгодно с финансовой точки зрения. Однако в развитой экономике это не так. Для продавцов на финансовом рынке за счет специальных финансовых посредников снижаются финансовый и другие риски, облегчается поиск подходящих покупателей, обеспечивается решение проблем ликвидности. Для покупателей преимущества наличия финансовых посредников выражаются, во-первых, в решении проблемы поиска покупателей; во-вторых, финансовые посредники осуществляют трансформацию сроков и объемов предоставления финансовых **ресурсов**, инструментов и услуг, восполняя разрыв между предпочтениями ликвидности продавцов и покупателей; в-третьих, благодаря уменьшению финансовых и прочих рисков удешевляется стоимость самих финансовых инструментов и услуг.

Оптимизация транзакционных издержек. Оптимизация достигается за счет так называемого эффекта масштаба, а также за счет концентрации операций с финансовыми **инструментами** и большого числа сделок, осуществляемых в организованном секторе рынка, стандартизации отдельных видов контрактов и т.п.

Обеспечение ликвидности активов. В условиях рыночной экономики подавляющая часть финансовых активов предприятий, государства и других экономических субъектов продается через систему разнообразных институтов финансового рынка. В процессе этой свободной

продажи становится возможной конверсия разнообразных финансовых активов непосредственно в денежную форму.

Специфические функции

Перевод сбережений экономических агентов из непроизводительной формы в производительную. Свободный капитал, находящийся в форме сбережений государства, предприятий и домохозяйств, вовлекается через механизм финансового рынка отдельными его участниками для последующего эффективного использования в экономике страны.

Перераспределение аккумулированного свободного капитала между его конечными потребителями. Механизм функционирования финансового рынка обеспечивает выявление объема и структуры спроса на отдельные финансовые активы и своевременное его удовлетворение в разрезе этих категорий потребителей, временно нуждающихся в привлечении капитала из внешних источников.

Обеспечение наиболее эффективного использования свободного капитала. Механизм финансового рынка предполагает, что конечные направления использования свободных капиталов предопределяются в первую очередь с позиций обеспечения высокого уровня доходности. Иными словами, свободный капитал перераспределяется самим рынком в наиболее эффективные отрасли хозяйствования.

Страхование (хеджирование) ценовых и финансовых рисков участников рынка. Финансовый рынок выработал свой собственный механизм страхования ценового и финансового рисков через систему специальных финансовых инструментов. Этот механизм в условиях нестабильности конъюнктур финансовых и товарных рынков позволяет до минимума снизить финансовый и коммерческий риск продавцов и покупателей финансовых активов и реального товара, связанный с изменением цен на них. Кроме того, в системе финансового рынка получили широкое распространение классические страховые услуги.

Финансирование бюджетного дефицита на безинфляционной основе. За счет выпуска в обращение отдельных инструментов финансового рынка государство как экономический субъект получает возможность воздействовать на состав и объем денежной массы в стране, перераспределяя ее структуру между теми или иными денежными агрегатами. Тем самым государство получает финансовые ресурсы для реализации своих функций и программ, фактически не прибегая к дополнительной эмиссии денежных средств.

Смена и перераспределение прав собственности на отдельные активы. Эти процессы становятся возможными благодаря покупке-про-

даже на финансовом рынке разнообразных финансовых инструментов, фиксирующих титул собственности.

Оптимизация оборота капитала. Обеспечивая мобилизацию, распределение и эффективное использование свободного капитала, удовлетворяя в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных хозяйствующих субъектов, финансовый рынок способствует активизации экономических процессов, ускорению оборота используемого капитала, каждый цикл которого генерирует дополнительную прибыль и прирост национального дохода.

Понятие «финансовый рынок» является в определенной мере собирательным, обобщенным. В реальной практике оно характеризует обширную систему отдельных видов финансовых рынков в зависимости от того или иного классификационного признака, положенного в основу дифференциации (рис. 1.9).

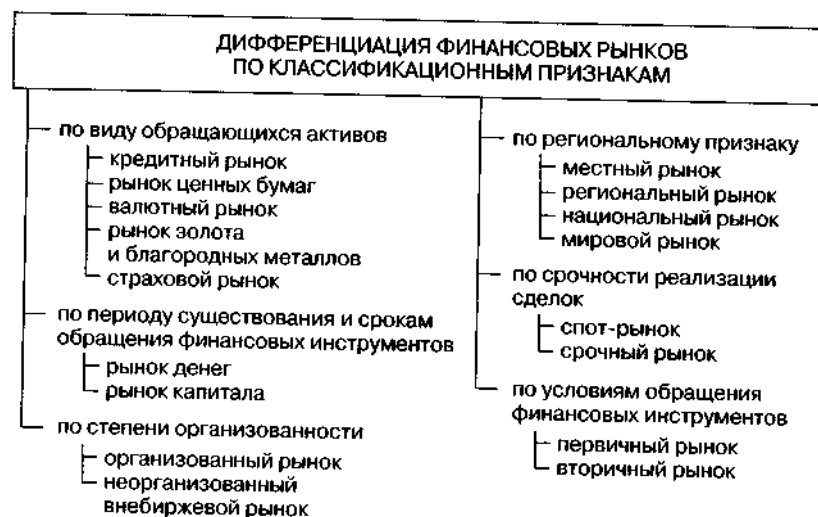


Рис. 1.9. Классификация финансовых рынков

Рынок ссудного капитала (или кредитный рынок). Рынок, на котором объектом купли-продажи выступают свободные кредитные ресурсы и обслуживающие их финансовые инструменты, обращение которых осуществляется на принципах возвратности и платности.

Рынок ценных бумаг. Объектом купли-продажи на этом рынке выступают все виды ценных бумаг, эмитированных государством, предприятиями и финансовыми институтами. В странах с развитой рыноч-

ной экономикой рынок ценных бумаг является наиболее обширным видом финансового рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов.

Валютный рынок. Рынок, на котором объектом купли-продажи выступают иностранная валюта и финансовые инструменты, обслуживающие операции с ней. Он позволяет удовлетворить потребности хозяйствующих субъектов в иностранной валюте для осуществления внешнеэкономических операций, обеспечить минимизацию связанных с этим финансовых рисков, установить реальный валютный курс.

Рынок золота и других благородных металлов. Объектом купли-продажи выступают драгоценные металлы. На этом рынке осуществляются операции страхования финансовых активов, обеспечения резервирования этих активов для приобретения необходимой валюты в процессе международных расчетов, осуществления финансовых спекулятивных сделок. Этот же рынок удовлетворяет потребности в промышленно-бытовом потреблении драгоценных металлов, в их частной тизаврации. Многофункциональность рынка золота связана с тем, что оно является не только общепризнанным финансовым активом и наиболее безопасным средством резервирования свободных финансовых ресурсов, но и ценным сырьевым товаром для ряда производственных предприятий.

Страховой рынок. Рынок, на котором объектом купли-продажи выступает страховая защита в форме различных предлагаемых страховых продуктов.

Рынок денег. Рынок наличных денег и безналичных денежных средств, а также рынок финансовых инструментов со сроком обращения до одного года. Функционирование этого краткосрочного сегмента финансового рынка позволяет экономическим субъектам решать проблемы как восполнения недостатка денежных активов для обеспечения текущей платежеспособности, так и эффективного использования их свободного остатка. Финансовые активы, обращающиеся на рынке денег, являются наиболее ликвидными, им присущ наименьший уровень финансового риска, а система формирования цен на них является относительно простой. Денежный рынок обслуживает сферу обращения, капитал функционирует на нем как средство обращения и платежа, что определяет типы финансовых инструментов на этом рынке.

Сегодня денежный оборот в любой развитой стране представлен не только купюрами и монетами, но и средствами на банковских счетах, которые можно или обратить в наличные, или беспрепятственно осуществить ими безналичный платеж. Поэтому экономисты часто

используют вместо термина «деньги» понятие «денежная масса». Для измерения ее состава и структуры используются *денежные агрегаты*: **M1**, **M2**, **M3** (в зависимости от сложности перемещения средств, их «скованности» в процессе трансформации в наличные деньги). Состав и количество используемых денежных агрегатов различаются по странам.

Согласно классификации, используемой в США, денежные агрегаты представлены следующим образом (в порядке убывания степени ликвидности):

M1 — наличные деньги (банкноты и монеты), депозиты до востребования, дорожные чеки, прочие чековые депозиты;

M2 — **M1** плюс нечековые сберегательные депозиты, срочные вклады (до 100 тыс. **дол.**);

M3 — **M2** плюс срочные вклады свыше 100 тыс. **дол.**, депозитные сертификаты и др.

В макроэкономическом анализе чаще других используются агрегаты **M1** и **M2**. Иногда выделяется показатель наличности **МО** или **C** (от **англ. currency**) как часть **M1**.

В российской практике по методике Банка России агрегат **МО** включает в себя наличные деньги, т.е. металлические монеты и банкноты, непосредственно обращающиеся в государстве. В составе агрегата **M1** учитывается агрегат **МО**, а также:

- а) депозиты до востребования частных лиц в Сбербанке России;
- б) вклады в коммерческих банках;

в) средства на расчетных и специальных счетах нефинансовых агентов.

Денежный агрегат **M2** охватывает более широкое пространство в экономической системе и отражает деньги как достаточно ликвидное средство накопления, пригодное для использования в расчетах. Кроме активов агрегата **M1** он включает активы, имеющие фиксированную номинальную стоимость и способные превращаться для совершения платежей в наличные деньги или **транзакционные** депозиты. В отличие от активов агрегата **M1** активы этой группы не могут непосредственно переводиться от одного лица к другому, хотя обладают достаточно высокой ликвидностью. По методике Банка России в этот агрегат добавляются срочные **вклады**, хранящиеся в Сбербанке России.

Денежный агрегат **M3** включает в себя агрегат **M2**, а также депозитные сертификаты, долгосрочные ценные бумаги и срочные депозиты длительного хранения (от 90 до 360 дней).

Рынок капитала. На этом рынке продаются и покупаются рыночные финансовые инструменты и финансовые услуги со сроком обращения более одного года. Рынок капиталов обслуживает процесс рас-

ширенного воспроизводства: капитал функционирует как самовозрастающая стоимость.

Функционирование рынка капитала позволяет экономическим субъектам решать проблемы формирования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов и эффективного финансового инвестирования (осуществления долгосрочных финансовых вложений). Финансовые активы этого сегмента рынка, как правило, менее ликвидны, им присущ наибольший уровень финансового риска и, следовательно, более высокий уровень доходности.

Представленное деление финансового рынка на рынок денег и рынок капитала в современных условиях приобретает все более условный характер, так как рыночные финансовые технологии и условия эмиссии многих финансовых инструментов предусматривают относительно простой и быстрый способ трансформации отдельных краткосрочных финансовых активов в долгосрочные и наоборот.

Характеризуя отдельные виды финансовых рынков по обоим рассмотренным выше признакам, следует отметить, что эти виды рынков тесно взаимосвязаны друг с другом и функционируют в одном рыночном пространстве. Так, все виды рынков, выделяемых по типу обращающихся на них активов, могут быть одновременно отнесены и к рынку денег, и к рынку капитала. Например, часть инструментов рынка ценных бумаг, таких как векселя, чеки, казначейские обязательства, относятся к рынку денег, а такие инструменты, как акция, долгосрочные облигации и ряд других, — к рынку капитала. Та часть рынка ценных бумаг, инструменты которой относятся к рынку капиталов, называется *фондовым рынком*.

Организованный (биржевой) рынок. Торговля на этом рынке ведется специально созданным для этих целей организатором торговли на постоянной основе по строго установленным этим организатором правилам между специально отобранными (как правило, лицензированными) участниками. На организованном финансовом рынке обеспечивается высокая концентрация спроса и предложения в едином месте, устанавливается наиболее объективная система цен на отдельные финансовые инструменты и услуги, проводится проверка качества предлагаемых инструментов и услуг. Этот рынок представлен системой валютных и фондовых бирж, торговля на которых ведется инструментами, прошедшими процедуру качественного отбора и допуска к торгам — процедуру листинга. Участниками торгов выступают специализированные финансовые институты, действующие на основании специального разрешения — лицензии. Процедура ценообразования и торгов носит гласный публичный характер, биржа гарантирует участникам торгов исполнение сделок, заключенных на ее площадке.

Неорганизованный внебиржевой (или «уличный») рынок.

На этом рынке осуществляется купля-продажа **финансовых** инструментов и услуг, сделки по которым **не** регистрируются на бирже. Этот рынок характеризуется более высоким уровнем финансового риска. Указанное обстоятельство обусловлено, во-первых, отсутствием процедуры качественного отбора торгуемых финансовых инструментов и услуг (на бирже эта процедура называется листингом), а во-вторых, отсутствием в заключаемых сделках посредника в виде биржи, который принимал бы на себя риски неисполнения сделок со стороны контрагентов. Вместе с тем этот рынок обеспечивает обращение более широкого спектра финансовых инструментов и услуг, удовлетворяет потребность отдельных инвесторов в финансовых инструментах с высоким уровнем риска, а соответственно приносящих и более высокий доход. В режиме **неорганизованного** финансового рынка осуществляется определенная часть **операций** с ценными бумагами и основной объем кредитных и страховых операций.

Местный финансовый рынок представлен в основном операциями коммерческих банков, страховых компаний, неорганизованных торговцев ценными бумагами с их контрагентами — местными хозяйствующими субъектами и населением.

Региональный финансовый рынок. Рынок, функционирующий в масштабах области (республики) и наряду с местными неорганизованными рынками включающий систему региональных фондовых и валютных бирж.

Национальный финансовый рынок включает всю систему финансовых рынков страны, все их виды и организационные формы.

Мировой финансовый рынок является составной частью мировой финансовой системы, в которую интегрированы национальные финансовые рынки стран с открытой экономикой.

Спотовый рынок. Рынок с немедленным исполнением сделок. Заключенные сделки исполняются либо в день совершения сделки, либо в течение нескольких следующих дней, но не более пяти.

Срочный рынок. Отличается тем, что исполнение обязательств по совершенным сделкам может отставать от дня их заключения более чем на пять дней. Предметом обращения на этом рынке являются, как правило, фондовые, валютные и товарные **деривативы (производные финансовые инструменты)**.

Первичный рынок. На этом рынке происходит процесс отчуждения ценных бумаг их первым покупателям. Как правило, это происходит в результате эмиссии. Это размещение обычно организует *андеррайтер* (инвестиционный дилер), который самостоятельно или

с группой соандеррайтеров покупает весь (или основной) объем эмитированных ценных бумаг с целью их последующей продажи конечным инвесторам.

Вторичный рынок. Здесь заключаются дальнейшие сделки по купле-продаже ранее выпущенных и размещенных ценных бумаг. Вторичный рынок охватывает преимущественную часть биржевого и внебиржевого оборота ценных бумаг. Вторичный рынок обеспечивает постоянную ликвидность торгуемых ценных бумаг и распределение финансовых рисков.

Приведенная классификация финансовых рынков может быть существенно углублена за счет соответствующей сегментации каждого из видов этих рынков. Так, в рамках кредитного рынка выделяются обычно такие его сегменты, как рынок межбанковского кредита, рынок кредита небанковских финансово-кредитных организаций. В свою очередь каждый из этих сегментов может быть разделен еще на более узкие микросегменты: рынок кратко- и долгосрочного кредита, рынок ипотечного кредита и т.п.

В рамках фондового рынка выделяют такие основные сегменты, как рынок акций, рынок корпоративных и государственных облигаций, рынок деривативов и т.д.

В рамках валютного рынка выделяют рынок долларов США, рынок евро, рынок японской йены и т.д.

Сегментами страхового рынка являются рынок страхования имущества (активов) и рынок страхования ответственности. В рамках каждого из них могут быть выделены сегменты рынка обязательного и добровольного страхования, а также отдельные микросегменты по видам страхования продуктов.

В рамках золота и других драгоценных металлов принято выделять следующие основные сегменты: рынок золота, рынок серебра, рынок платины.

Сегментация различных видов финансового рынка в наиболее общем виде представлена на рис. 1.10.

Уже из приведенных классификаций становится понятно, что рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью финансовых рынков.

Очевидно, что понятие «финансовые рынки» шире, чем понятие «рынки ценных бумаг». Так, например, к финансовым рынкам относятся и прямые банковские кредиты, и внутрифирменные кредиты, и перераспределение финансовых ресурсов через государственные и частные пенсионные системы, и аккумуляция ресурсов в страховом бизнесе.

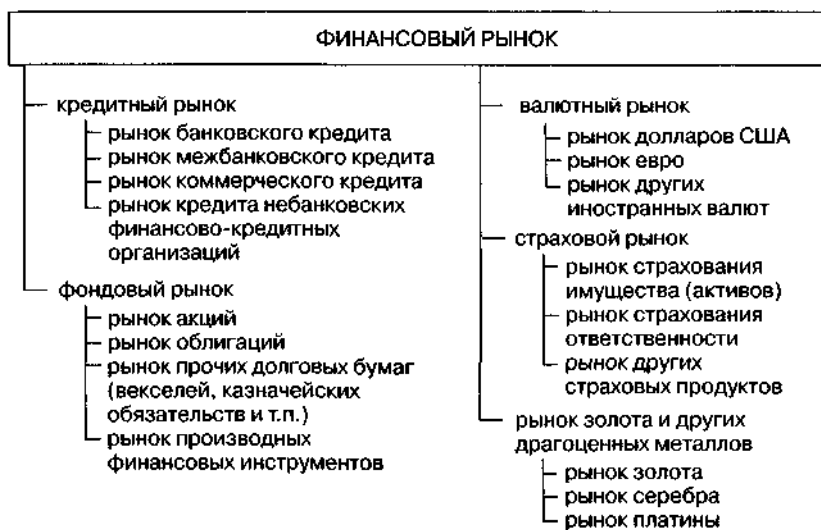


Рис. 1.10. Основные сегменты различных видов финансового рынка

Важнейшую роль в перемещении средств в рамках финансовой системы играют финансовые посредники (институты), которые на финансовом рынке взаимодействуют с хозяйственными субъектами, населением и между собой. По сути их роль сводится к аккумулированию небольших, часто краткосрочных сбережений многих мелких владельцев (инвесторов) и последующему долгосрочному инвестированию аккумулированных средств.

К *основным поставщикам ресурсов* на финансовый рынок относятся страховые компании, домохозяйства, паевые инвестиционные фонды. К *основным потребителям ресурсов* на финансовом рынке относятся центральные органы государственной власти и предприятия — производители товаров и услуг.

Поскольку центральное правительство и местные органы власти должны обеспечивать финансирование своей деятельности до того, как поступят доходы от налогообложения и из других источников, и деятельность этих категорий заемщиков осуществляется в большом масштабе, то совсем неудивительно, что правительства являются самыми крупными заемщиками. Конечно, тот факт, что правительства и местные органы власти выступают крупнейшими заемщиками, также означает, что они становятся и основными поставщиками капитала в момент окончания срока погашения займов в тех случаях, когда займы не пролонгируются и не увеличиваются. Такое заимствование прини-

мает разные формы в зависимости от сроков погашения и соответственно по разным причинам привлекает различные категории поставщиков капитала.

Срок правительственных заимствований во многом зависит от причины возникновения потребности в средствах и от того периода времени, которого, по расчетам правительства, будет достаточно для погашения займа. В то же время государство может использовать эту систему с тем, чтобы показать рынку в целом, какими должны быть основные тенденции для реализации финансовой политики государства, и в частности политики в области процентных ставок.

Таким образом, государства могут выпускать краткосрочные долговые инструменты для того, чтобы сгладить денежные потоки своих собственных ресурсов на настоящий момент. Это делается независимо от причин появления у государства срочной потребности в средствах либо для того, чтобы заплатить своевременно за товары и услуги в случае нехватки денег в казне, либо для того, чтобы увеличить краткосрочные денежные ресурсы государства по каким-либо другим причинам.

Государство может использовать краткосрочные формы заимствования в целях контроля за краткосрочными банковскими процентными ставками. Например, если правительство считает, что оно должно стать более конкурентоспособным на международном рынке, то оно может повысить процентные ставки. В связи с этим оно может выпустить новый краткосрочный займ и предложить более высокие процентные ставки, тем самым показывая рынку, что в целом процентные ставки начинают расти. Государство также может использовать выпуски таких долговых инструментов в целях контроля денежной массы, находящейся в финансовой системе. Выпуск краткосрочных займов при условии их приобретения покупателями в принципе изымает денежную массу из обращения, что оставляет меньше средств, которые могут быть использованы для покупки товаров и услуг, и это также позволяет контролировать способность страны тратить деньги на потребительские товары.

Правительство также может заимствовать деньги для финансирования краткосрочных проектов или для финансирования покупки различных активов. Из политических соображений правительство, даже если у него есть какие-то долгосрочные проекты, может продолжать заимствовать краткосрочные средства для того, чтобы уравновесить рыночные силы спроса, в частности, для того, чтобы позволить корпоративному сектору получать долгосрочные кредиты. Иными словами, в тех случаях, когда компании получили долгосрочные проекты,

или правительство стремится создать стимулы к строительству (что требует долгосрочного финансирования), то оно может ограничить себя в стремлении конкурировать за долгосрочные ресурсы, используя рынок краткосрочных заимствований. Важным для инвесторов в этой ситуации является тот факт, что кредитоспособность компаний вряд ли будет такой же высокой, как и кредитоспособность правительства.

Для того чтобы правительство могло оплачивать другие крупные контракты, а также в целях погашения долгосрочных займов ему могут понадобиться более долгосрочные средства. Таким образом, государство использует эту часть рынка для финансирования крупных национальных и международных проектов и программ. Размещение и выкуп правительством своих краткосрочных обязательств (казначейских векселей) оказывает влияние на состояние денежной массы в стране. Размещение правительством краткосрочных обязательств сокращает денежную массу, находящуюся в обращении, тогда как выкуп правительством краткосрочных обязательств увеличивает денежную массу, находящуюся в обращении.

Рынок ценных бумаг является важной составной частью как денежного рынка, так и рынка капиталов, которые в совокупности составляют финансовый рынок. Рынок ценных бумаг позволяет правительствам и предприятиям расширять круг источников финансирования, не ограничиваясь самофинансированием и банковскими кредитами. Потенциальные инвесторы в свою очередь с помощью рынка ценных бумаг получают возможность вкладывать свои сбережения в более широкий круг финансовых инструментов, тем самым получая большие возможности для выбора.

При существовании рынка ценных бумаг вкладчик может получить прямой доступ к предприятию и точно также предприятие может непосредственно обратиться к вкладчику как к источнику финансирования. Эти взаимоотношения называются *первичным рынком*. Вкладчик — теперь инвестор — желает иметь возможность быстро реализовать свои инвестиции. В этой связи рынок ценных бумаг, используя посредников и формируя финансовые учреждения, создает вторичный рынок, который способствует решению таких задач.

Единой модели, обеспечивающей успешное функционирование рынка ценных бумаг, не существует. На практике невозможно и нежелательно копировать рынок ценных бумаг только потому, что он нормально функционирует в других странах. Важно также понимать, что рынки ценных бумаг непрерывно развиваются, что вызвано изменениями ситуации в стране, экономической политики, развитием технологий, введением регулятивных мер и появлением новых продуктов

и структур затрат. Таким образом, можно утверждать, что рынки представляют собой не окончательно сформированные и застывшие структуры, а постоянно развивающиеся организмы.

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. Цель функционирования рынка ценных бумаг, как и всех финансовых рынков, состоит в том, чтобы обеспечивать наличие механизма для привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный доход. При этом очень важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал наличие механизма, способствующего эффективной передаче инвестиций (оформленных в виде тех или иных ценных бумаг) из рук в руки, причем такая передача должна иметь юридическую силу.

Рынок ценных бумаг будет выполнять стоящие перед ним задачи постоянного поддержания экономического роста только в том случае, если существует полная свобода движения таких инвестиций. Такая свобода называется *ликвидностью*. Ликвидность реализуется только при наличии такого числа покупателей и продавцов, которое будет достаточным, чтобы удовлетворять требованиям спроса и предложения, также необходимы торговые системы, которые позволяли бы покупателям и продавцам находить друг друга относительно легко.

Рынок ценных бумаг основывается на информационных потоках приемлемого качества, из которых можно узнать о наличии инвестиционных продуктов и о заинтересованных заемщиках и кредиторах. Таким образом, одна из основных ролей рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы обеспечивать точность, правильность и содержательность предоставляемой информации. Это позволяет поддерживать уверенность и доверие между заемщиками, кредиторами, инвесторами и общественностью.

Вторым участником после государства по масштабам заимствований выступает корпоративная сфера. Промышленное предприятие или коммерческая фирма также время от времени испытывают потребности в привлечении дополнительных денежных ресурсов. С точки зрения финансового менеджмента компаниям в любой ситуации не рекомендуется привлекать новые ресурсы только за счет размещения новых акций среди владельцев компаний. Для компании в вопросе привлечения финансирования самым важным является стоимость дополнительного капитала.

В отношении стоимости и различных способов привлечения дополнительного капитала компанией следует помнить, что высокая доля заемных средств по отношению к собственному капиталу делает компанию чувствительной к неблагоприятным рыночным изменениям и может привести к ее неспособности обслуживать свой долг.

Ключевыми факторами, влияющими на принятие решения о способах привлечения дополнительного капитала предприятиями являются:

- 1) размер совокупных текущих выплат по привлеченным средствам (цена заимствования);
- 2) срок привлечения капитала;
- 3) влияние привлеченного капитала на изменение структуры совокупного капитала компании;
- 4) совокупная стоимость подготовки и проведения эмиссии (в случае выпуска ценных бумаг).

Так же, как и правительства, компании могут испытывать потребности в заимствовании средств для финансирования краткосрочных или долгосрочных проектов. Совершенно очевидно, что пройдет много времени, прежде чем проект развития начнет приносить какую-либо пользу. Компании также могут потребоваться средства для приобретения какой-либо другой компании или предприятия. Однако в отличие от правительства компания имеет право выпускать акции помимо привлечения займов. Компания также должна учитывать, сколько денежных средств она имеет на настоящий момент. Конечно, очень хорошо, если компания обладает большим количеством ценных активов и имеет много заказов, но, не имея денег, она не сможет заплатить за сырье для производства продукции, требуемой для выполнения заказов, и не сможет выплатить заработную плату персоналу и соответственно не сможет получать прибыль.

Следовательно, как и правительство, компания должна определить срок, на который ей потребуются средства, и в течение какого периода времени она сможет погасить этот долг. Соответственно для компании важно управлять своими финансами, планируя не только случаи текущих потребностей в капитале, но и прогнозируя потребность в денежных потоках, включая возможности погашения займа.

Компания должна учитывать стоимость привлечения капитала. Хотя теоретически компания, являясь юридическим лицом, может существовать бесконечно, на практике это будет возможно только в том случае, если она имеет положительные денежные потоки. Чтобы получить кредит, компания, возможно, должна будет предоставить обеспечение или гарантию того, что она сможет погасить займ. Это означает, что компания будет рисковать потерей некоторых своих активов

в том случае, если не погасит свой долг или погасит его несвоевременно; некоторые активы могут быть конфискованы для их последующей реализации и погашения долга. Если активы, которые жизненно важны для производства товаров или предоставления услуг, будут потеряны, то это может привести к закрытию предприятия. Такая практика распространяется на все формы заимствований независимо от того, были они получены в банке или через рынок ценных бумаг.

Компания может также привлекать средства на неопределенный период времени, выпуская акции. В этом случае стоимость капитала с точки зрения выплаты дивидендов по акциям контролируется самой компанией. Если компания не получила прибыли, она не обязана выплачивать дивиденды. При таких условиях может оказаться, что для компании всегда менее рискованно привлекать капитал через дальнейший выпуск акций. Однако последствием таких действий может стать размывание прав собственности акционеров компании (если, конечно, они не могут позволить себе каждый раз подписываться на новый выпуск), и это может быть неприемлемо для акционеров, владеющих контрольными пакетами.

Факторы, влияющие на стоимость капитала для компании, определяются не только ставкой кредита и периодом погашения, но и тем воздействием, которое окажет привлечение капитала на будущее благосостояние предприятия. Следовательно, при определении потребностей в финансировании необходимо оценивать соотношение между заемными и собственными средствами в структуре капитала компании. Если заемные средства намного превышают собственный капитал, то компания может стать чувствительной к неблагоприятным изменениям на рынке и к неспособности компании обслуживать свой долг. В то же время маленькая доля заемных средств по отношению к собственному капиталу может выразиться в замедлении темпов роста прибыли и вылиться в перенасыщение рынка ценных бумаг акциями компании, что в свою очередь может привести к падению цены акции и сделать компанию открытой для поглощения.

Источником средств для инвестирования являются сбережения, т.е. средства, которые не были израсходованы на потребительские нужды. Инвестиции могут исходить от государства, частных лиц, финансовых учреждений и иностранных источников. Поскольку правительство не откладывает средства специально для того, чтобы потом их инвестировать в инструменты рынка ценных бумаг, то основное внимание необходимо уделить частным лицам и финансовым учреждениям (как национальным, так и иностранным) как основным поставщикам капитала.

Частные лица могут делать сбережения, используя самые разнообразные инвестиционные продукты, но обычно только объединение мелких сумм отдельных вкладчиков в крупную сумму может удовлетворить потребности правительственных и корпоративных заемщиков. Хотя некоторая часть индивидуальных инвесторов вкладывает средства непосредственно в ценные бумаги, все-таки большая часть предпочитает косвенное инвестирование.

На финансовом рынке и на рынке ценных бумаг в частности процесс трансформации сбережений в инвестиции происходит посредством специальных посредников. К числу финансовых посредников относятся три наиболее общих типа:

- 1) депозитного типа (коммерческие банки, сберегательно-кредитные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы);
- 2) контрактно-сберегательного типа (компании по страхованию жизни и имущества, негосударственные пенсионные фонды);
- 3) инвестиционного типа (взаимные фонды или паевые, или открытые инвестиционные), траст-фонды, инвестиционные компании закрытого типа (или закрытые инвестиционные фонды).

Инвестирование средств на финансовом рынке, при котором в качестве посредников между поставщиками и потребителями инвестиций участвуют различные финансовые институты, называется *косвенным инвестированием*.

Инвестирование средств на финансовом рынке, при котором юридические или физические лица, не являющиеся финансовыми посредниками, самостоятельно инвестируют временно свободные денежные средства в материальные или финансовые активы, называется *прямым инвестированием*.

Инвестирование средств на финансовом рынке, при котором средства, вложенные большим количеством инвесторов (преимущественно мелких), объединяются в единый фонд (пул) под управлением профессионального управляющего для их последующего инвестирования с целью получения инвестиционного дохода, называется *коллективным инвестированием*. К формам коллективного инвестирования относятся паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, инвестиционные банки, негосударственные пенсионные фонды.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Охарактеризуйте составные элементы издержек производства.
2. Как видоизменяется график предложения при увеличении предложения товаров (услуг) на рынке?

3. Как видоизменяется график спроса при увеличении спроса на товары (услуги) на рынке?
4. Что означает смещение графика предложения при увеличении предложения товаров и услуг на рынке?
5. Что означает смещение графика спроса при уменьшении спроса на товары и услуги на рынке?
6. Как называется модель рыночной экономики, при которой на рынке присутствует только одна компания-производитель, выпускается уникальный товар и осуществляется значительный контроль над ценами?
7. Кто относится к основным поставщикам ресурсов на финансовый рынок?
8. Как называется инвестирование средств на финансовом рынке, при котором в качестве посредников между поставщиками и потребителями инвестиций участвуют различные финансовые институты?
9. Перечислите финансовые институты, относящиеся к финансовым посредникам инвестиционного типа.
10. Перечислите финансовые институты, относящиеся к финансовым посредникам депозитного типа.
11. Перечислите финансовые институты, относящиеся к финансовым посредникам контрактно-сберегательного типа.
12. Какие источники привлечения дополнительных средств может использовать предприятие для финансирования потребностей в постоянном капитале?
13. Перечислите финансовые инструменты, которые принято относить к инструментам рынка капиталов.
14. Укажите те сегменты финансового рынка, на которых процесс обмена финансовыми активами не имеет формы купли-продажи ценных бумаг.
15. Перечислите основные формы выплаты текущего дохода по облигациям.
16. Какие из финансовых инструментов предполагают гарантированную выплату текущего дохода?
17. Перечислите производные финансовые инструменты, базовым активом по которым могут являться акции и облигации.
18. Как называется способ снижения совокупного риска портфеля финансовых активов (ценных бумаг), заключающийся в распределении инвестиций между различными активами, входящими в него?
19. Что измеряет показатель чистого национального продукта?
20. Какой показатель измеряет совокупный доход предприятий и домашних хозяйств, полученный в виде платы за предоставленные ресурсы (земля, труд и капитал) для производства национального продукта?
21. На какую величину отличается показатель национального дохода от показателя чистого национального продукта?
22. Какие показатели необходимо вычесть из показателя национального дохода для определения показателя личного дохода?
23. Какой показатель равен сумме расходов на потребление и сбережение?

ГЛАВА 2

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Основным назначением фондового рынка является аккумулярование для целей последующего инвестирования временно свободных денежных средств посредством выпуска и обращения ценных бумаг. Общий состав участников этих процессов в зависимости от их функциональной нагрузки и преследуемых целей представлен на рис. 2.1. Специфика самого рынка, а также особенности процесса выпуска и обращения ценных бумаг и финансовых инструментов на нем предопределяют необходимость присутствия на рынке профессиональных участников. Профессиональные участники обеспечивают эффективное взаимодействие эмитента и инвестора в процессе первичного размещения и вторичного обращения ценных бумаг, выполняют функции по учету и переходу прав собственности на ценные бумаги, осуществляют торговлю и расчеты по сделкам с ценными бумагами.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — юридические лица, в том числе кредитные организации, которые осуществляют следующие виды деятельности: брокерскую деятельность, дилерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг), депозитарную деятельность, деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг, деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основании специального разрешения — лицензии, выдаваемой федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или уполномоченными ею органами на основании генеральной лицензии. Органы, выдавшие лицензии, контролируют деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг и принимают решение об отзыве выданной лицензии при нарушении законодательства РФ о ценных бумагах.

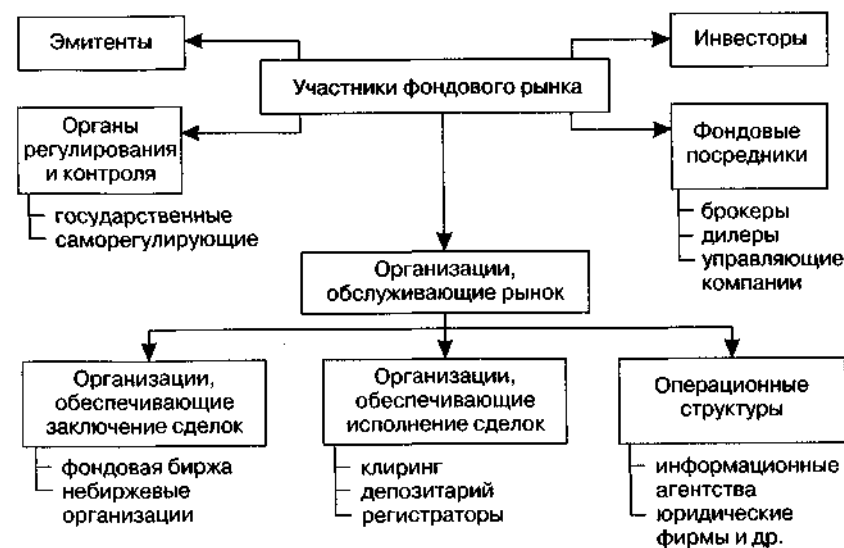


Рис. 2.1. Участники фондового рынка

Кредитные организации осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в порядке, установленном законом для профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основе трех видов **лицензий**¹:

1. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг. Выдается на следующие виды деятельности:

- брокерскую;
- дилерскую;
- по управлению ценными бумагами;
- клиринговую;
- депозитарную;
- по организации торговли.

2. Лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра.

3. Лицензия фондовой биржи. Выдается на деятельность по организации торговли в виде фондовой биржи.

¹ Приказ ФСФР России от 6 марта 2007 г. № 07-21/пз-н «Об утверждении Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

2.1. БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

В соответствии с Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг) брокерской деятельностью признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента; (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Брокер может осуществлять следующую деятельность.

1. Ведение торговли ценными бумагами на организованном и неорганизованном фондовом рынке по поручению клиента-инвестора в соответствии с договором о брокерском обслуживании. В этом случае брокер может выступать либо от имени клиента, либо от своего собственного имени, но всегда действует за счет средств клиента на основании возмездных договоров с ним. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, всегда подлежат первоочередному исполнению брокером 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 РФ. Таким образом, на брокера возложена законодательно установленная обязанность возмещения ущерба, причиненного клиенту в результате конфликта интересов, о котором клиент не был уведомлен заранее. При этом под конфликтом интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг понимается противоречие между имущественными и иными интересами профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников, осуществляющих свою деятельность на основании трудового или гражданско-правового договора, и клиента профессионального участника, в результате которого действия (бездействие) профессионального участника и (или) его работников причиняют убытки клиенту и (или) влекут иные неблагоприятные последствия для **клиента**¹.

Денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером на основании договоров с **клиен-**

тами, должны находиться на отдельном банковском счете (счетах), открываемом брокером в кредитной организации (*специальный брокерский счет*). Брокер обязан вести учет денежных средств каждого клиента, находящихся на специальном брокерском счете (**счетах**), и отчитываться перед клиентом. На денежные средства клиентов, находящихся на специальном брокерском счете (счетах), не может быть обращено взыскание по обязательствам брокера. Брокер не вправе зачислять собственные денежные средства на специальный брокерский счет (счета), за исключением случаев их возврата клиенту и (или) предоставления займа в рамках совершения маржинальных сделок.

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. Эти требования не распространяются на кредитные организации.

Закон о рынке ценных бумаг и Положение о требованиях к разделению денежных средств брокера и денежных средств его клиентов и обеспечению прав клиентов при использовании денежных средств клиентов в собственных интересах брокера, утвержденное постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам Российской Федерации (далее — ФКЦБ России) от 13 августа 2003 г. № 03-39/пс, требуют, чтобы денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером на основании договоров с клиентами, находились на отдельном банковском счете (счетах), открываемом брокером в кредитной организации (*специальный брокерский счет*). Однако специальный порядок открытия указанного счета для учета денежных средств резидентов, а также требования к договору об открытии такого счета между кредитной организацией и брокером банковским законодательством РФ не установлены. Таким образом, несмотря на то, что этот счет называется специальным брокерским счетом, с точки зрения банковского законодательства это обычный расчетный счет, который брокер использует для ограниченного круга операций.

¹ Постановление ФКЦБ России от 5 ноября 1998 г. № 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

В настоящее время взаимодействие брокера и клиента зачастую осуществляется через **интернет-торговлю**. *Использование интернет-торговли ценными бумагами дает участникам торговли и их клиентам следующие возможности:* клиенты получают возможность оперативного доступа к своим инвестиционным портфелям; брокерские компании имеют возможность существенно снизить уровень **операционных** расходов; увеличивается количество сделок с ценными **бумагами**, совершаемых через организаторов торговли.

2. Предоставление клиенту взаем денежных средств и (или) **ценных** бумаг для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом надлежащего обеспечения. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером взаем, именуются *маржинальными сделками*. Условия договора займа, в том числе сумма займа или порядок ее определения, могут быть определены договором о брокерском обслуживании. При этом документом, удостоверяющим передачу взаем определенной денежной суммы или определенного количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, определенный условиями договора.

Брокер вправе взимать с клиента проценты по предоставляемым займам. В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам брокер вправе принимать только ценные бумаги, принадлежащие клиенту и (или) приобретаемые брокером для клиента по маржинальным сделкам. Величина обеспечения, предоставленного клиентом, определяется брокером по рыночной стоимости выступающих обеспечением ценных бумаг, сложившейся на торгах фондовой биржи и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, за вычетом установленной договором скидки. Ценные бумаги, выступающие обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, подлежат переоценке.

В случаях невозврата суммы займа и (или) занятых ценных бумаг в срок, неуплаты в срок процентов по предоставленному займу, а также в случае, если величина обеспечения станет меньше суммы предоставленного клиенту займа (рыночной стоимости занятых ценных бумаг, сложившейся на торгах фондовой биржи и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг), брокер обращает взыскание на денежные средства и (или) ценные бумаги, выступающие обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, во внесудебном порядке путем реализации таких ценных бумаг на торгах фондовой биржи и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным брокером займам могут приниматься только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список фондовой биржи. Критерии ликвидности таких ценных бумаг, минимальный размер скидки, порядок определения рыночной стоимости ценных бумаг, принимаемых брокером в качестве обеспечения, порядок и условия их переоценки, а также требования к срокам, порядку и условиям реализации ценных бумаг, выступающих обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, устанавливаются нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

3. Осуществление посреднической деятельности (оказание услуг) по размещению ценных бумаг, т.е. выполнение функций посредника (андеррайтера) при размещении ценных бумаг эмитентом.

В случае оказания брокером услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг брокер вправе приобрести за свой счет не размещенные в срок, предусмотренный договором, ценные бумаги.

4. Осуществление функций агента по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев. 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 на основании 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 управляющей компанией. Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев вправе осуществлять прием заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев со дня опубликования управляющей компанией сведений об этих агентах в печатном издании, указанном в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

5. Участие в процессе формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений. Управляющая компания обязана осуществлять сделки в отношении средств пенсионных накоплений, переданных Пенсионным фондом Российской Федерации (далее — Пенсионный фонд РФ) в управление, используя услуги брокеров, отвечающих требованиям, установленным законодательством РФ, а также расторгать договоры и принимать меры к истребованию денежных средств в случаях, если брокеры перестали удовлетворять указанным требованиям.

6. Участие в процессе приватизации государственного и муниципального имущества. Для продажи акций открытых акционерных обществ через организатора торговли могут привлекаться **брокеры** в порядке, установленном Правительством Российской Федерации (далее — Правительство РФ).

7. Участие в инвестиционном процессе, реализуемом в **интересах** эмитентов, в качестве инвестиционных консультантов. Инвестиционный процесс предполагает участие брокера в консультировании эмитентов относительно структуры их капиталов и способов улучшения этой структуры. Работа заключается в сборе информации о финансово-экономическом состоянии эмитента, выборе способов привлечения инвестиционных средств, подготовке к выпуску выбранного финансового инструмента, реализации необходимых мероприятий по осуществлению выпуска, размещения ценных бумаг и регистрации итогов выпуска ценных бумаг.

8. Консультационная деятельность (консультирование инвесторов) по наиболее выгодному вложению принадлежащих им денежных средств путем распределения инвестиционного капитала. Это направление предполагает консультирование инвестора относительно качества финансовых инструментов и вариантов диверсификации инвестиционного портфеля с целью снижения рисков, присущих фондовому рынку.

2.2. ДИЛЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг 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 ценам лицом, осуществляющим такую деятельность.

При осуществлении дилерской деятельности профессиональный участник действует *от своего имени и за свой счет*.

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.

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.

*В случае совмещения **деятельности** брокера и дилера сделки, осуществляемые по поручению клиентов, по отношению к дилерским сделкам самого брокера подлежат приоритетному исполнению во всех случаях.*

2.3. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО УПРАВЛЕНИЮ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим. Наличие лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами не требуется в случае, если доверительное управление связано только с осуществлением управляющим прав по ценным бумагам.

Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего. В случае если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, нанес ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Под деятельностью по управлению ценными бумагами признается осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами, в том числе полученными управляющим в процессе деятельности по управлению ценными бумагами. В качестве объектов управления могут выступать в том числе и неэмиссионные ценные бумаги (векселя);
- денежными средствами, включая иностранную валюту, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, в том числе полученными управляющим в процессе деятельности по управлению ценными бумагами. Управляющий вправе с соблюдением требования валютного законодательства принимать в доверительное управление и осуществлять доверительное управление иностранной валютой в слу-

чае, если соответствующая иностранная валюта является предметом сделок купли-продажи на торгах, организуемых валютной биржей;

- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными **бумагами**¹.

Управляющий вправе принимать в доверительное управление и приобретать в процессе деятельности по управлению ценными **бумагами** ценные бумаги иностранных эмитентов, в том числе ценные **бумаги** иностранных государств, только в случае соблюдения одного из следующих условий:

- ценные бумаги иностранных эмитентов допущены к обращению на территории Российской Федерации в соответствии с требованиями законодательства РФ;

- ценные бумаги иностранных эмитентов прошли процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с соответствующими государственными органами которых, осуществляющими контроль на рынке ценных бумаг, федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг заключены соглашения о взаимодействии и об обмене информацией;

- ценные бумаги иностранных эмитентов прошли процедуру листинга на фондовых биржах, и права управляющего на такие ценные бумаги иностранных эмитентов учитываются лицами, осуществляющими депозитарную деятельность в соответствии с законодательством РФ.

В случае если управляющий принимает в доверительное управление или в процессе управления ценными бумагами приобретает последние в документарной форме, он обязан осуществить все необходимые меры по проверке их подлинности, а также обязан обеспечить сохранность таких ценных бумаг.

В процессе доверительного управления ценными бумагами управляющий вправе заключать на фондовых биржах срочные договоры (контракты), базовым активом которых являются фондовые индексы, ценные бумаги или другие срочные договоры (контракты).

Управляющий вправе размещать денежные средства, находящиеся в доверительном управлении, а также полученные управляющим в процессе управления ценными бумагами, на счетах и во вкладах в кре-

дитных организациях на срок, не превышающий количество календарных дней, установленное в договоре доверительного управления, за которое стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления, или не превышающий трех месяцев, в случае если договором доверительного управления не установлен срок, за который стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления.

Не допускается размещение денежных средств учредителей управления во вклады, срок возврата денежных средств по которым не определен или определен моментом востребования.

Управляющий обязан проявлять должную заботу об интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами.

Управляющий имеет право на вознаграждение, предусмотренное договором доверительного управления, а также на возмещение необходимых расходов, произведенных им при управлении ценными бумагами, в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Управляющий обязан 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. 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 такими учредителями управления. При этом брокер, совмещающий свою деятельность с деятельностью доверительного управляющего, не вправе использовать средства (денежные средства и ценные бумаги), находящиеся в доверительном управлении, в качестве обеспечения при совершении маржинальных или необеспеченных сделок в соответствии со ст. 3 Закона о рынке ценных бумаг. Кроме того, управляющий обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета денежных средств по каждому договору доверительного управления.

¹ Федеральный закон от 28 декабря 2002 г. № **185-ФЗ** «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ и о внесении дополнений в Федеральный закон „О некоммерческих **организациях**“»; приказ ФСФР России от 3 апреля 2007 г. № **07-37/пз-н** «Об утверждении Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами» (далее — приказ ФСФР России от 3 апреля 2007 г. № 07-37/пз-н).

Для учета прав на ценные **бумаги**, находящиеся в доверительном управлении, в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг **управляющий** открывает отдельный лицевой счет (счета) управляющего, а если учет прав на ценные бумаги осуществляется в депозитарии, — открывает отдельный счет (счета) депо управляющего. На одном лицевом счете управляющего (счете депо управляющего) могут учитываться ценные бумаги, **передаваемые** в доверительное управление разными учредителями управления, а также полученные в процессе управления ценными бумагами, при условии, что такое объединение ценных бумаг предусмотрено договорами доверительного управления, заключенными управляющим с такими учредителями управления. При этом управляющий обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета ценных бумаг по каждому договору доверительного управления.

Осуществление деятельности по управлению ценными бумагами требует, чтобы в соответствии с законодательством РФ управляющий и учредитель управления письменно согласовали следующие условия:

- перечень объектов доверительного управления, которые могут быть переданы управляющему в доверительное управление учредителем управления;
- перечень (состав) объектов доверительного управления (виды ценных бумаг; перечень эмитентов или групп эмитентов, чьи ценные бумаги могут являться объектами управления, по отраслевому или иному признаку (согласовывается по требованию учредителя управления); ценные бумаги, допущенные (не допущенные) к торгам, включенные (не включенные) в котировальные списки), которые вправе приобретать управляющий при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами, а также по требованию учредителя управления ограничения на приобретение отдельных видов объектов доверительного управления;
- перечень юридических лиц (групп юридических лиц по определенному признаку), чьи ценные бумаги в документарной форме, не являющиеся эмиссионными, вправе приобретать управляющий при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами, а также виды соответствующих ценных бумаг в документарной форме, в случае если возможность приобретения ценных бумаг в документарной форме, не являющихся эмиссионными, предусмотрена договором доверительного управления;
- структуру объектов доверительного управления, которую обязан поддерживать управляющий в течение всего срока действия договора, в том числе соотношение между ценными бумагами различных

видов, соотношение между ценными бумагами различных эмитентов (групп эмитентов по отраслевому или иному признаку); соотношение между ценными бумагами и денежными средствами учредителя управления, находящимися в доверительном управлении;

- виды сделок, **которые** управляющий вправе заключать с принадлежащими учредителю управления объектами доверительного управления, находящимися в доверительном управлении, а также по требованию учредителя управления — ограничения на совершение отдельных видов сделок;
- возможность заключения управляющим сделок на торгах организатора торговли (биржевые сделки), не на торгах организатора торговли (внебиржевые сделки), биржевых срочных договоров (контрактов) и внебиржевых срочных договоров (контрактов);
- порядок разрешения споров учредителя управления и управляющего, связанных с отчетом о деятельности управляющего по управлению ценными бумагами;
- методику оценки стоимости объектов доверительного управления при приеме их от учредителя управления, а также при указании их оценочной стоимости в отчете о деятельности управляющего по управлению ценными бумагами.

В случае нарушения управляющим любого из согласованных с учредителем управления условий, если соответствующее нарушение не является результатом действий управляющего, управляющий обязан устранить такое нарушение в течение 30 дней с момента нарушения, если более короткий срок не установлен в договоре доверительного управления. В случае если соответствующее нарушение является результатом действий управляющего, управляющий обязан устранить такое нарушение в течение пяти рабочих дней с момента нарушения, если более короткий срок не установлен в договоре доверительного управления.

Управляющий обязан разработать и утвердить с учетом требований законодательства **следующие** документы:

- документ, содержащий методику распределения между учредителями управления ценных бумаг (денежных средств), полученных управляющим в результате совершения сделки за счет средств разных учредителей управления. Управляющий вправе не разрабатывать эту методику в случае, если всеми договорами доверительного управления, заключенными управляющим, возможность совершения сделки за счет средств разных учредителей управления не предусмотрена;
- документ, содержащий порядок возврата управляющим лицу, с которым у него был заключен договор доверительного управления,

ценных бумаг и (или) денежных средств, поступивших управляющему после расторжения договора доверительного управления с ним в связи с осуществлением управления ценными бумагами в интересах этого лица.

На деятельность управляющего налагаются определенные ограничения, так, в частности, управляющий не вправе:

- отчуждать принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления в состав имущества управляющего, в состав имущества акционеров (участников) управляющего, аффилированных лиц управляющего или в состав имущества других учредителей управления, находящегося у него в доверительном управлении, за исключением вознаграждения и расходов, предусмотренных действующим законодательством;
- отчуждать в состав имущества, находящегося у него в доверительном управлении, собственное имущество, за исключением случаев, предусмотренных законодательством РФ и договором доверительного управления;
- отчуждать в состав имущества, находящегося у него в доверительном управлении, имущество комитента (принципала, доверителя) во исполнение договора комиссии (агентского договора, договора поручения), в случае если управляющий ценными бумагами одновременно является комиссионером (агентом, поверенным) по указанному договору;
- использовать имущество учредителя управления для исполнения обязательств из договоров доверительного управления, заключенных с другими учредителями управления, собственных обязательств управляющего или обязательств третьих лиц;
- совершать сделки с имуществом учредителя управления с нарушением условий договора доверительного управления;
- заключать за счет денежных средств (ценных бумаг), находящихся в доверительном управлении, сделки купли-продажи ценных бумаг с аффилированным лицом управляющего, а также с иными лицами, действующими за счет такого аффилированного лица, за исключением сделок купли-продажи ценных бумаг, соответствующих требованиям Положения о критериях ликвидности ценных бумаг, утвержденного приказом ФСФР России от 7 марта 2006 г. № 06-25/пз-н, заключаемых через организаторов торговли на основании безад-ресных и анонимных заявок;
- принимать в доверительное управление или приобретать за счет денежных средств, находящихся у него в доверительном управлении, ценные бумаги, выпущенные им или его аффилированными лицами,

за исключением ценных бумаг, включенных в котировальные списки фондовых бирж;

- принимать в доверительное управление или приобретать за счет денежных средств, находящихся у него в доверительном управлении, инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда и акции акционерного инвестиционного фонда, управляющей компанией которого является управляющий или его аффилированные лица;
- приобретать ценные бумаги организаций, находящихся в процессе ликвидации, а также признанных банкротами и в отношении которых открыто конкурсное производство в соответствии с законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве), если информация об этом была раскрыта в соответствии с порядком, установленным нормативными правовыми актами РФ;
- получать на условиях договоров займа денежные средства и ценные бумаги, подлежащие возврату за счет имущества учредителя управления, если иное не предусмотрено законодательством РФ, а также предоставлять займы за счет имущества учредителя управления;
- передавать находящиеся в доверительном управлении ценные бумаги в обеспечение исполнения своих собственных обязательств (за исключением обязательств, возникающих в связи с исполнением управляющим соответствующего договора доверительного управления), обязательств своих аффилированных лиц, обязательств иных третьих лиц;
- давать какие-либо гарантии и обещания о будущей эффективности и доходности управления ценными бумагами, в том числе основанные на информации о результатах его деятельности в прошлом, за исключением случая принятия обязательств по обеспечению доходности в договоре доверительного управления;
- отчуждать имущество, находящееся в доверительном управлении, по договорам, предусматривающим отсрочку или рассрочку платежа более чем на срок, установленный в договоре доверительного управления, за который стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления, за исключением биржевых и внебиржевых срочных договоров (контрактов).
- отчуждать имущество, находящееся в доверительном управлении, по договорам, предусматривающим отсрочку или рассрочку платежа более чем на 90 календарных дней, в случае если договором доверительного управления не установлен срок, за который стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления, за исключением биржевых и внебиржевых срочных договоров (контрактов);

- устанавливать приоритет интересов одного учредителя управления (выгодоприобретателя) перед интересами другого учредителя управления (выгодоприобретателя) при распределении между учредителями управления ценных бумаг (денежных средств), полученных управляющим в результате совершения сделки за счет средств разных учредителей управления.

Кроме того, на управляющего ценными бумагами ложится обязанность по раскрытию информации. Управляющий обязан предоставлять учредителю управления отчет о деятельности управляющего по управлению ценными бумагами, содержащий информацию, предусмотренную действующим законодательством, в сроки, предусмотренные договором доверительного управления, но **не реже одного раза** в квартал.

В случае письменного запроса учредителя управления управляющий обязан в срок, не превышающий десяти рабочих дней с даты получения запроса, предоставить учредителю управления отчет на дату, указанную в запросе, а если такая дата не указана, — на дату получения запроса управляющим.

В отчете должна содержаться информация обо всех сделках, совершенных управляющим с принадлежащими учредителю управления объектами доверительного управления, а также об операциях по передаче в доверительное управление учредителем управления и возврату ему объектов доверительного управления за период времени, исчисляемый с даты, на которую был сформирован предыдущий отчет (даты заключения договора доверительного управления, если отчет не выдавался), до даты формирования предоставляемого отчета (даты, указанной в письменном запросе учредителя управления), а также информация об объектах доверительного управления, принадлежащих учредителю управления на последний день отчетного периода, и их оценочная стоимость.

Информация о сделках и операциях, предоставляемая в отчете учредителю управления, должна содержать:

- дату (время) заключения сделки, дату (время) совершения операции;
- дату оплаты и дату поставки ценных бумаг по сделке в соответствии с **заключенным** договором купли-продажи (за исключением биржевых сделок, совершенных на торгах организатора торговли, исполнение которых осуществляется в день заключения соответствующих сделок);
- дату (даты) фактического исполнения обязательств по сделке, в том числе оплаты и поставки ценных бумаг по сделке (в случае, если исполнение обязательства произошло в отчетном периоде);

- вид сделки, описание операции;
- вид срочного договора (контракта), внебиржевого срочного договора;
- наименование (обозначение) фьючерсного договора (контракта), опционного договора (контракта) или своп-договора (контракта), принятое у организатора торговли на рынке ценных бумаг;
- наименование контрагента по сделке (в случае, если контрагент по сделке известен);
- вид, категорию (тип), выпуск, транш, серию ценной бумаги;
- наименование эмитента ценной бумаги или код ценной бумаги, присвоенный на одном из организаторов торговли с указанием этого организатора торговли (код или обозначение биржевого срочного договора (**контракта**));
- государственный регистрационный номер (для эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых подлежит государственной регистрации), идентификационный номер (для эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не подлежит государственной регистрации). Эта информация не указывается, если на дату составления отчета ценные бумаги не поступили в распоряжение управляющего. В случае если предметом сделки является ценная бумага в документарной форме, не являющаяся эмиссионной, указываются номер и серия бланка (сертификата) такой ценной бумаги, а также иные реквизиты, позволяющие однозначно идентифицировать ценную бумагу (дата составления и т.п.);
- цену одной ценной бумаги (в случае заключения сделки купли-продажи ценных бумаг). Для сделок **РЕПО** указывается ставка РЕПО или цена одной ценной бумаги по первой части сделки РЕПО и одной ценной бумаги по второй части сделки РЕПО;
- цену срочного договора (контракта), в том числе цену фьючерсного договора (контракта), размер премии по опционному договору (контракту) и цену исполнения по опционному договору (контракту) (в случае заключения биржевого срочного договора (контракта) и внебиржевого срочного договора (**контракта**));
- количество ценных бумаг или количество фьючерсных договоров (контрактов), опционных договоров (контрактов), своп-договоров (контрактов);
- сумму сделки или операции;
- место заключения сделки (наименование организатора торговли или внебиржевой рынок). В случае заключения внебиржевой сделки должны быть указаны максимальная и минимальная цены сделок с такой же ценной бумагой, зафиксированные на организаторе(ах) торговли (в случае наличия этой информации у организатора(ов) торгов-

ли), участником торгов которых является управляющий (брокер, заключающий сделки в интересах управляющего), по результатам торгового дня, в который заключена эта сделка. В случае заключения переговорной сделки должны быть указаны максимальная и минимальная цены сделок, заключенных на основании двух безадресных заявок, с такой же ценной бумагой, зафиксированные на этом **организаторе(ах)** торговли (при наличии такой информации у организаторов торговли), участником торгов которых является управляющий или брокер, заключающий сделки в интересах управляющего, по результатам торгового дня, в который заключена сделка.

Информация о сделках, содержащаяся в отчете, должна быть представлена отдельно по каждому эмитенту, виду, категории (типу) ценных бумаг, в том числе отдельно по внебиржевым и биржевым сделкам, по типам биржевых сделок (безадресные (переговорные) сделки), а также отдельно по сделкам **РЕПО** (по видам, категориям (типам) ценных бумаг), срочным договорам (контрактам) и внебиржевым срочным договорам (контрактам) (по видам контрактов).

Отчет также должен содержать информацию обо всех расходах (по видам), понесенных управляющим в связи с осуществлением доверительного управления в интересах учредителя управления (выгодоприобретателя) в отчетном периоде, а также информацию о вознаграждении, причитающемся управляющему за отчетный период, с указанием его расчета. В случае если отчетный период и период для расчета вознаграждения управляющего не совпадают, отчет должен содержать информацию о вознаграждении за тот отчетный период, в котором взимается вознаграждение в соответствии с договором доверительного управления.

В случае прекращения договора доверительного управления управляющий обязан предоставить учредителю управления отчет за последний период. Он также должен содержать информацию о сумме денежных средств или количестве (виде, категории (типе), транше) ценных бумаг, которые должны поступить управляющему после расторжения договора доверительного управления в связи с осуществлением управления этими ценными бумагами, с указанием предполагаемой даты поступления (периода, за который они должны поступить).

Информация о дивидендах, а также иных выплатах, причитающихся учредителю управления и осуществляемых в соответствии с решениями эмитента ценных бумаг согласно законодательству РФ, а также информация о количестве (виде, категории (типе), транше) ценных бумаг, причитающихся учредителю управления и подлежащих распределению в соответствии с решениями эмитента ценных бумаг, указывается, если на момент прекращения договора доверительного управ-

ления она была официально раскрыта в соответствии с требованиями законодательства РФ или получена управляющим.

Учредитель управления вправе направлять управляющему возражения на полученный отчет в порядке и сроки, предусмотренные договором доверительного управления.

Управляющий обязан письменно, если иной способ уведомления не предусмотрен договором доверительного управления, уведомить учредителя управления об уменьшении стоимости имущества учредителя управления, находящегося в доверительном управлении, на 20% и более по сравнению со стоимостью имущества, соответствующей последнему отчету, направленному учредителю управления (без учета средств, возвращенных управляющим учредителю управления по его требованию, и средств, внесенных учредителем управления, с даты направления учредителю управления последнего отчета), а также причинах соответствующего уменьшения. Управляющий обязан сделать уведомление не позднее рабочего дня, следующего за днем, когда произошло соответствующее уменьшение.

Управляющий обязан письменно, если иной способ уведомления не предусмотрен договором доверительного управления, уведомить учредителя управления об уменьшении стоимости его имущества, находящегося в доверительном управлении, на 50% и более по сравнению со стоимостью имущества, соответствующей последнему отчету, направленному учредителю управления (без учета средств, возвращенных управляющим учредителю управления по его требованию, и средств, внесенных учредителем управления, с даты направления учредителю управления последнего отчета), а также причинах соответствующего уменьшения. Управляющий обязан уведомить учредителя управления об уменьшении стоимости имущества, находящегося в доверительном управлении, не позднее рабочего дня, следующего за днем, когда произошло соответствующее уменьшение.

Кроме того, управляющий обязан разработать и утвердить проспект управляющего, содержащий общие сведения, связанные с порядком осуществления управляющим деятельности по управлению ценными бумагами, в том числе:

- сведения о депозитарии(ях) или регистраторе(ах), в **котором(ых)** управляющий открывает счет(а) депо или лицевые счета для учета прав на ценные бумаги учредителя(ей) управления;
- сведения о банке(ах) или **иной(ых) кредитной(ых)** организации(ях), в **которой(ых)** управляющий открывает банковский(е) счет(а) для расчетов по операциям, связанным с управлением имуществом учредителя управления;

- сведения о **банке(ах)** или **иной(ых) кредитной(ых)** организации(ях), в **которой(ых)** брокеру, заключающему сделки в интересах управляющего, открыт специальный брокерский(е) счет(а) для хранения денежных средств, принадлежащих управляющему.

Управляющий **обязан** при подписании договора доверительного управления ознакомить учредителя управления с содержанием проспекта управляющего. Факт ознакомления с проспектом управляющего при подписании договора доверительного управления должен быть подтвержден подписью учредителя управления на проспекте.

Управляющий обязан письменно уведомлять учредителя управления обо всех изменениях данных, указанных в проспекте управляющего, не позднее пяти рабочих дней с момента, когда произошли изменения, если договором доверительного управления не определены иной порядок и **иной** срок направления уведомления о таких изменениях.

При подписании договора доверительного управления с учредителем управления управляющий обязан ознакомить учредителя управления с рисками осуществления деятельности по управлению ценными бумагами на рынке ценных бумаг, в том числе со следующей информацией:

- все сделки и операции с имуществом, переданным учредителем управления в доверительное управление, совершаются без поручений учредителя управления;
- результаты деятельности управляющего по управлению ценными бумагами в прошлом не определяют доходы учредителя управления в будущем;
- подписание учредителем управления отчета (одобрение иным способом, предусмотренным договором доверительного управления), в том числе без проверки отчета, может рассматриваться в случае спора как одобрение действий управляющего и согласие с результатами управления ценными бумагами, которые нашли отражение в отчете.

Факт ознакомления с этой информацией подтверждается подписью учредителя управления на документе, содержащем информацию о рисках, связанных с управлением ценными бумагами.

Если договором доверительного управления предусмотрено, что управляющий руководствуется указаниями учредителя управления (выгодоприобретателя) при осуществлении права голоса по акциям учредителя управления, находящимся в доверительном управлении, управляющий обязан уведомлять учредителя управления (выгодоприобретателя) о проведении общих собраний акционеров акционерных обществ не позднее следующего рабочего дня после даты, когда управляющему стало известно о дате проведения общего собрания.

При прекращении договора доверительного управления по основаниям, предусмотренным гражданским законодательством РФ, управляющий обязан передать учредителю управления (выгодоприобретателю) принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления в порядке и в сроки, предусмотренные договором доверительного управления.

Если договором доверительного управления не предусмотрен порядок и (или) сроки передачи управляющим учредителю управления (выгодоприобретателю) при прекращении договора доверительного управления объектов доверительного управления, управляющий обязан передать учредителю управления (выгодоприобретателю) принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления, находящиеся в доверительном управлении на момент получения управляющим уведомления об отказе от договора доверительного управления или на момент направления управляющим уведомления об отказе от договора доверительного управления его учредителю (в том числе принадлежащие учредителю управления объекты доверительного управления, полученные управляющим после получения или направления уведомления), в срок, не превышающий 14 дней с момента получения или направления соответствующего уведомления.

Управляющий обязан передать учредителю управления (выгодоприобретателю) ценные бумаги и (или) денежные средства, полученные управляющим после прекращения договора доверительного управления в связи с осуществлением управления ценными бумагами в интересах этого лица в период действия указанного договора доверительного управления, в течение десяти рабочих дней с даты получения соответствующих ценных бумаг и (или) денежных средств. При этом на следующий рабочий день после фактического поступления денежных средств и (или) ценных бумаг управляющему он обязан письменно уведомить об этом учредителя управления с приложением описания порядка действий этого лица, необходимых для получения им соответствующих денежных средств и (или) ценных бумаг. Уведомление должно быть направлено управляющим по адресу этого лица, известному управляющему на момент поступления денежных средств и (или) ценных бумаг для этого лица.

При возврате денежных средств и (или) ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении, управляющий вправе удерживать из возвращаемых средств расходы, произведенные им (которые должны быть им произведены) в связи с осуществлением им доверительного управления.

2.4. ДЕПОЗИТАРНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению **сертификатов** ценных бумаг и (или) их учету и переходу прав на ценные бумаги.

Объектом депозитарной деятельности могут являться **эмиссионные** ценные бумаги резидентов Российской Федерации любых форм выпуска: бездокументарные, документарные с обязательным централизованным хранением, документарные без обязательного централизованного хранения. Объектами депозитарной деятельности могут являться также неэмиссионные ценные бумаги, выпущенные с соблюдением установленной законодательством формы и порядка.

Хранение сертификатов ценных бумаг, не сопровождающееся учетом и удостоверением прав клиентов на ценные бумаги, не является депозитарной деятельностью и осуществляется в соответствии с нормами гражданского законодательства РФ о хранении.

Депозитарная деятельность включает в себя обязательное предоставление клиентам услуг по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, учету и удостоверению передачи ценных бумаг, включая случаи обременения ценных бумаг обязательствами, а также обязательное предоставление депоненту в порядке, установленном депозитарным договором, услуг, содействующих реализации владельцами ценных бумаг их прав по ценным бумагам, включая право на участие в управлении акционерными обществами, на получение дивидендов, доходов и иных платежей по ценным бумагам. Кроме того, депозитарий вправе на основании договора с клиентом оказывать ему также сопутствующие услуги, повышающие качество депозитарного обслуживания, включая ведение денежных счетов (в том числе валютных и мультивалютных) клиентов (депонентов), связанных с проведением операций с ценными бумагами и получением доходов по ценным бумагам, проверку сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежность, инкассацию и перевозку сертификатов ценных бумаг, изъятие из обращения, погашение и уничтожение сертификатов ценных бумаг, отделение и погашение купонов, по поручению владельца представление его интересов на общих собраниях акционеров, предоставление клиентам сведений о ценных бумагах, объявленных недействительными и (или) похищенными, находящимися в розыске или по иным причинам включенных в **стоп-листы** эмитентами, правоохранительными органами или органами государственного регулирования рынка ценных бумаг, отслеживание корпоративных действий эмитента, информирование клиента (депонента) об этих действиях и возможных для него негативных последствиях (при наличии соответствующих

положений в договоре — выполнение действий, позволяющих минимизировать ущерб клиенту (депоненту) в связи с выполнением эмитентом корпоративных действий), предоставление клиентам (депонентам) имеющихся у депозитария сведений об эмитентах, в том числе о его состоянии, о состоянии рынка ценных бумаг, содействие в оптимизации налогообложения доходов по ценным бумагам, организация инвестиционного и налогового консультирования, предоставление клиентам (депонентам) сведений о российской и международной системах регистрации прав собственности на ценные бумаги и консультаций по правилам работы этих систем.

Депонентом депозитария может являться юридическое или физическое лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве (владелец ценных бумаг), а также другой депозитарий, в том числе выступающий в качестве номинального держателя ценных бумаг своих клиентов. Депонентами депозитария могут являться также залогодержатели ценных бумаг и доверительные управляющие ценными бумагами.

Если иное не предусмотрено законодательством РФ, депонент может передать полномочия по распоряжению ценными бумагами и осуществлению прав по ценным бумагам, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в депозитарии, другому лицу — попечителю счета. В качестве попечителей счетов депонентов, открытых у депозитария, могут выступать лица, имеющие лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Между попечителем счета и депозитарием должен быть заключен договор, устанавливающий их взаимные права и обязанности, в том числе обязанности по заключению депозитарных договоров с депонентами и сверке данных по ценным бумагам депонента. При наличии попечителя счета депонент не имеет права самостоятельно передавать депозитарию поручения в отношении ценных бумаг, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в депозитарии, за исключением случаев, предусмотренных депозитарным договором. У счета депо не может быть более одного попечителя. Каждое поручение, переданное попечителем счета в депозитарий, должно основываться на поручении депонента. Попечитель счета обязан передавать депоненту отчеты депозитария об операциях, совершенных по счетам депо депонента, и выдаваемые депозитарием документы, удостоверяющие права депонента на ценные бумаги. Попечитель счета обязан хранить первичные поручения депонента, послужившие основой для подготовки поручений, переданных попечителем в депозитарий. Попечитель счета обязан вести учет операций, совершенных по счетам депо депонента, попечителем которых он яв-

ляется. Попечитель счета не удостоверяет прав на ценные бумаги, однако записи, осуществляемые попечителем счета, могут быть использованы в качестве доказательств прав на ценные бумаги. Депозитарий не отвечает перед депонентом за убытки, причиненные в результате действий попечителя счета, если иное не установлено в договоре между депозитарием и депонентом. Попечитель счета не отвечает перед депонентом за убытки, если докажет, что убытки причинены в результате действий депозитария, которые попечитель счета не мог ни предвидеть, ни предотвратить.

Передача ценной бумаги на хранение в депозитарий изменяет способ удостоверения прав на нее. Так, если ценная бумага была выпущена в документарной форме, а затем передана в депозитарий для хранения и удостоверения прав, удостоверение прав с помощью сертификата заменяется на удостоверение прав с помощью записи на счете депо, открытом в депозитарии. Перевод ценных бумаг из системы ведения реестра в депозитарий, выступающий в качестве номинального держателя ценных бумаг, также влечет за собой изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги: удостоверение прав с помощью записи на лицевом счете в системе ведения реестра (сертификата в случае его наличия) заменяется на удостоверение прав с помощью записи на счете депо, открытом в депозитарии. Права на именные ценные бумаги, переданные в депозитарий, не удостоверяются записями в реестре владельцев именных ценных бумаг. При хранении ценных бумаг и (или) учете прав на ценные бумаги в депозитарии в каждый момент времени может существовать только одна запись, совершенная депозитарием и удостоверяющая права на эту ценную бумагу.

Депозитарная деятельность включает в себя также обязательное предоставление клиенту (депоненту) в порядке, установленном депозитарным договором, услуг, содействующих реализации владельцами ценных бумаг их прав по ценным бумагам, включая право на участие в управлении акционерными обществами, на получение дивидендов, доходов и иных платежей по ценным бумагам.

Отношения между депозитарием и депонентом в процессе депозитарной деятельности регулируются депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Его содержание определяется Положением о депозитарной деятельности в Российской Федерации, утвержденным постановлением ФКЦБ России от 16 октября 1997 г. № 36. В нем предусматривается:

- однозначное определение предмета договора;
- срок действия договора;

- размер и порядок оплаты услуг депозитария, **предусмотренных** договором;
- форма отчетности депозитария;
- периодичность отчетности депозитария.

Заключение депозитарного договора *не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента.*

В депозитарном договоре должны быть прямо предусмотрены следующие *права депозитария*:

- на поступление на счет депозитария доходов по ценным бумагам, хранящимся с целью перечисления на счета депонентов;
- регистрироваться в системе ведения реестра в качестве номинального держателя;
- осуществлять по поручению депонента действия по распоряжению или управлению ценными бумагами.

Депозитарий не имеет права:

- распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме как по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором;
- требовать при заключении депозитарного договора отказа депонента хотя бы от одного из прав, закрепленных ценными бумагами.

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.

В соответствии со ст. 6 Закона о рынке ценных бумаг в обязанности депозитария входят:

- ведение счета депо депонента;
- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной от эмитента или держателя реестра.

При осуществлении этих обязанностей депозитарий выполняет депозитарные операции — совокупность действий депозитария с учетными регистрами, а также с хранящимися в депозитарии сертификатами ценных бумаг и другими материалами депозитарного учета. Различаются три основных класса депозитарных операций:

- 1) *инвентарные* — депозитарные операции, изменяющие остатки ценных бумаг на лицевых счетах в депозитарии;
- 2) *административные* — депозитарные операции, приводящие к изменению анкет счетов депо, а также содержимого других учет-

ных регистров депозитария, за исключением остатков ценных бумаг на лицевых счетах;

3) *информационные* — депозитарные операции, связанные с составлением отчетов и справок о состоянии счетов депо, лицевых счетов и иных учетных регистров депозитария или о выполнении депозитарных операций.

При этом если операция включает в себя в качестве составляющих элементов операции различных типов — инвентарные, административные, информационные, то ее называют комплексной операцией. Если депозитарная операция изменяет состояние всех или значительной части учетных регистров депозитария, связанных с определенным выпуском ценных бумаг, то ее называют глобальной операцией.

Основанием для исполнения любой депозитарной операции является поручение — документ, подписанный инициатором операции и переданный в депозитарий. В зависимости от инициатора операции можно выделить следующие виды поручений:

клиентские — инициатором является клиент (депонент), уполномоченное им лицо, попечитель счета;

служебные — инициатором являются должностные лица депозитария;

официальные — инициатором являются уполномоченные государственные органы;

глобальные — инициатором, как правило, является эмитент или регистратор по поручению эмитента.

Поручение на исполнение операций должно быть документом в бумажной форме. Прием в качестве поручений документов в электронной форме допускается в случае и в порядке, предусмотренных законодательством РФ или соглашением сторон. Информация обо всех поручениях, принятых депозитарием, должна быть занесена в журнал поручений. Информация обо всех исполненных и исполняемых депозитарием операциях должна отражаться в журнале учета операций депозитария. Завершением депозитарной операции является передача отчета о выполнении операции всем лицам, указанным в регламенте исполнения данной операции в качестве получателей отчета. Обязательной является передача отчета инициатору операции. Переданный получателю отчет о совершении депозитарной операции — официальный документ депозитария. Отчет об исполнении депозитарием операции по счету депо является основанием для совершения проводок в учетных системах получателя отчета.

Информация обо всех отчетах, переданных депозитарием получателю, должна быть занесена в журнал выдачи отчетов.

По своим функциональным особенностям депозитарии подразделяются на расчетные и **кастодиальные**.

Расчетный депозитарий — это депозитарий, осуществляющий расчеты по ценным бумагам по **результатам** клиринга и проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг, при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Функции расчетного депозитария не вправе выполнять профессиональный участник рынка ценных бумаг, совмещающий депозитарную деятельность:

- с брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг;
- дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг;
- деятельностью по управлению ценными бумагами на рынке ценных бумаг.

Кастодиальный депозитарий — это депозитарий, не осуществляющий расчеты по ценным бумагам по **результатам** клиринга и проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг, при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Клиентами такого депозитария являются инвесторы.

Среди **кастодиальных** депозитариев выделяют *специализированные* и *неспециализированные* депозитарии.

Специализированный кастодиальный депозитарий — это юридическое лицо в форме хозяйственного общества, имеющее лицензии на осуществление депозитарной деятельности и деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

К *функциям специализированного депозитария* акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов относятся:

- учет и хранение имущества;
- хранение и учет прав на ценные бумаги;
- контроль за соблюдением требований нормативных правовых актов.

2.5. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ВЕДЕНИЮ РЕЕСТРА

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность **дан-**

ных, 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 зарегистрированных на их имя ценных бумаг, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг. В свою очередь реестр владельцев ценных бумаг — это часть системы ведения реестра, представляющая собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг должна обеспечивать сбор и хранение в течение установленных законодательством РФ сроков информации о всех фактах и документах, влекущих необходимость внесения изменений в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, и о всех действиях держателя реестра по внесению этих изменений.

Для ценных бумаг на предъявителя система ведения реестра владельцев ценных бумаг не ведется.

Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются держателями реестра и действуют на основании соответствующей лицензии. Совмещение деятельности по ведению реестра с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг не допускается.

Юридическое лицо, осуществляющее деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, *не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами эмитента, зарегистрированного в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг.*

Держателем реестра акционеров АО может быть эмитент, если число акционеров общества составляет 50 и менее. Во всех остальных случаях эмитент обязан заключить договор на ведение реестра с независимым регистратором. Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

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 со

сторон по сделке плату, соответствующую количеству распоряжений о передаче ценных бумаг и одинаковую для всех юридических и физических лиц. Держатель реестра не вправе взимать со сторон по сделке плату в виде процента от объема сделки.

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. Выписки из системы ведения реестра, оформленные при размещении ценных бумаг, выдаются бесплатно. Лицо, выдавшее выписку, несет ответственность за полноту и достоверность сведений, содержащихся в ней.

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. Все выписки, выданные держателем реестра после даты прекращения действия договора с эмитентом, недействительны.

Деятельность по ведению реестра предполагает, что в реестре отражаются сведения о зарегистрированных лицах. К ним **относятся**¹:

- владелец — лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве;

¹ Пункт 2 постановления ФКЦБ России от 2 октября 1997 г. № 27 «Об утверждении **положения** о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг».

- доверительный управляющий — юридическое лицо или индивидуальный предприниматель (профессиональный участник рынка ценных бумаг), осуществляющий доверительное управление ценными бумагами, переданными ему во владение на определенный срок и принадлежащими другому лицу, в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц;

- залогодержатель — кредитор по обеспеченному залогом обязательству, на имя которого оформлен залог ценных бумаг;

- номинальный держатель — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который является держателем ценных бумаг от своего имени, но в интересах другого лица, не являясь владельцем этих ценных бумаг. К его основным обязанностям в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица, можно отнести:

- совершение всех необходимых действий, направленных на обеспечение получения этим лицом всех выплат, которые ему причитаются по этим ценным бумагам,

- осуществление сделок и операций 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, если иное не установлено федеральным законом,

- осуществление учета ценных бумаг, которые он держит в интересах других лиц, на отдельных забалансовых счетах и постоянное поддержание на отдельных забалансовых счетах достаточного количества ценных бумаг в целях удовлетворения требований лиц, в интересах которых он держит эти ценные бумаги,

- хранение ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица.

Номинальный держатель ценных бумаг не получает от держателя реестра вознаграждения за составление списка владельцев ценных бумаг, номинальным держателем которых он является, если указанный список требуется для составления реестра.

Права и обязанности держателя реестра, порядок осуществления деятельности по ведению реестра определяются действующим законодательством и договором, заключенным между регистратором и эмитентом. Так, в соответствии с действующим законодательством держатель реестра обязан:

- открыть каждому владельцу, изъявившему желание быть зарегистрированным у держателя реестра, а также номинальному держателю ценных бумаг лицевой счет в системе ведения реестра на основа-

нии 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.

Регистратор не имеет права:

- аннулировать внесенные в реестр записи;

- отказать во внесении записей в реестр из-за ошибки, допущенной регистратором или эмитентом;

- при внесении записи в реестр предъявлять требования к зарегистрированным лицам и приобретателям ценных бумаг, не предусмотренные законодательством РФ.

По действующему законодательству допускается передоверие регистратором части функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра в отношении других регистраторов.

С деятельностью регистратора связано понятие **трансфер-агента**. **Трансфер-агент** — это юридическое лицо, выполняющее по договору с регистратором функции по приему и передаче ему или от него информации и документов.

К функциям трансфер-агента относятся:

- ведение журнала отправленных (принятых) документов;

- прием от зарегистрированных лиц и их уполномоченных представителей документов на совершение операций в реестре;

- передача зарегистрированным лицам и их уполномоченным представителям сертификатов ценных бумаг и (или) выписок из реестра, полученных от регистратора.

Регистраторы и депозитарии составляют учетную систему на рынке ценных бумаг. Под учетной системой на рынке ценных бумаг понимается совокупность учетных институтов: организаций, осуществляющих депозитарную деятельность, и организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Учетная система на рынке ценных бумаг выполняет функции подтверждения прав на ценные бумаги, а также подтверждения прав, закрепленных ценными бумагами, в целях передачи этих прав и их осуществления. Функциями учетной системы являются:

- подтверждение прав на ценные бумаги;
- подтверждение прав, закрепленных ценными бумагами, в целях передачи этих прав и их осуществления.

2.6. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ ВЗАИМНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ - КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Клиринговая деятельность — деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Клиринговой организацией является юридическое лицо, имеющее лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление клиринговой деятельности. *Участниками клиринга* являются лица, в пользу которых на основании заключенных с ними договоров на клиринговое обслуживание осуществляется клиринг. *Клиентом участника клиринга* является лицо, зарегистрированное участником клиринга в клиринговой организации в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Клиринг по сделкам, совершенным через организатора торговли на рынке ценных бумаг, может осуществляться только клиринговым центром на основании договора с организатором торговли или при совмещении клиринговой деятельности и деятельности по исполнению функций организатора торговли.

Определение обязательств участников клиринга в соответствии с положением о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденным постановлением ФКЦБ России от 14 августа 2002 г. № 32/пс, может осуществляться в следующем порядке:

- определение обязательств каждого участника клиринга и расчеты по ценным бумагам и денежным средствам осуществляются по каждой совершенной участником клиринга сделке клирингового пула (простой клиринг);

- определение обязательств каждого участника клиринга и расчеты по ценным бумагам и денежным средствам осуществляются по всем совершенным участником клиринга сделкам клирингового пула (многосторонний клиринг).

В процессе осуществления клиринга клиринговая организация может выступать стороной по обязательствам, вытекающим из сделок клирингового пула (централизованный клиринг).

Клиринговая организация может предоставить участникам клиринга право совершать сделки:

- в пределах количества ценных бумаг и денежных средств (лимиты участников клиринга), зачисленных ими на торговые счета либо приобретенных (приобретаемых) ими в процессе торгов через организатора торговли до выставления в торговую систему организатора торговли заявки (клиринг с полным обеспечением);
- в пределах определенных клиринговой организацией лимитов участников клиринга, которые зависят от установленной клиринговой организацией оценочной стоимости ценных бумаг и от суммы денежных средств, зачисленных ими на торговые счета либо приобретенных (приобретаемых) ими в процессе торгов через организатора торговли до выставления в торговую систему организатора торговли заявки (клиринг с частичным обеспечением);
- без предварительного зачисления на торговые счета ценных бумаг и денежных средств (клиринг без предварительного обеспечения).

Клиринг может осуществляться по следующим сделкам:

- сделки с ценными бумагами, предусматривающие поставку и оплату ценных бумаг в течение не более пяти дней со дня совершения сделки (**спот-сделки**);
- сделки, исполнение **обязательств** по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений индексов, рассчитываемых на основании совокупности цен на ценные бумаги (фондовых индексов), в том числе сделок, предусматривающих обязанность сторон уплачивать (уплатить) денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений фондовых индексов (срочные сделки);
- сделки по продаже (покупке) эмиссионных ценных бумаг (первая часть **РЕПО**) с обязательной последующей обратной покупкой (продажей) ценных бумаг того же выпуска в том же количестве (вторая часть **РЕПО**) через определенный срок на условиях, установленных при заключении такой сделки (сделки **РЕПО**).

Клиринговый центр, осуществляющий клиринг по срочным сделкам, не вправе совмещать его с клирингом по иным сделкам с ценными бумагами.

В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг клиринговая организация обязана сформировать для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами гарантийные фонды.

Гарантийный фонд формируется из средств участников клиринга и (или) клиринговой организации.

Клиринговая организация вправе создавать несколько гарантийных фондов с различными целями и источниками формирования.

2.7. ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ТОРГОВЛИ

Деятельность по организации торговли — оказание услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами.

Деятельность по организации торговли может осуществляться в двух формах:

- 1) в виде *фондовой биржи* (лицензия фондовой биржи);
- 2) в виде внебиржевой торговой площадки (лицензия профессионального участника). При этом основными характеристиками внебиржевого рынка являются наличие индивидуальных нестандартизированных сделок, совершение преимущественно крупных сделок.

Предметом торгов на фондовой бирже являются следующие инструменты: акции, облигации, инвестиционные паи, фьючерсы и опционы, базисным активом по которым являются ценные бумаги и индексы. Все эти инструменты торгуются лотами с определенным шагом цены. *Стандартный лот* — минимально допустимое количество ценных бумаг в одной заявке. *Шаг цены* — минимально возможная разница между ценами, указанными в заявках одной направленности (покупка или продажа).

Одними из основных задач организатора торговли, в том числе фондовой биржи, являются установление рыночной цены на тот или иной вид торгуемого инструмента и обеспечение совершения сделок по этой или близкой цене, заключенных на бирже. Для установления рыночной цены используется несколько механизмов. Можно указать следующие:

- 1) аукционы;
- 2) систему с котировками и маркет-мейкерами.

1. *Аукционная система* наиболее известна и применяется чаще всего для первичного размещения или продажи не очень ликвидных бумаг. Она предполагает сбор заявок с последующим их сравнением и выбором наиболее **привлекательных** для контрагента. Есть несколько ее вариантов, различающихся условиями формирования цены сделок:

- голландский аукцион предполагает, что продавец, назначив заведомо завышенную стартовую цену, начинает ее снижать, пока не найдется покупатель;
- английский аукцион предполагает прямую борьбу между покупателями, последовательно повышающими цену на предложенный лот. Покупателем оказывается тот, чье предложение останется последним;
- закрытый аукцион предполагает предварительный сбор заявок с последующим выбором из них наиболее привлекательной.

С точки зрения технологии реализации сделки с ценными бумагами заключаются по принципу *непрерывного двойного аукциона*.

Характеристиками непрерывного аукциона являются:

- заявки постоянно проверяются на совпадение;
- сделки заключаются каждый раз при пересечении параметров встречных заявок.

К характеристикам *двойного аукциона* относится одновременное присутствие нескольких продавцов и нескольких покупателей, подающих заявки на покупку и на продажу

Таким образом, к характеристикам *непрерывного двойного аукциона* можно отнести следующее:

- каждая подаваемая заявка проверяется на совпадение с встречными заявками, которые образуют журнал (очередь) заявок;
- при пересечении параметров подаваемой заявки с параметрами встречных заявок происходит заключение сделок.

В период торгов возникает непрерывный поток заявок на покупку и предложений о продаже, которые регистрируются специально уполномоченными на то лицами, сводящими между собой все поручения продавцов и покупателей.

При этом различают *систему, основанную на заявках (order-driven system)*, предполагающую подачу на торги одновременно заявок на покупку и на продажу. Если цены двух заявок совпадают, сделка исполняется. Эта система используется для наиболее ликвидных бумаг, когда нет недостатка в заявках, если на торги одновременно подаются заявки на покупку и на продажу. И *систему со специалистами*, предполагающую выделенных участников — специалистов, которые служат посредниками между брокерами, подающими им свои заявки. Специалисты заключают сделки от своего имени со всеми участниками торгов. Их прибыль появляется в результате игры на мелких колебаниях курса, которые они обязаны сглаживать.

2. *Система с маркет-мейкерами (quote-driven system)* обычно применяется для бумаг с ограниченной ликвидностью. Все участники тор-

гов делятся на две группы — **маркет-мейкеры** и **маркет-тейкеры**. **Маркет-мейкеры** принимают на себя **обязательства поддерживать** котировки, т.е. публичные **обязательства покупать** и **продавать определенные бумаги по объявленным ими ценам**. В обмен на такое обязательство остальные участники торгов (маркет-тейкеры) имеют право заключать сделки только с **маркет-мейкерами**. Очень условно можно сопоставить **маркет-мейкеров** с продавцами, постоянно стоящими на рынке, а маркет-тейкеров — с покупателями, которые приходят туда и, сравнив предложения продавцов, выбирают наиболее выгодное из предложений, но покупают только у продавцов.

На основании рыночных биржевых цен происходит расчет *фондовых индексов*. *Индексы рынка* — составной (как правило) взвешенный показатель курсов ценных бумаг из определенного набора. Они дают представление о деятельности фондового рынка в целом. Так, в отечественной практике чаще всего используются индекс Российской торговой системы (РТС) и индекс Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). Индекс РТС — взвешенный индекс, при расчете которого используются 50 акций с наибольшей капитализацией, допущенных к торгам на фондовой бирже РТС. Индекс ММВБ — взвешенный по рыночной капитализации индекс рынка наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению на ММВБ. В зарубежной фондовой практике наиболее часто обращаются к *индексу «Standard & Poor's»*, *индексу Нью-Йоркской фондовой биржи* и *индексу FT-SE 100*. Индекс «Standard & Poor's» — взвешенный по рыночной стоимости индекс акций 500 корпораций, которые представлены в нем в следующей пропорции: 400 промышленных корпораций, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний. Индекс Нью-Йоркской фондовой биржи — взвешенный по рыночной стоимости показатель движения курсов акций всех корпораций, зарегистрировавших свои бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже. Индекс *FT-SE 100* — взвешенный арифметический индекс, рассчитываемый на базе **100** крупнейших по рыночной капитализации компаний Великобритании.

Если организатором торговли является фондовая биржа, то действующее законодательство определяет, что она должна быть образована в виде некоммерческого партнерства или акционерного общества. При этом фондовая биржа, являющаяся акционерным обществом, должна иметь совет директоров. Не менее одной трети членов совета директоров фондовой биржи не должны являться:

- должностными лицами или работниками фондовой биржи на момент избрания и в течение одного года, предшествующего избранию;

- должностными лицами другого общества, в котором любое из должностных лиц фондовой биржи является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

- супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц фондовой биржи;

- аффилированными лицами фондовой биржи, за исключением члена совета директоров фондовой биржи;

- сторонами по обязательствам с фондовой биржей, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров фондовой биржи;

- представителями государства.

Кроме того, фондовая биржа должна иметь коллегиальный исполнительный орган управления и специальный комитет совета директоров (иной уполномоченный орган, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством) по аудиту, к функциям которого относятся оценка кандидатов в аудиторы и предоставление результатов такой оценки совету директоров фондовой биржи, рассмотрение заключения аудитора фондовой биржи до его представления высшему органу управления фондовой биржи, а также оценка эффективности действующих на фондовой бирже процедур внутреннего контроля и подготовка предложений по их совершенствованию.

Определенные ограничения налагаются и на представителей исполнительных органов фондовой биржи. Лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, руководителя контрольного подразделения (контролера) фондовой биржи, и другие работники фондовой биржи не могут быть работниками и (или) участниками профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся участниками торгов на этой или других фондовых биржах.

Фондовая биржа должна иметь биржевой совет. При наличии на фондовой бирже нескольких секций (торговых площадок, подразделений, отделов и т.п.) вместо биржевого совета биржа вправе создать совет для каждой секции. Он формируется из числа должностных лиц (работников) фондовой биржи, участников торгов на фондовой бирже, эмитентов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, акционерных инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и иных заинтересованных организаций, а также независимых экспертов. Количественный состав биржевого совета

(совета секции) определяется советом директоров фондовой биржи (или иным уполномоченным органом, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством), но не может быть менее пяти членов. Персональный состав биржевого совета (совета секции) утверждается советом директоров фондовой биржи (или иным уполномоченным органом, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством). Должностные лица (работники) фондовой биржи и участники торгов на фондовой бирже (участники торгов в данной секции) могут составлять не более одной трети состава биржевого совета (совета секции). В состав биржевого совета (совета секции) не могут входить два и более лиц, являющихся должностными лицами или работниками одного юридического лица либо разных юридических лиц, являющихся аффилированными лицами. На заседаниях биржевого совета (совета секции) вправе присутствовать представитель, назначаемый приказом ФСФР России.

На фондовой бирже должен быть создан отдел по листингу в качестве отдельного структурного подразделения фондовой биржи. Отдел по листингу осуществляет контроль за соответствием ценных бумаг и их эмитентов (управляющих компаний паевых инвестиционных фондов) необходимым требованиям, при включении ценных бумаг в котировальные списки и в течение всего срока нахождения данных бумаг в них, а также дает заключения о включении (об отказе во включении) ценных бумаг в котировальный список, об исключении их из котировального списка, о приостановлении торгов по ценным бумагам в случае несоответствия ценных бумаг или их эмитента (управляющей компании паевого инвестиционного фонда) вышеуказанным требованиям.

Организатор торговли обязан регистрировать в ФСФР России документы, содержащие следующую информацию:

- правила допуска к участию в торгах (права и обязанности всех категорий участников торгов, требования к участникам торгов, порядок допуска, приостановления и прекращения допуска к участию в торгах, порядок регистрации (аккредитации) участников торгов и их клиентов, а также меры дисциплинарного воздействия на участников торгов при нарушении ими правил, установленных организатором торговли);
- правила допуска к торгам ценных бумаг (для фондовых бирж, оказывающих услуги, непосредственно способствующие совершению сделок с ценными бумагами, в том числе с инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, эти правила должны включать правила листинга и делистинга ценных бумаг и (или) правила допуска

ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга и (или) правила допуска биржевых облигаций к торгам);

- правила проведения торгов;
- регламент внесения изменений и дополнений в вышеперечисленные пункты.

Участниками торгов у организатора торговли могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Иные лица могут совершать операции через организатора торговли исключительно при посредничестве брокеров, являющихся участниками торгов у организатора торговли. Участниками торгов на фондовой бирже, созданной в форме некоммерческого партнерства, могут быть только брокеры, дилеры и управляющие, являющиеся членами такой биржи. К участию в торгах от имени участника торгов у организатора торговли допускаются только уполномоченные представители участника торгов, соответствующие квалификационным требованиям, установленным федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Допуск ценных бумаг к торгам. К торгам у организатора торговли могут быть допущены эмиссионные ценные бумаги в процессе их размещения и обращения, а также иные ценные бумаги, в том числе инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия в процессе их выдачи и обращения. Допуск осуществляется путем их включения в список ценных бумаг, допущенных к торгам (список). Включение ценных бумаг в список на фондовой бирже может осуществляться с прохождением и без прохождения процедуры листинга.

Организатор торговли обязан уведомить ФСФР России о включении (об исключении) ценных бумаг в список (из списка) не позднее следующего дня с даты принятия соответствующего решения в соответствии с установленным Порядком уведомления организатором торговли на рынке ценных бумаг о включении (об исключении) ценных бумаг в список (из списка) ценных бумаг, допущенных к торгам, утвержденным приказом ФСФР России от 20 апреля 2005 г. № **05-13/пз-н**.

В случае включения в список до государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или представления в ФСФР России уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг торги этими ценными бумагами допускаются только после государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или представления в ФСФР России уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (за исключением размещения ценных бумаг на торгах организатора торговли, а также обращения

российских депозитарных расписок на торгах организатора торговли и биржевых облигаций на торгах фондовой биржи). Такие ценные бумаги подлежат исключению из списка, если торги ими не были начаты в течение четыре месяцев с момента включения в список.

Список должен включать в себя следующие сведения:

- вид, категорию (тип) ценной бумаги;
- индивидуальный государственный регистрационный номер выпуска (дополнительного выпуска) данных ценных бумаг (в случае его наличия);
- индивидуальный идентификационный номер выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций (в случае включения в список биржевых облигаций);
- наименование эмитента (название паевого инвестиционного фонда и наименование его управляющей компании, индивидуальное обозначение, идентифицирующее ипотечные сертификаты участия, и наименование управляющего ипотечным покрытием), а для российских депозитарных расписок также вид, категорию (тип) представляемых ценных бумаг и наименование их эмитента;
- номинальную стоимость ценной бумаги (в случае ее наличия);
- общее количество эмиссионных ценных бумаг в выпуске ценных бумаг;
- наименование инициатора допуска ценной бумаги к торгам;
- основание **допуска** ценной бумаги к торгам (дата и номер решения, а также принявший его орган);
- наименование финансового консультанта на рынке ценных бумаг, подписавшего проспект ценных бумаг эмитента или ежеквартальный отчет эмитента и аккредитованного фондовой биржей в установленном ею порядке (в случае включения ценных бумаг в котировальный список «И»);
- наименование котировального списка либо указание на то, что ценные бумаги допущены к торгам без прохождения процедуры листинга (в случае допуска ценных бумаг к торгам на фондовой бирже).

Допуск ценных бумаг к торгам у организатора торговли (за исключением допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже) осуществляется при соблюдении следующих требований:

1) осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг (правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, правил доверительного управления ипотечным покрытием);

2) осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента, или в федеральный орган представлено уведомление об итогах выпуска (до-

полнительного выпуска) ценных бумаг (за исключением российских депозитарных расписок, а также случаев размещения ценных бумаг на торгах у организатора торговли);

3) эмитентом ценных бумаг соблюдены требования законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг, а управляющей компанией паевого инвестиционного фонда (управляющим ипотечным покрытием) — требования законодательства РФ об инвестиционных фондах (законодательства РФ об ипотечных ценных бумагах) и иных нормативных правовых актов.

Допуск биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже осуществляется при соблюдении следующих требований:

1) акции эмитента биржевых **облигаций** включены в котировальный список фондовой биржи;

2) биржевые облигации не допущены к торгам на иных фондовых биржах (в случае допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе размещения);

3) депозитарий, осуществляющий операции по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через эту фондовую биржу, зарегистрирован в качестве номинального держателя у депозитария, осуществляющего обязательное централизованное хранение сертификатов этих биржевых облигаций (в случае допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в процессе их обращения фондовой биржей, не осуществлявшей их размещения);

4) эмитентом представлены соответствующие требованиям законодательства РФ и нормативных правовых актов ФСФР России решения о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций, проспект биржевых облигаций и иные документы, определенные правилами допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже;

5) эмитентом биржевых облигаций соблюдены требования законодательства РФ о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;

6) выпуску биржевых облигаций присвоен индивидуальный идентификационный номер, а дополнительному выпуску биржевых облигаций — индивидуальный идентификационный номер, состоящий из индивидуального идентификационного номера, присвоенного выпуску биржевых облигаций, и индивидуального номера (кода) этого дополнительного выпуска.

Допуск ценных бумаг к торгам может осуществляться по заявлению их эмитента (управляющей компании паевого инвестиционного

фонда, управляющего ипотечным покрытием), участника торгов или по инициативе организатора торговли, если иное не предусмотрено в настоящем пункте. Допуск к торгам биржевых облигаций может осуществляться только по заявлению их эмитента. Включение ценных бумаг в котировальные списки осуществляется только по заявлению их эмитента (управляющей компании паевого инвестиционного фонда, управляющего ипотечным покрытием). Включение в котировальный список ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляется, если соответствующие акции уже включены в тот же котировальный список или включаются в этот список одновременно с включением в него этих ценных бумаг.

Исключение ценной бумаги из списка (делистинг) осуществляется организатором торговли по следующим основаниям:

- 1) признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;
- 2) истечение срока обращения ценных бумаг;
- 3) погашение (аннулирование) всех ценных бумаг определенного вида, категории (типа);
- 4) прекращение деятельности эмитента в результате **реорганизации** или ликвидации эмитента (прекращение паевого **инвестиционного** фонда);
- 5) неоднократные нарушения эмитентом ценных бумаг (управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, управляющим ипотечным покрытием) требований законодательства РФ о ценных бумагах (об инвестиционных фондах) и нормативных правовых актов ФСФР России;
- 6) неустранение эмитентом ценных бумаг (управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, управляющим ипотечным покрытием) выявленных ФСФР России или организатором торговли нарушений в течение срока, предусмотренного для их устранения, но не более шести месяцев;
- 7) по иным основаниям, предусмотренным организатором торговли в правилах допуска к торгам ценных бумаг.

Организатор торговли обязан уведомить эмитента (управляющую компанию паевого инвестиционного фонда, управляющего ипотечным покрытием) о включении его ценных бумаг в список (исключении из списка) в течение одного дня с момента принятия организатором торговли соответствующего решения.

Порядок проведения торгов. Организатор торговли обязан проводить торги в соответствии с требованиями, установленными приказом ФСФР России от 9 октября 2007 г. № **07-102/пз-н** «Об утверждении

Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», и документами, утвержденными организатором торговли.

Время проведения торгов устанавливается организатором торговли самостоятельно. При этом торги организатора торговли проводятся в рамках торговой сессии в период с 9 до **18** часов местного времени. После 18 часов местного времени организатор торговли вправе проводить торги на дополнительных торговых сессиях. При этом организатор торговли не вправе проводить в рамках дополнительной торговой сессии торги ценными бумагами на условиях исполнения обязательств по заключаемым сделкам в текущий торговый день.

Организатор торговли обязан предоставить каждому из участников торгов реестр сделок, заключенных участником торгов через организатора торговли в течение основной торговой сессии текущего торгового дня, не позднее **19** часов местного времени этого торгового дня.

Порядок совершения и исполнения сделок устанавливается организатором торговли с учетом следующих требований:

- сделки на торгах могут совершаться на основании адресных или безадресных заявок, поданных участниками торгов. При этом безадресной заявкой признается заявка, которая адресована (информация о которой раскрывается) всем участникам торгов, в том числе в случае, когда в соответствии с правилами проведения торгов заключение сделки на основании такой заявки осуществляется с клиринговой организацией. Все иные заявки признаются адресными;

- сделки на торгах могут совершаться на основании заявок, цена по которым не может быть изменена, или заявок, цена по которым может быть изменена.

Организаторы торговли вправе дополнительно устанавливать иную классификацию заявок, подаваемых участниками торгов. Не допускается совершение сделки на основании заявок, поданных за счет одного участника торгов или одного клиента участника торгов (кросс-сделок), в том числе когда в соответствии с правилами проведения торгов заключение сделки на основании заявки осуществляется с клиринговой организацией. Если расчет по совершенной через организатора торговли сделке осуществляется не через клиринговую организацию, участник торгов, подавший заявку, обязан представить организатору торговли отчет об исполнении сделки, заключенной на основании этой заявки, в течение **21** дня со дня истечения срока исполнения, установленного при заключении сделки.

Организатор торговли должен вести реестр заявок, поданных участниками торгов, а также реестр сделок, совершенных на торгах у организатора торговли.

Раскрытие и предоставление информации организатором торговли. В соответствии со ст. 9 Закона о рынке ценных бумаг любой организатор торговли на рынке ценных бумаг, в том числе фондовая биржа, обязан раскрывать любому заинтересованному лицу следующую информацию:

- правила допуска участника рынка ценных бумаг к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Кроме того, организатор торговли обязан вести:

- реестр участников торгов;
- реестр заявок, поданных участниками торгов;
- реестр сделок, совершенных на торгах у организатора торговли.

О каждой сделке, заключенной в соответствии с установленными организатором торговли правилами, любому заинтересованному лицу предоставляется следующая информация:

- дата и время заключения сделки;
- наименование ценных бумаг, являющихся предметом сделки;
- государственный регистрационный номер выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- цена одной ценной бумаги;
- количество ценных бумаг.

Совершение сделок на фондовой бирже может происходить на основании:

- безадресных заявок;
- адресных заявок;
- распоряжений.

При этом под *безадресной заявкой* признается заявка, которая адресована всем участникам торгов, в том числе в случае, когда в соответствии с правилами проведения торгов заключение сделки на основании такой заявки осуществляется с клиринговой организацией. Все иные заявки признаются **адресными**¹. Под *распоряжением* понимается приказ клиента брокеру о совершении сделки с ценными бумагами.

Полноценное функционирование организованного рынка ценных бумаг предполагает наличие соответствующей инфраструктуры. Под инфраструктурой при этом понимают совокупность технологий, ис-

пользуемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованную в разных технических средствах, институтах, нормах и правилах.

В *задачи* механизма *инфраструктуры* рынка ценных бумаг входит:

- управление рисками на рынке ценных бумаг. Роль инфраструктуры в управлении рисками заключается в том, чтобы:
 - отделить разные виды рисков друг от друга,
 - определить ответственного за реализацию риска,
 - реализовать ответственность участников за причиненные ими убытки;
- снижение удельной стоимости проведения операций.

Инфраструктура рынка ценных бумаг содержит ряд подсистем:

- система регистрации прав собственности (учета прав) на ценные бумаги гарантирует наличие и подлинность покупаемых (продаваемых) ценных бумаг;
- система клиринга обеспечивает подтверждение параметров всех заключенных в данной торговой системе сделок;
- система платежа (банковская система) обеспечивает денежные операции, связанные с исполнением сделок с ценными бумагами;
- торговая система занимается установлением рыночных цен на ценные бумаги и обеспечением совершения сделок по рыночным ценам.

2.8. ФИНАНСОВЫЙ КОНСУЛЬТАНТ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

В целях совершенствования правового механизма защиты прав и законных интересов инвесторов в 2003 г. был введен новый субъект на рынке ценных бумаг — финансовый консультант.

Финансовым консультантом может быть юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг (см. ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг).

К полномочиям финансового консультанта относятся:

- 1) оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг, в том числе по разработке бизнес-плана, выбору финансовых инструментов, систематизации предоставленной эмитентом информации о его финансово-хозяйственной деятельности, о ценных бумагах и т.п.;
- 2) контроль за соблюдением условий размещения, предусмотренных **решением** о выпуске (дополнительном выпуске), при размещении ценных бумаг.

¹ Приказ ФСФР России от 22 июня 2006 г. № 06-68/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

Реализуя свои полномочия, финансовый консультант:

1) **при** размещении ценных бумаг путем открытой подписки утверждает ведомость приема заявок на покупку ценных бумаг, составленную эмитентом, или каждую заявку на покупку ценных бумаг, подлежащую удовлетворению;

2) при размещении ценных бумаг путем открытой подписки на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг, утверждает по итогам каждого дня проведения торгов ведомость **приема** заявок на покупку ценных бумаг, а по окончании размещения — итоговую ведомость приема заявок на покупку ценных бумаг, которые составляются организатором торговли до заключения договоров;

3) контролирует соблюдение требований к рекламе;

4) обеспечивает раскрытие эмитентом информации, включая раскрытие информации об исполнении либо о неисполнении эмитентом обязательств по облигациям и опционам эмитента;

5) осуществляет контроль за нарушениями, допущенными эмитентом при раскрытии информации. В случае обнаружения нарушения, связанного с размещением ценных бумаг эмитента, которое может повлечь существенное нарушение прав инвесторов, финансовый консультант обязан в течение одного дня с момента обнаружения такого нарушения сообщить о нем в федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий регулирование на рынке ценных бумаг.

Раскрытие информации о выявленном нарушении производится с указанием содержания нарушения, а также причины такого **нарушения** (если она известна финансовому консультанту). Способами раскрытия финансовым консультантом информации о нарушении эмитентом требований по раскрытию информации являются следующие:

- направление информации в регулирующий орган;
- опубликование информации в ленте новостей каждого из информационных агентств не позднее следующего дня после даты нарушения эмитентом требования по раскрытию информации;
- опубликовании информации на странице в Интернете, используемой финансовым консультантом для раскрытия информации об эмитенте, в срок не позднее следующего дня после даты нарушения эмитентом требований по раскрытию информации, но не ранее даты опубликования такой информации в ленте новостей.

В сообщении, публикуемом финансовым консультантом в ленте новостей, указывается адрес страницы в Интернете, которую финансовый консультант использует для раскрытия информации об эмитенте.

Законодательство РФ предъявляет к деятельности финансовых консультантов следующие *требования*.

Обязательное наличие в составе организации отдельного структурного подразделения, к исключительным функциям которого относится осуществление деятельности финансового консультанта. Это структурное подразделение вправе оказывать также и услуги по оценочной деятельности. Лицензирование оценочной деятельности осуществляет Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом.

В штате финансового консультанта должно быть не менее двух аттестованных специалистов по корпоративным финансам, включая руководителя структурного подразделения, к исключительным функциям которого относится осуществление деятельности финансового консультанта и (или) оценочной деятельности.

Законодательство РФ устанавливает следующие *ограничения* деятельности финансового консультанта.

Финансовый консультант не может являться аффилированным лицом эмитента. Под аффилированными лицами профессионального участника рынка ценных бумаг или эмитента понимаются:

- лица, которые имеют право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, которые приходятся на акции (вклады, доли), составляющие уставный (складочный) капитал финансового консультанта или эмитента;
- юридическое лицо, в котором финансовый консультант или эмитент имеют право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, приходящихся на акции (вклады, доли), составляющие уставный (складочный) капитал юридического лица.

Финансовый консультант не вправе оказывать услуги по подготовке проспекта ценных бумаг следующим лицам:

- эмитенту, перед которым финансовый консультант имеет обязательства (в том числе по кредитам и займам, по счетам, вкладам, по доверительному управлению имуществом), не связанные с оказанием услуг финансового консультанта или осуществлением оценочной **деятельности**;

- эмитенту, который имеет обязательства (в том числе по кредитам и займам, счетам, вкладам, доверительному управлению имуществом) перед финансовым консультантом (его аффилированными лицами), не связанные с оказанием услуг финансового консультанта или осуществлением оценочной деятельности.

Финансовый консультант не вправе подготавливать проспект ценных бумаг, эмитентом которых является.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг (его аффилированные лица, за исключением аффилированных лиц, являющихся

управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов), оказывающий эмитенту услуги финансового консультанта (и (или) услуги по размещению ценных бумаг эмитента), не вправе совершать за свой счет, а также в качестве доверительного управляющего сделки с любыми ценными бумагами эмитента, с которым заключен договор на оказание услуг финансового консультанта, с начала действия договора об оказании услуг финансового консультанта и (или) договора, на основании которого оказываются услуги по размещению ценных бумаг (поручения, комиссии, агентского) и до даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг¹. Это требование не распространяется на приобретение профессиональным участником за свой счет ценных бумаг, не размещенных в срок, предусмотренный договором об оказании услуг финансового консультанта. При этом такое приобретение неразмещенных ценных бумаг возможно только при соблюдении одновременно следующих условий:

- размещено не менее 75% ценных бумаг данного выпуска (дополнительного выпуска);
- размещение ценных бумаг осуществляется путем открытой подписки на торгах, проводимых организатором торгов на рынке ценных бумаг;
- приобретение ценных бумаг профессиональным участником рынка ценных бумаг может осуществляться по цене не ниже средневзвешенной цены, сформированной при размещении на торгах.

Финансовый консультант не вправе раскрывать полученную от эмитента информацию до момента ее раскрытия самим эмитентом.

Финансовый консультант подписывает следующие документы.

Проспект ценных бумаг. В случаях публичного размещения и (или) публичного обращения эмиссионных ценных бумаг финансовый консультант по желанию эмитента может подписать проспект ценных бумаг. В этом случае финансовый консультант подтверждает достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, за исключением части, подтвержденной аудитором и (или) оценщиком.

Меморандум. Он представляется в регистрирующий орган во всех случаях, когда проспект ценных бумаг подписан финансовым консультантом. Меморандум должен быть подписан эмитентом, финансовым

консультантом, а также может быть подписан независимым оценщиком, аудитором эмитента, юридическим консультантом эмитента, рейтинговым агентством.

Отчет об итогах выпуска ценных бумаг. В случаях регистрации проспекта ценных бумаг, подписанного финансовым консультантом, отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента должен быть подписан финансовым консультантом. Отчет должен подтверждать раскрытие эмитентом информации на этапах эмиссии ценных бумаг.

Заявление о включении ценных бумаг в листинг подписывается финансовым консультантом с целью подтверждения достоверности сведений, указываемых в нем, за исключением информации, подтвержденной аудитором.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Какие виды деятельности относятся к профессиональным видам деятельности на рынке ценных бумаг?
2. В отношении каких видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг допускается совмещение?
3. Какими видами лицензий лицензируется профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг?
4. Кто может быть финансовым консультантом на рынке ценных бумаг?
5. Что относится к функциям фондовой биржи?
6. Какую информацию обязан раскрывать любому заинтересованному лицу организатор торговли?
7. Кто может быть членом фондовой биржи, являющейся некоммерческим партнерством?
8. Во что могут быть преобразованы фондовые биржи, являющиеся некоммерческими партнерствами?
9. Каким образом определяется порядок допуска к участию в торгах и исключения из числа участников торгов?
10. Какие инструменты могут быть объектами торговли на фондовой бирже?
11. При соблюдении каких требований осуществляется допуск ценных бумаг к **торгам** у организатора торговли (за исключением допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже)?
12. Как называется разновидность клиринга, в результате которого определение обязательств каждого участника клиринга и расчеты по ценным бумагам и денежным средствам осуществляются по всем совершенным участником клиринга сделкам клирингового пула?
13. Что такое неттинг?
14. Какие возможности дает использование интернет-торговли ценными бумагами участникам торговли и их клиентам?

¹ П. 2.5.4 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденных постановлением ФКЦБ России от 18 июня 2003 г. № **03-30/пс** и п. 5.4 Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденных постановлением ФКЦБ России от 1 октября **1999** г. №9.

15. Что относится к основным характеристикам внебиржевого рынка?
16. Что понимается под учетной системой на рынке ценных бумаг и каковы ее функции?
17. Охарактеризуйте содержание депозитарной деятельности. Является ли простое хранение сертификатов ценных бумаг депозитарной деятельностью, если оно не сопровождается учетом прав на них?
18. Что в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг относится к обязанностям регистратора?
19. Что относится к функциям трансфер-агента?
20. Кто может выступать попечителем счета депо?
21. Что можно отнести к основным обязанностям номинального держателя в отношении именных ценных бумаг, держателем которых он является в интересах другого лица?
22. Какая профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг признается дилерской деятельностью?
23. Какому виду профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг соответствует деятельность по предоставлению услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг?
24. Допускается ли совмещение деятельности по ведению реестра с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?
25. Какие существенные условия должен содержать депозитарный договор?
26. Что может быть объектом доверительного управления в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг?
27. Вправе ли регистратор, осуществляющий ведение реестра акционеров закрытого акционерного общества (ЗАО) «Х», осуществлять сделки с акциями ЗАО «Х»?
28. В какой форме должен быть заключен договор о счете депо?
29. В каких случаях номинальный держатель ценных бумаг не получает от держателя реестра вознаграждения за составление списка владельцев ценных бумаг, номинальным держателем которых он является?
30. Какую информацию обязан предоставить организатор торговли любому заинтересованному лицу о любой сделке, заключенной в соответствии с установленными организатором торговли правилами?
31. Допускается ли передоверие регистратором части функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра?
32. На каком этапе процесса совершения сделки осуществляется переход прав собственности на ценные бумаги?

ГЛАВА 3

ЭМИТЕНТЫ И ИНВЕСТОРЫ

3.1. ЭМИТЕНТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Согласно Закону о рынке ценных бумаг эмитент — это юридическое лицо, органы государственной власти или местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед инвесторами по осуществлению прав, удостоверенных ценной бумагой.

Эмитент поставяет на фондовый рынок товар — ценную бумагу, качество которой определяется статусом эмитента, хозяйственно-финансовыми результатами его деятельности. Однако не следует думать, что эмитент уходит с рынка, поставив на него ценные бумаги. Эмитент постоянно присутствует на нем, так как он несет от своего имени обязательства перед покупателями (инвесторами) ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных ими. Кроме того, эмитент сам оперирует своими ценными бумагами, осуществляя их выкуп или продажу.

На рынке эмитент прежде всего оценивается с точки зрения инвестиционных качеств выпускаемых им ценных бумаг. Схематично состав эмитентов может быть представлен в следующем виде (рис. 3.1).

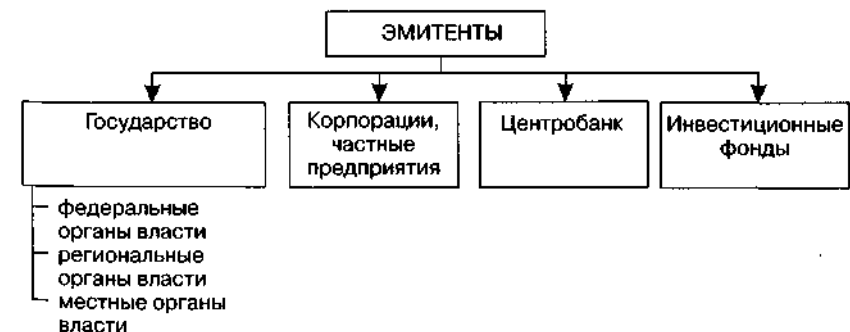


Рис. 3.1. Состав эмитентов

Первенство среди российских эмитентов прочно удерживает государство. Важным фактором особой популярности ценных бумаг этого эмитента является его статус. Считается, что государственные ценные бумаги имеют нулевой риск, так как в отличие от банка или акционерного общества банкротство государства невозможно и государство всегда будет выполнять свои обязательства. По теории инвестиционного анализа ценные бумаги, имеющие нулевое или близкое к нему значение риска, могут продаваться с минимальным доходом. Практика торговли ценными бумагами на развитых фондовых рынках мира подтверждает этот постулат. Государственные ценные бумаги сочетают в себе несколько приятных для инвесторов свойств: при действительно низком риске обладают приемлемой для инвестора доходностью и из-за хорошо отлаженной технологии торговли — почти абсолютной ликвидностью. Поэтому государство как эмитент ценных бумаг прочно занимает позиции на российском фондовом рынке.

Следует отметить, что местные органы власти вышли на фондовый рынок несколько позже федеральных органов власти (а именно в 1992 г.) и статус их несколько ниже. Местная администрация может в обеспечение ценных бумаг предложить лишь муниципальную собственность — жилищный фонд, ликвидность которого ограничена.

Негосударственные структуры при выпуске ценных бумаг могут пользоваться поддержкой органов власти различных уровней, которые могут выступать гарантами по этим бумагам.

Как эмитенты ценных бумаг акционерные общества, относящиеся к производственному сектору, качественно разделяются. Приватизированные предприятия составляют одну группу, а другую — вновь создаваемые акционерные общества. Акционерное общество, возникшее в результате приватизации как эмитент, характеризуется в большинстве случаев низкой доходностью, информационной закрытостью, неопределенностью экономических перспектив и слабой предсказуемостью показателей. Чтобы завоевать рынок, таким эмитентам необходима требуемая прозрачность, им присущи существенные колебания курсовой стоимости их ценных бумаг.

Поэтому процесс конструирования новых выпусков ценных бумаг становится не только наукой, но и искусством. К подготовке товара — ценных бумаг — целесообразно привлекать специалистов — инвестиционных консультантов, которые, как правило, используют различные новации для того, чтобы сделать ценную бумагу привлекательной для инвестора.

Существуют общие правила, с помощью которых можно достигнуть определенных успехов на российском фондовом рынке.

1. Эмиссии ценных бумаг должны быть адресными, т.е. ориентированными на конкретного инвестора.

2. Определение времени выпуска ценных бумаг требует тщательной проработки на основе оценки финансовой ситуации в стране.

3. В условиях предстоящего выпуска ценных бумаг важно отразить преимущества эмитента и его инвестиционной программы.

4. Чем ниже статус эмитента, тем больше прав и гарантий для инвестора должен содержать выпуск ценных бумаг. По возможности его целесообразно наделить уникальными преимуществами для инвесторов, например правом конверсии в иные ценные бумаги, правом объединить выпускаемые акции с опционом пут и др.

Лидером среди эмитентов корпоративных ценных бумаг остаются банки. Это объясняется тем, что банковский бизнес даже в кризисный период является наиболее прибыльным, а в условиях выпуска и обращения ценных бумаг, жестко регламентируемых Банком России, позволяет банкам по надежности (статусу) занимать второе место после государственных ценных бумаг.

Частные предприятия, по организационно-правовой форме не являющиеся акционерными обществами, как эмитенты могут выпускать только долговые ценные бумаги — облигации и векселя.

Цели выхода эмитентов на фондовый рынок могут быть объединены в следующие большие группы:

1. Необходимость привлечения долгосрочного инвестиционного капитала. Реализуется через выпуск акций и облигаций.

2. Необходимость привлечения оборотного капитала. Реализуется через выпуск биржевых облигаций, векселей.

3. Необходимость реструктуризации организационно-правовой формы бизнеса или смена его формы собственности. Реализуется через выпуск акций.

4. Необходимость реализации механизмов корпоративного управления. Реализуется через выпуск опционов эмитента.

Тенденции последних лет таковы, что все большее количество российских эмитентов обращаются на фондовый рынок за инвестиционными капиталами, привлекая инвестиции через так называемую процедуру IPO.

IPO (Initial Public Offering) — первоначальное публичное предложение акций компании на продажу широкому кругу лиц. При этом подразумевается, что компания впервые выводит свои акции на биржу, предлагая их неограниченному кругу лиц.

В процессе проведения первоначального публичного предложения акций (**IPO**) инвесторам могут быть предложены акции дополнительного и (или) основного выпусков:

PPO (Primary Public Offering) — первичное публичное предложение акций дополнительного (нового) выпуска **неограниченному** кругу лиц;

SPO (Secondary Public Offering) — вторичное публичное предложение акций основного выпуска (акции существующих акционеров) **неограниченному** кругу лиц.

Следует отличать **IPO** от **PO (Public Offering)** — публичного предложения акций компании на продажу широкому кругу лиц. При этом подразумевается, что компания уже проводила **IPO** и (или) ее акции уже обращаются на бирже (табл. 3.1).

Таблица 3.1

Характеристика основных параметров **IPO** и **PO**

Параметры	<i>Initial Public Offering (IPO)</i>	<i>Public Offering (PO)</i>
Предложение неограниченному кругу лиц	Первоначальное (сделанное впервые)	Последующее (очередное)
Изменения на фондовом рынке	Расширение списка эмитентов, чьи акции торгуются на фондовой бирже	Расширение списка эмитентов не происходит
Информационное освещение события эмитентом	Расширенное	В рамках законодательной базы
Внимание к эмитенту со стороны СМИ	Пристальное	По факту поступления пресс-релизов от эмитента
Предлагаемые выпуски акций	Основной и (или) дополнительный	Только дополнительный (только основной)
Вторичный рынок акций основного выпуска	Отсутствует	Уже существует
Круг потенциальных инвесторов	Ограниченный	Максимально возможный
Основание принятия решения об участии инвесторов в размещении	Анализ информации и заключений аналитиков по эмитенту	Анализ вторичного рынка акций эмитента

В процессе проведения публичного предложения акций (**PO**) инвесторам могут быть предложены акции дополнительного или основного выпусков:

Follow-on — «**доразмещение**». Очередное предложение дополнительного выпуска акций компании неограниченному кругу лиц. Акции компании уже обращаются на бирже;

SPO (Secondary Public Offering) — аналогично **IPO**. Предложение акций основного выпуска (акции существующих акционеров) неограниченному кругу лиц.

Привлечение инвестиций с рынка ценных бумаг путем проведения **IPO** является показателем зрелости и сознательности компании, так как это предполагает наличие четкой стратегии, понятной инвесторам программы развития, а также информационной прозрачности компании-эмитента.

Безусловно, размещение акций как один из способов привлечения инвестиций имеет свои достоинства и недостатки, является вопросом сугубо индивидуальным и подлежит рассмотрению для каждой отдельно взятой компании-эмитента. В конечном же счете проводить размещение акций или нет — решает сама компания-эмитент. Сравнительная оценка привлечения капитала из различных источников представлена в табл. 3.2.

Таблица 3.2

Сравнительная оценка привлечения капитала из различных источников

Проведение IPO	Размещение облигаций
Достоинства	
1. Привлечение долгосрочных финансовых ресурсов (на срок существования общества)	1. Привлечение финансовых ресурсов
2. Отсутствие необходимости возврата привлеченных финансовых средств	2. Кредиторы не получают права собственности
3. Увеличение уставного капитала: возможность увеличить долговое финансирование общества в будущем	3. Размещение облигаций — «серийный» продукт, в то время как IPO — «штучный»
4. Справедливая рыночная оценка общества	4. Облегчение доступа к банковским кредитам
5. Повышение капитализации и ликвидность активов общества	5. Возможность привлечения средств следующими организационно-правовыми формами: ОАО, ЗАО, ООО, а также создание SPV *
6. Улучшение имиджа, повышение узнаваемости бренда общества	
7. Инвесторы оценивают компанию во всех аспектах	
Недостатки	
1. Право голоса на общем собрании акционеров общества. «Размывание» долей акционеров	1. В большинстве случаев заимствования предусматривают оферты с периодичностью один раз в 0,5—1,5 года
2. Право на получение дивидендов. Право на получение части имущества общества в случае его ликвидации	2. Компания обязана выплачивать номинальную стоимость или номинальную стоимость и процентную

Окончание

Проведение IPO	Размещение облигаций
3. Ограничения и привязка размещаемых акций количеством объявленных акций, а также соотношением стоимости чистых активов общества и его уставного капитала	3. Ограничение размера облигационного займа размером уставного капитала и (или) размером обеспечения, а также зависимость от срока существования общества
4. Необходимость считаться с мнением инвестиционного сообщества, прогнозировать влияние принимаемых решений на курсовую стоимость акций	4. Обязательства по систематическому раскрытию информации в случае регистрации проспекта ценных бумаг
5. Отсутствие гарантий удачного размещения	5. Инвесторы прежде всего оценивают кредитную историю и надежность заемщика
6. Обязательства по систематическому раскрытию информации	
7. Публикация информации, ранее считавшейся конфиденциальной	
8. Проведение IPO возможно только в организационно-правовой форме ОАО	

* *SPV (Special Purpose Vehicle)* — в терминологии бизнеса — компания, создаваемая специально для реализации определенного проекта, например привлечения внешнего финансирования путем выпуска векселей и размещения облигаций. В российской практике подобные компании часто имеют в своем названии слова «финанс», «инвест».

При организации IPO эмитентам следует обратить внимание на ряд важных вопросов. Так, например, ценные бумаги какого выпуска — основного или дополнительного — будут предлагаться инвесторам. Или, кроме (вместо) дополнительного (нового) выпуска владельцы акций эмитента могут предложить к продаже свой пакет либо его часть (основной выпуск).

Общий план мероприятий, связанный с подготовкой компании и выводом ее на IPO, включает следующие этапы (табл. 3.3).

Таблица 3.3

Общий план мероприятий IPO

Этап	Содержание этапа	Участники
Формирование компании для IPO	Смена организационно-правовой формы компании на ОАО (в случае если эмитент не ОАО) или создание дочерней компании, имеющей организационно-правовую форму ОАО Формирование прозрачной юридической структуры компании Вывод непрофильных активов или передача профильных активов созданной дочерней компании	Акционеры компании Менеджмент компании

Продолжение

Этап	Содержание этапа	Участники
	Прозрачность денежных потоков, консолидация всех центров прибыли, отсутствие налоговых оптимизационных схем	
Подготовка компании к IPO	Разработка четкой и понятной стратегии развития и деятельности компании на несколько лет вперед Отсутствие существенных рисков (судебных, политических и пр.) Подготовка отчетности по стандартам РСБУ (при необходимости — IAS/US GAAP), ежегодный аудит Формирование корпоративной структуры, соблюдение норм корпоративного поведения Работа с инвесторами (создание IR-отдела), высокий уровень раскрытия информации компании	Акционеры компании Менеджмент компании Аудитор (аудиторы)
Pre-IPO (подготовительный этап)	Формирование команды для проведения IPO Проведение <i>due diligence</i> (комплексная оценка бизнеса, финансового состояния компании) Разработка структуры IPO Подготовка эмиссионных документов (решение о выпуске, проспект ценных бумаг) Регистрация эмиссионных документов в ФСФР России Включение акций эмитента в котировальный список «В» или «И» или оставление в числе внесписочных ценных бумаг (включение ценных бумаг в RTS START) Подготовка аналитических материалов (презентации для аналитиков, аналитические обзоры, презентации для инвесторов) Планирование и подготовка публичных мероприятий (конференции, презентации и т.д.)	Менеджмент компании Оценщик Уполномоченный финансовый консультант (юридический консультант) Организатор IPO ФСФР России Организатор торговли (биржа) PR/IR-агентство
IPO	Объявление ценового коридора Проведение <i>road-show</i> Составление книги заявок Определение цены размещения Размещение акций Подведение итогов IPO	Менеджмент компании Организатор IPO ОАО «РТС» PR/IR-агентство

Этап	Содержание этапа	Окончание
		Участники
Post-IPO (этап после IPO)	Подготовка эмиссионных документов (отчет об итогах выпуска ценных бумаг (уведомление) об итогах выпуска ценных бумаг) Регистрация эмиссионных документов в ФСФР России (направление уведомления в ФСФР России) Поддержание рынка после IPO Перевод акций эмитента в котировальный список более высокого уровня Включение акций эмитента в индексы PTC (RTSI, RTSII)	Уполномоченный финансовый консультант (юридический консультант) Организатор IPO (или маркет-мейкер) ФСФР России Организатор торговли (биржа) PR/IR-агентство

На основании построения схемы проведения процедуры размещения IPO можно классифицировать как:

классическое — инвесторам предлагаются акции только дополнительного (нового) выпуска;

вторичное — инвесторам предлагаются акции только основного выпуска;

смешанное — наравне с акциями дополнительного выпуска инвесторам предлагаются акции основного выпуска (рис. 3.2).



Рис. 3.2. Виды размещаемых акций при IPO и SPO

Проведение PPO. Размещение дополнительного (нового) выпуска акций осуществляется в соответствии с федеральными законами и нормативными правовыми актами ФСФР России.

Процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг, если иное не предусмотрено федеральными законами, включает следующие этапы:

- принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- государственную регистрацию отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг (направление уведомления об итогах выпуска ценных бумаг) (дополнительного выпуска).

Государственная регистрация дополнительного выпуска ценных бумаг в случае их публичного обращения сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг. Если регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, то каждый этап процедуры эмиссии ценных бумаг сопровождается раскрытием информации в порядке, установленном ФСФР России.

Проведение SPO. Предложение инвесторам акций основного выпуска. Продажа ценных бумаг осуществляется в ходе вторичных торгов.

Публичное обращение ценных бумаг эмитента подразумевает предварительную государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, сопровождающуюся регистрацией проспекта ценных бумаг. Если государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг не сопровождалась регистрацией их проспекта, он может быть зарегистрирован впоследствии. При этом регистрация проспекта ценных бумаг осуществляется регистрирующим органом в течение 30 дней с даты получения проспекта ценных бумаг и иных документов, необходимых для его регистрации. Сравнительная характеристика IPO и SPO представлена в табл. 3.4.

Таблица 3.4

Достоинства и недостатки IPO и SPO	
PPO (акции дополнительного выпуска)	SPO (акции основного выпуска)
Достоинства	
1. В ходе размещения дополнительного выпуска именно ОАО привлекает необходимые инвестиции	1. «Размывание» доли существующих акционеров не происходит
2. Определяется российским законодательством как «размещение ценных бумаг»	2. Сокращение временных издержек: не требуется использование процедуры вывода бумаг на первичный рынок,

Окончание

<i>PPO</i> (акции дополнительного выпуска)	<i>SPO</i> (акции основного выпуска)
3. Является «классическим» вариантом <i>IPO</i> (привлечения ОАО акционерного капитала)	а также отсутствует преимущественное право на приобретение акций существующими акционерами
4. Увеличение уставного капитала: возможность увеличения долгового финансирования в будущем	3. Организатор сделки через СМИ «раскручивает» бренд компании как эмитента, осуществляющего <i>IPO</i>
5. Повышение капитализации и ликвидности активов общества	
6. Улучшение имиджа, повышение узнаваемости бренда ОАО (эмитент в рамках соблюдения законодательства раскрывает информацию)	
Недостатки	
1. Временные издержки: принятие и утверждение решения, внесение поправок в устав общества и его утверждение	1. В ходе размещения основного выпуска доход получает не ОАО, а акционер, реализовавший бумаги своего пакета акций
2. Временные издержки, связанные с публичным обращением выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, с выводом бумаг дополнительного выпуска на первичный и вторичный рынки, возникновение срока действия преимущественного права на приобретение акций	2. Временные издержки, связанные с публичным обращением выпуска ценных бумаг
3. Происходит «размывание» доли существующих акционеров	3. Определяется российским законодательством как «обращение ценных бумаг» и ничем не отличается от обычных сделок, заключаемых на вторичном рынке
	4. Рассматривается специалистами как квази- <i>IPO</i>
	5. Увеличения уставного капитала не происходит

Согласно российскому законодательству, цена размещения ценных бумаг эмитента может быть определена:

- до начала действия срока преимущественного права;
- после окончания действия срока преимущественного права.

В случае определения цены размещения до начала действия срока преимущественного права его продолжительность не может быть менее 45 дней (табл. 3.5). В случае определения цены размещения после окончания действия срока преимущественного права, его продолжительность не может быть менее 20 дней (табл. 3.6).

Таблица 3.5

Основные этапы размещения акций
(в случае срока действия преимущественного права акционеров — 45 дней)

Мероприятие	Длительность этапа, дней	Срок от принятия решения о выпуске ценных бумаг, дней (дата принятия решения о выпуске ценных бумаг)
Принятие советом директоров (общим собранием) общества решения о выпуске ценных бумаг. Определение организаторов	—	<i>T</i>
Подготовка и публикация информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг»	2 + 0	<i>T</i> + 2
Подготовка решения о выпуске и проспекта ценных бумаг	25	<i>T</i> + 27
Утверждение советом директоров решения о выпуске и проспекта ценных бумаг	5	<i>T</i> + 32
Подготовка и публикация информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг»	2 + 0	<i>T</i> + 34
Регистрация эмиссионных документов в ФСФР России	30	<i>T</i> + 46
Доведение информации до широкого круга инвесторов. Подача документов на биржу. Включение ценных бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам	14	<i>T</i> + 78
Преимущественное право (45 дней)	45	<i>T</i> + 109
Подведение итогов преимущественного права. Раскрытие информации	5	<i>T</i> + 114
Размещение ценных бумаг на бирже	1	115
1. [Вариант 1] Подготовка и подписание уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, главным бухгалтером эмитента, а также брокером, оказывающим эмитенту услуги по размещению ценных бумаг. Направление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в ФСФР России	1	<i>T</i> + 115
2. [Вариант 2] Подготовка и подписание отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных	3 + 14	<i>T</i> + 132

Мероприятие	Окончание	
	Длительность этапа (дней)	Срок от принятия решения о выпуске ценных бумаг, дней (дата принятия решения о выпуске ценных бумаг)
бумаг лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, главным бухгалтером эмитента. Регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в ФСФР России		
Раскрытие информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг»	1 + 0 2	T + 115 T + 134
Начало вторичного обращения ценных бумаг на бирже	1 1	T + 116 T + 135

Таблица 3.6

Основные этапы размещения акций
(в случае срока действия преимущественного права акционеров — 20 дней)

Мероприятие	Длительность этапа (дней)	Срок от принятия решения о выпуске ценных бумаг, дней (дата принятия решения о выпуске ценных бумаг)
Принятие советом директоров (общим собранием) общества решения о выпуске ценных бумаг. Определение организаторов	—	T
Подготовка и публикация информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг»	2 + 0	T + 2
Подготовка решения о выпуске и проспекта ценных бумаг	25	T + 27
Утверждение советом директоров решения о выпуске и проспекта ценных бумаг	5	T + 32
Подготовка и публикация информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг»	2 + 0	T + 34
Регистрация эмиссионных документов в ФСФР России	30	T + 64

Мероприятие	Окончание	
	Длительность этапа (дней)	Срок от принятия решения о выпуске ценных бумаг, дней (дата принятия решения о выпуске ценных бумаг)
Доведение информации до широкого круга инвесторов. Подача документов организатору торговли (бирже). Включение ценных бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам	14	T + 78
Преимущественное право (20 дней)	20	T + 84
Подведение итогов преимущественного права. Раскрытие информации	5	T + 89
Раскрытие информации о цене размещения. Размещение ценных бумаг на бирже	1	90
Оплата ценных бумаг, приобретенных по преимущественному праву	5	T + 94
1. [Вариант 1] Подготовка и подписание уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, главным бухгалтером эмитента, а также брокером, оказывающим эмитенту услуги по размещению ценных бумаг. Направление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в ФСФР России	1	T + 94
2. [Вариант 2] Подготовка и подписание отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, главным бухгалтером эмитента. Регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в ФСФР России	3 + 14	T + 111
Раскрытие информации в форме сообщения о существенном факте «сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг»	1 + 0 2	T + 94 T + 113
Начало вторичного обращения ценных бумаг на бирже	1 1	T + 95 T + 114

Порядок определения цены (цен) размещения ценных бумаг, размещаемых путем подписки, может устанавливаться:

■ в виде формулы с переменными показателями (курс определенной иностранной валюты, котировка ликвидной ценной бумаги у организатора торговли на рынке ценных бумаг и др.), значения которых не могут изменяться по усмотрению эмитента. Порядок определения цены

размещения ценных бумаг в виде формулы должен позволять определять цену размещения на любую дату в течение всего срока размещения ценных бумаг;

- указанием, что цена размещения определяется советом директоров (наблюдательным советом) или осуществляющим его функции общим собранием акционеров — в акционерных обществах или иным уполномоченным органом управления — в иных юридических лицах.

Порядок определения советом директоров цены размещения ценных бумаг, размещаемых путем подписки, может предусматривать:

- определение цены размещения ценных бумаг в ходе биржевых торгов;

- минимальную цену размещения ценных бумаг (цену отсечения), ниже которой уполномоченный орган управления эмитента не может определить цену размещения ценных бумаг;

- иные требования или условия, в соответствии с которыми уполномоченным органом управления эмитента должна определяться цена размещения ценных бумаг.

Условия проведения торгов, в ходе которых определяется цена размещения ценных бумаг, должны предусматривать подачу участниками торгов заявок двух типов:

1) конкурентные заявки (содержащие количество приобретаемых ценных бумаг и цену их приобретения);

2) неконкурентные заявки (содержащие общую сумму, на которую заявитель обязуется приобрести ценные бумаги без определения количества приобретаемых ценных бумаг и цены их приобретения).

Приоритетному удовлетворению подлежат конкурентные заявки, содержащие наибольшую цену приобретения. В случае если условия проведения торгов предусматривают подачу участниками торгов как конкурентных, так и неконкурентных заявок, приоритетному удовлетворению подлежат конкурентные заявки.

Конкурентные заявки должны удовлетворяться по цене, указанной в конкурентной заявке, которая в случае установления цены отсечения не должна быть ниже такой цены отсечения. Неконкурентные заявки должны удовлетворяться по средневзвешенной цене всех удовлетворенных в ходе торговой сессии конкурентных заявок или по иной цене, рассчитанной на основании такой средневзвешенной цены.

Размещение акций может происходить в виде:

- аукциона. Акцепт поданных покупателями заявок осуществляется автоматически на основании определенного и для всех открытого алгоритма;

- механического подтверждения заявок. Акцепт поданных покупателями заявок осуществляется брокером, уполномоченным эмитентом.

Аукционы различаются:

- по типу заявок: конкурентные и неконкурентные;
- степени открытости аукциона: открытый (заявки на покупку видят все участники торгов) и закрытый (заявки видит только брокер);
- принципу определения цены: цена отсечения, фиксированная цена или средневзвешенная цена.

Механическое подтверждение заявок может осуществляться по следующим принципам:

- заявки удовлетворяются брокером на основании «списка покупателей», утвержденного эмитентом;
- заявки удовлетворяются по времени их поступления.

Размещение акций может предусматривать ряд дополнительных условий:

- размещение (продажу) акций единым лотом или по частям;
- наличие или отсутствие возможности частичного удовлетворения заявок;
- установку начальной (стартовой) цены;
- установку шага цены.

Размещение ценных бумаг возможно:

- на одной бирже;
- нескольких биржах;
- бирже и внебиржевом рынке одновременно (табл. 3.7).

Таблица 3.7

Сравнительная характеристика биржевого и внебиржевого размещения

Биржевой рынок	Внебиржевой рынок
Достоинства	
1. Биржа участвует в процессе размещения как независимое лицо (раскрывает объем торгов и сделок по ценным бумагам, публикует пресс-релизы и т.д.)	1. Нет ограничений на параметры сделок со стороны торговых систем (отсутствие ограничений на цену, требований к срокам поставки (расчетов) и других дополнительных условий)
2. Биржа помогает разработать регламент размещения	2. Возможность совершать сделки по бумагам эмитентов, которые не допущены к торгам на фондовой бирже, либо по которым не удается найти контрагента
3. Биржа помогает брокеру в поиске инвесторов	3. Отсутствует необходимость в регистрации клиентов на бирже
4. Прохождение листинга в РТС — своего рода рейтинговая оценка эмитента	
5. Прозрачный и понятный уровень комиссионного вознаграждения (клиринг, биржа, депозитарий)	
6. Возможность гарантированного получения покупателем ценных бумаг, а продавцом — денежных средств в кратчайшие сроки (в течение одного дня)	

Окончание	
Биржевой рынок	Внебиржевой рынок
Недостатки	
1. Размещение акций на биржевом рынке влечет дополнительные издержки на инфраструктуру	1. Высокая премия за возникающие риски, связанные с неисполнением сделки
2. Необходимость регистрации клиентов на бирже	2. Риски, возникающие в связи с отсутствием отлаженной инфраструктуры, обеспечивающей переход прав собственности (инвесторы — организатор IPO — эмитент)
	3. Получение продавцом денежных средств, а покупателем — ценных бумаг растянуто во времени

Успешность реализации инвестиционных стратегий эмитентов обеспечивается в том числе и с помощью специально созданных в РТС институтов маркет-мейкеров и уполномоченных финансовых консультантов (УФК), аккредитованных на бирже, а также сформированной базы аудиторов, юридических консультантов и PR- и fii-агентств, оказывающих услуги по подготовке и сопровождению допуска ценных бумаг к торгам в процессе их размещения и (или) обращения.

Перечень документов, необходимых для размещения ценных бумаг и обеспечения их дальнейшего обращения приведен в табл. 3.8.

Таблица 3.8

Перечень необходимых документов						
Документ						Подписывается
решение о выпуске	проспект ценных бумаг	меморандум	отчет об итогах выпуска	уведомление об итогах выпуска	ежеквартальный отчет	Подпись на документе подтверждает
++	++	++	++	++	++	Лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа
-	++	-	++	++	++	Главным бухгалтером
-	-	-	-	++	-	Брокером, оказывающим услуги по размещению

Достоверность и полноту информации

Документ						Подписывается	Подпись на документе подтверждает
решение о выпуске	проспект ценных бумаг	меморандум	отчет об итогах выпуска	уведомление об итогах выпуска	ежеквартальный отчет		
-	++	-	-	-	+	Аудитором	Достоверность информации в указанной ими части
-	++	-	-	-	+	Независимым оценщиком	
-	++	-	-	-	-	Третьим лицом, предоставившим обеспечение	Достоверность информации о предоставлении обеспечения
-	++	++	++	-	++	Уполномоченным финансовым консультантом	Достоверность и полноту информации, за исключением части, подтвержденной аудитором и (или) оценщиком
-	+	+	+	-	+	Финансовым консультантом	
-	+	-	-	-	+	Юридическим консультантом	Достоверность информации в поданной ими части
-	+	-	-	-	-	Рейтинговым агентством	Присвоение эмитенту и (или) его ценным бумагам кредитного рейтинга

Примечание: ++ — подпись необходима;
+ — подпись возможна.

3.2. ИНВЕСТОРЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Лицом, которому в конечном итоге адресованы предложения и на которое ориентированы размещения, является инвестор. Значение инвестора на фондовом рынке трудно переоценить. Рынок любой ценной бумаги существует и развивается, если в основе лежит интерес инвестора к ее приобретению. Поэтому понять интересы инвестора, предложить ему те ценные бумаги, которые соответствуют его запросам, — ключ к успеху.

Закон о рынке ценных бумаг определяет инвестора как лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности (собственник) или ином вещном праве (владелец).

Инвесторов можно классифицировать по ряду признаков. Наиболее значимым можно считать их статус. Тогда инвесторов можно разделить на физических лиц, корпоративных и коллективных инвесторов и государство.

Если основным эмитентом на рынке ценных бумаг является государство, то основным инвестором, определяющим состояние фондового рынка, — физическое лицо, использующее свои сбережения для приобретения ценных бумаг с целью получения дополнительных доходов или прав, гарантированных той или иной ценной бумагой. Общий состав инвесторов может быть представлен следующим образом (рис. 3.3).

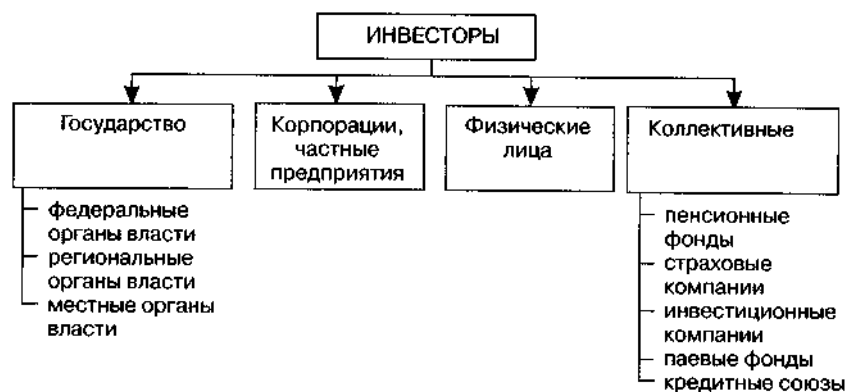


Рис. 3.3. Состав инвесторов

Интересен статус коллективных инвесторов. По своей сути в основе этой группы инвесторов лежат сбережения так называемых частных инвесторов, в число которых входят и физические лица как основная категория.

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.

Становлению и развитию этой экономической отрасли способствовал ряд взаимосвязанных факторов. С изменением политического строя и введением права частной собственности население страны стало носителем определенного инвестиционного потенциала, но высокие темпы инфляции делали его совершенно ничтожным. Однако с по-

степенной стабилизацией экономической ситуации в стране для граждан появилась возможность сохранять часть своих доходов. Начавшаяся приватизация, развитие предпринимательства и активный рост благосостояния отдельных категорий граждан указывали на то, что привычные и доступные для широких масс сберегательные книжки (банковские депозиты) не позволят реализовать этот потенциал.

В связи с этим актуальность приобрели альтернативные формы размещения капитала, введение которых на тот момент больше соответствовало духу времени и ожиданиям самих граждан. В частности, в соответствии с Указом Президента РФ от 7 августа 1992 г. № 1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» такой альтернативной формой стали две разновидности инвестиционных фондов: акционерные инвестиционные фонды (АИФы) и чековые инвестиционные фонды (ЧИФы).

Для ускорения передачи государственного имущества гражданам и привлечения к процессу приватизации широких слоев населения в рамках государственной программы приватизации предприятий, находящихся в государственной и муниципальной собственности, была введена в действие система приватизационных чеков (ваучеров)¹.

Эти государственные ценные бумаги целевого назначения безвозмездно передавались на руки населению, большая часть которого мучила себя вопросом — куда вложить доставшийся актив? Поэтому к времени и к месту пришлось именно чековые фонды, ведь их особенностью являлось то, что в оплату уставного капитала наравне с денежными средствами, ценными бумагами и недвижимым имуществом принимались приватизационные чеки.

Этот факт во многом определил глобальное распространение этой категории фондов, кроме того, организаторы фондов зачастую использовали их как «первый кирпич» в основании финансовой «пирамиды». Поэтому в середине 1990-х гг. огромное количество возникших фондов оказались несостоятельными, инвесторы потеряли свои активы, а вся инвестиционная деятельность таких фондов попадала в разряд криминала.

Именно в этот период с принятием Указа Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408 «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» в российском законодательстве впервые появляется термин «коллективное инвестирование».

¹ Указ Президента РФ от 14 августа 1992 г. № 914 «О введении в действие системы приватизационных чеков в Российской Федерации».

Этот Указ содержал два основных момента: во-первых, в нем констатировалось, что на российском финансовом рынке уже действует неэффективная и требующая реструктуризации система коллективных инвестиций и, во-вторых, здесь определялись действующие и новые формы коллективного инвестирования, которые с точки зрения государства являются наиболее перспективными. В частности, к таким перспективным формам были отнесены:

- паевые инвестиционные фонды;
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;
- инвестиционные банки;
- негосударственные пенсионные фонды.

Регулирование этой отрасли находится у государства на особом счету. И причина тому не только в обанкротившихся фондах и последовавших за этим народных волнениях. Дело в том, что любое государственное регулирование начинается с выработки концепции, которая в целом отражает позицию государства в отношении объекта регулирования и определяет его пределы. На этом этапе производится обоснование необходимости регулирования, определение цели, основных принципов и направлений регулирования, а также фиксация конечных результатов, на достижение которых оно направлено. Более того, все акты, регулирующие сферу экономики и финансов, вносятся на рассмотрение уполномоченного органа вместе с экономическим обоснованием.

Применительно к отрасли коллективных инвестиций государство выработало четкую позицию, которая была сформулирована в Постановлении Правительства РФ от 17 июля 1998 г. № 785 «О государственной программе защиты прав инвесторов на **1998—1999** годы». Согласно этой позиции, «суть коллективного инвестирования заключается в объединении средств отдельных инвесторов для осуществления эффективного управления ими профессионалами. Наиболее привлекательными схемы коллективного инвестирования являются для мелких инвесторов, которые не в состоянии участвовать в прямом инвестировании, как из-за недостаточности средств, так и из-за недостаточности знаний. Таким образом, в участие в схемах коллективного инвестирования обычно вовлечены широкие массы инвесторов, в том числе физические лица».

Из этого следует, что государство рассматривает коллективные инвестиции как необходимый элемент экономики, который позволяет основной массе населения воспользоваться инструментами, рассчитанными на частного инвестора.

Более того, с отдельными институтами государство связывает большие надежды, встраивая их в качестве самостоятельного элемента государственных реформ. Так, например, по поводу негосударственных пенсионных фондов в государственной программе защиты прав инвесторов указано, что «развитие негосударственных пенсионных фондов выгодно как для государства, так и для населения в целом, поскольку помимо решения важной социальной задачи по организации дополнительного пенсионного обеспечения граждан негосударственные пенсионные фонды также в состоянии осуществлять долгосрочные вложения в экономику. Такая двойственная природа негосударственных пенсионных фондов обуславливает ряд специфических условий их деятельности, а именно консервативный и долгосрочный характер инвестирования пенсионных накоплений, надежную защиту участников фондов и т.д.».

Справедливости ради нужно заметить, что не всем формам коллективного инвестирования удалось реализовать очерченные государством перспективы. Наверное, в первую очередь это касается кредитных союзов.

3.3. КРЕДИТНЫЕ СОЮЗЫ

Деятельность кредитных союзов регулируется Гражданским кодексом Российской Федерации (далее — ГК РФ) и Федеральным законом от 7 августа 2001 г. № **117-ФЗ** «О кредитных потребительских кооперативах граждан» (далее — Закон о кредитных потребительских кооперативах).

Кредитный союз (кредитный потребительский кооператив граждан) — это вид потребительского кооператива, который формируется в результате добровольного объединения граждан, в целях удовлетворения потребностей его членов в финансовой взаимопомощи.

Иными словами, эта форма коллективного инвестирования представляет собой имущественный комплекс, сформированный за счет паевых взносов своих участников, назначение которого сводится к обеспечению финансовых потребностей последних, путем предоставления им займов.

Кредитный кооператив является некоммерческой организацией, членами которой могут быть только физические лица, достигшие **16-летнего** возраста.

Деятельность кредитного кооператива и его взаимоотношения с членами кооператива основываются на следующих принципах:

- добровольность вступления граждан в кредитный потребительский кооператив;

- свобода выхода граждан из кооператива независимо от согласия других членов кооператива;
- равенство прав и обязанностей всех членов кооператива независимо от размеров паевых взносов при принятии решений;
- личное участие членов кооператива в управлении **кредитным** потребительским кооперативом граждан.

Правовой статус участника кредитного кооператива определяется набором его прав и обязанностей по отношению к указанной организации.

Члены кредитного союза обладают правом:

- пользоваться всеми услугами, предоставляемыми кредитным потребительским кооперативом граждан;
- участвовать в управлении кредитным потребительским кооперативом граждан и быть избранными в его органы;
- передавать на основании договора личные сбережения в фонд финансовой взаимопомощи кредитного потребительского **кооператива**;
- получать займы на потребительские и иные нужды на условиях, предусмотренных уставом кредитного потребительского кооператива и иными документами, регулирующими его деятельность;
- получать компенсацию за использование своих личных сбережений в целях осуществления финансовой взаимопомощи;
- получать от органов кредитного потребительского кооператива любую информацию о деятельности кредитного потребительского кооператива, в том числе информацию о результатах внешних и внутренних проверок финансовой деятельности, в порядке, предусмотренном его уставом;
- получить при прекращении членства в кредитном потребительском кооперативе денежную стоимость доли имущества кооператива, соответствующей доле его паевого взноса в сумме паевых взносов членов кредитного потребительского кооператива граждан;
- приобретать иные права, предусмотренные законодательством РФ, уставом и иными документами, регулирующими деятельность кредитного потребительского кооператива граждан.

Члены кредитного союза несут следующие обязанности:

- вносить паевые взносы в порядке, предусмотренном уставом кредитного **потребительского** кооператива граждан. При этом размер паевого взноса члена кредитного кооператива не может превышать **10%** общей суммы паевых взносов;
- соблюдать устав кредитного кооператива;
- выполнять решения общего собрания членов кредитного кооператива и органов кредитного кооператива, принятые в пределах их компетенции;

- своевременно возвращать займы;
- покрывать образовавшиеся убытки кредитного потребительского кооператива граждан посредством дополнительных взносов в течение трех месяцев после утверждения его годового баланса. Члены кредитного потребительского кооператива граждан солидарно несут субсидиарную ответственность по его обязательствам в пределах невнесенной части дополнительного взноса каждого из его членов;
- нести иные обязанности, предусмотренные законодательством РФ, уставом и иными документами, регулирующими деятельность кредитного потребительского кооператива граждан.

Для управления кредитным потребительским кооперативом граждан в нем создаются органы управления в составе общего собрания членов, правления, ревизионной комиссии и директора. В соответствии с законодательством и уставом на кооператив может быть возложена обязанность или предоставлено право по формированию дополнительных органов управления.

Деятельность этих органов регламентируется уставом и положениями об органах кредитного потребительского кооператива граждан, если они утверждены общим собранием членов кооператива.

Члены правления и ревизионной комиссии, а также члены дополнительных органов кредитного кооператива осуществляют свою деятельность на безвозмездной основе. Они имеют право только на возмещение расходов, понесенных ими в связи с осуществлением своей деятельности.

Высшим органом кредитного потребительского кооператива граждан является общее собрание членов кооператива. Правомочным считается собрание, в работе которого участвует не менее 70% членов потребительского кооператива. Очередное общее собрание проводится не реже чем один раз в год в сроки, определенные уставом. Внеочередное общее **собрание** членов кредитного кооператива созывается по инициативе любого из его органов либо по требованию не менее чем одной трети общего числа его членов.

К вопросам исключительной компетенции общего собрания членов кредитного кооператива относятся:

- утверждение устава, внесение изменений в него и дополнений к нему;
- утверждение положений о порядке формирования и использования денежных средств кредитного потребительского кооператива граждан, о заключаемых им договорах со своими членами, о его органах, а также иных положений о деятельности кредитного потребительского кооператива граждан;

- утверждение основных направлений расходования средств, в том числе лимитов на административные расходы;
- определение принципов предоставления займов, в том числе определение максимального размера займа, предоставляемого члену кредитного потребительского кооператива граждан;
- решение вопросов о вхождении в ассоциации (союзы) кредитных потребительских кооперативов граждан и выходе из этих ассоциаций (союзов);
- принятие решения о реорганизации и ликвидации кредитного потребительского кооператива граждан;
- избрание правления кредитного потребительского кооператива граждан, его председателя, ревизионной комиссии, их **переизбрание**, а также рассмотрение отчетов об их деятельности;
- утверждение решений правления кредитного **потребительского** кооператива граждан и ревизионной комиссии, требующих **утверждения** в соответствии с федеральным законом или уставом кредитного потребительского кооператива граждан;
- утверждение годового баланса;
- принятие в случае необходимости решения о проведении **аудита** и выбор аудитора;
- определение порядка образования фондов кредитного **потребительского** кооператива граждан и их использования, утверждение отчетов об их использовании.

Общее собрание вправе рассматривать и принимать решения по иным вопросам в тех случаях, когда их рассмотрение инициировано по требованию любого из органов управления либо по требованию не менее чем одной трети общего числа его членов.

В периоды между общими собраниями членов кредитного **потребительского** кооператива граждан руководство его деятельностью осуществляет правление кооператива.

Председатель и члены правления избираются общим собранием кредитного кооператива в ходе тайного голосования. Они не могут занимать должности в других органах управления кредитного кооператива. Однако члены правления могут совмещать свою деятельность в правлении с работой в кооперативе по трудовому договору (контракту) при условии, что число таких лиц не будет превышать одну треть состава правления.

На ревизионную комиссию кооператива возлагаются задачи по осуществлению контроля за деятельностью кредитного кооператива и деятельностью его органов. Членам ревизионной комиссии запрещено занимать должности в других органах управления. Более того, поскольку контрольные функции предполагают отсутствие **материаль-**

ной заинтересованности органов контроля, членам комиссии запрещено совмещать свою деятельность в ревизионной комиссии с работой в кредитном потребительском кооперативе граждан по трудовому договору (контракту).

Кредитный потребительский кооператив граждан приобретает и осуществляет гражданские права и обязанности через своего директора, который действует от имени кредитного потребительского кооператива граждан.

Директор является исполнительным органом кооператива, назначается и отстраняется от должности общим собранием членов кредитного кооператива. При этом в период между общими собраниями членов кооператива лицо может быть отстранено от выполнения функций исполнительного органа или назначено на должность директора по решению правления кооператива с обязательным утверждением данного решения на ближайшем очередном общем собрании.

Лицо может быть назначено на должность директора независимо от того, является оно членом кооператива или нет.

Директор кооператива не может участвовать в других органах управления кооперативом.

Согласно ст. 14 Закона о кредитных потребительских кооперативах, имущество кооператива принадлежит ему на праве собственности и образуется за счет трех источников:

- паевых взносов;
- доходов от осуществляемой деятельности;
- спонсорских взносов, благотворительных пожертвований и иных источников, не запрещенных законодательством.

Для выполнения задач по обеспечению финансовых потребностей участников часть имущества кооператива идет на создание фонда финансовой взаимопомощи, который является источником займов, предоставляемых членам кредитного кооператива. Величина временно свободного остатка фонда финансовой взаимопомощи не может составлять более половины указанного фонда. Временно свободный остаток фонда финансовой взаимопомощи может использоваться исключительно для приобретения государственных и муниципальных ценных бумаг, а также для хранения на депозитных счетах в банках.

Непосредственное выделение денежных средств члену кооператива осуществляется в рамках договора займа, заключаемого на основании решения, принятого комитетом по займам. Этот комитет относится к дополнительным органам управления кооперативом и избирается общим собранием членов кредитного потребительского кооператива граждан в ходе тайного голосования.

Если число членов кооператива более 100 человек, наличие комитета по займам является обязательным условием деятельности кооператива. В ином случае решением общего собрания кооператива функции комитета по займам могут быть возложены на его правление.

Для членов комитета по займам законодательство предусматривает ряд ограничений. Так, в частности, членами комитета по займам не могут быть директор, председатель и члены правления, члены ревизионной комиссии кредитного потребительского кооператива граждан. Также члены комитета по займам не могут совмещать свою деятельность в комитете по займам с работой в кредитном потребительском кооперативе граждан по трудовому договору (контракту).

Необходимо заметить, что деятельность кредитного кооператива не ограничивается предоставлением займов своим членам. Помимо финансовой взаимопомощи кооператив вправе за плату принимать в пользование Личные сбережения своих членов, а также оказывать им прочие нефинансовые услуги.

Передача кооперативу личных сбережений осуществляется на основании договора, заключаемого соответственно между кооперативом и его членом в письменной форме. Договор в обязательном порядке должен содержать условия о сумме предоставляемых личных сбережений, порядке их передачи, сроке и порядке их возврата, размере и порядке платы за их использование.

Средства личных сбережений, принятые от членов кооператива, направляются в фонд финансовой взаимопомощи. Они не являются собственностью кредитного потребительского кооператива, не обременяются исполнением его обязательств и учитываются отдельно от других средств фонда финансовой взаимопомощи кредитного потребительского кооператива.

Если рассматривать кредитный кооператив с позиций инвестора, то будущее этого института как формы коллективного инвестирования представляется весьма туманным. Кредитный кооператив по сути это организация, которая целиком и полностью существует за счет своих участников и вся деятельность которой основана только на обслуживании ее членов.

Система работы кредитного кооператива исключает возможность оказания услуг нечленам кооператива, а следовательно, и основным источником потенциального инвестиционного дохода являются сами участники кооператива.

Кредитный потребительский кооператив граждан не вправе:

- выдавать займы гражданам, не являющимся членами кредитного потребительского кооператива граждан;

- выдавать займы юридическим лицам;
- выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц;
- вносить свое имущество в качестве вклада в уставный (складочный) капитал хозяйственных товариществ и обществ, производственных кооперативов и иным способом участвовать своим имуществом в формировании имущества юридических лиц;
- эмитировать собственные ценные бумаги;
- покупать акции и другие ценные бумаги иных эмитентов, осуществлять другие операции на финансовых и фондовых рынках, за исключением хранения средств на текущих и депозитных счетах в банках и приобретения государственных и муниципальных ценных бумаг.

Таким образом, для потенциального инвестора существуют две возможности получить инвестиционный доход в рамках кредитного кооператива. Во-первых, это получить доход от положительного изменения стоимости доли имущества кредитного кооператива, соответствующего доле паевого вноса инвестора, выплата которого будет осуществлена при выходе участника из состава кооператива. И, во-вторых, став членом кооператива, под проценты передать ему в пользование свои личные сбережения. При этом и в первом, и во втором случае инвестирование будет неэффективным, поскольку извлечение доходов будет обеспечиваться за счет заимствующих членов кооператива либо за счет размещения средств в консервативные инструменты в виде депозитов, а также государственных и муниципальных ценных бумаг.

Вдобавок ко всему одной из проблемных сторон кредитных кооперативов является уровень государственного регулирования их деятельности. Согласно ст. 27 Закона о кредитных потребительских кооперативах, государственное регулирование деятельности кредитных потребительских кооперативов и их союзов осуществляется в следующих основных формах:

- регистрация кредитных кооперативов и их союзов;
- контроль деятельности кредитных кооперативов и их союзов в соответствии с законодательством РФ;
- применение мер ответственности к кредитным потребительским кооперативам и их союзам в случае несоблюдения ими требований законодательства РФ.

Непосредственное регулирование и контроль за деятельностью кредитных кооперативов и их союзов должен осуществлять уполномоченный федеральный орган исполнительной власти, к компетенции которого в том числе относится издание нормативных правовых ак-

тов, имеющих обязательную силу в отношении деятельности кредитных кооперативов и их союзов.

На сегодня государством не предпринято действий ни по созданию такого государственного органа, ни по передаче регулятивных функций существующим государственным органам.

Положение осложняется и тем, что кредитными кооперативами, в лице их органов управления, грубо нарушаются требования законодательства. В частности, требования, ограничивающие максимальное число членов кооператива. Согласно п. 2 ст. 4 и ст. 12 Закона о кредитных потребительских кооперативах, число членов кредитного потребительского кооператива граждан не может быть менее чем 15 и более чем 2000 человек. В случае если число членов кредитного потребительского кооператива граждан превысит 2000 человек, в течение шести месяцев с момента достижения предельной численности проводится реорганизация кредитного потребительского кооператива граждан в форме его разделения либо выделения из его состава одного или нескольких юридических лиц. Однако по данным крупнейшего объединения кредитных кооперативов — Союза некоммерческих саморегулируемых организаций финансовой взаимопомощи «Лига кредитных союзов», существуют кредитные кооперативы, превышающие установленный законом норматив в десятки раз.

Совокупность указанных негативных моментов, факты банкротства кредитных кооперативов, отсутствие планов государства по распространению на кредитные кооперативы лицензионно-разрешительной системы и системы раскрытия информации, низкий уровень квалификации менеджмента, неверное причисление кредитных кооперативов к разряду небанковских кредитных организаций, а также осуществление деятельности кооперативов вне публичного информационного пространства не позволяют рассматривать кредитные союзы (кооперативы) в качестве полноценной формы коллективного инвестирования и ограничивают перспективы их развития.

3.4. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ БАНКИ

История инвестиционных банков начинается в период мирового экономического кризиса 1929–1933 гг., получившего в США наименование Великой депрессии.

В 1933 г. Соединенные Штаты приступили к масштабному реформированию финансовой отрасли. В этот период Конгрессом США был принят закон Гласса-Стигала (*Glass-Steagall Act*), в котором наряду с другими нововведениями предусматривалось разграничение банков на коммерческие и инвестиционные. В результате принятия этого за-

кона деятельность коммерческих банков сводилась к оказанию традиционных банковских услуг: расчетно-кассовое обслуживание, кредитование, привлечение средств во вклады и т.д. Этой категории банков было запрещено проводить операции с ценными бумагами, за исключением операций с государственными и муниципальными бумагами.

Что касается инвестиционных банков, то их деятельность, наоборот, была ориентирована преимущественно на осуществление операций на рынке ценных бумаг и иные инвестиционные операции долгосрочного характера.

Относительно российской финансовой системы законодательство не предусматривает разделение банков на коммерческие и инвестиционные, а также не содержит правового определения понятия инвестиционных банков. Поэтому будет правильнее говорить о существовании в России банков инвестиционных по своей экономической сути, а не по правовому статусу.

В литературе можно встретить ряд схожих определений инвестиционного банка, которые указывают на экономическую сущность этой категории. Так, например: «Банк инвестиционный — специализированный банк, проводящий инвестиционную политику посредством приобретения акций производственных корпораций и предоставления долгосрочных кредитов, размещения капиталовложений в крупные проекты. Ресурсы банка формируются за счет выпуска облигаций и продажи собственных акций. Особенность инвестиционных банков состоит в том, что они не специализируются на приеме вкладов населения»¹.

Впрочем, для российской специфики две последние характеристики являются довольно спорными. На сегодняшний день на рынке присутствует достаточно большое количество бумаг, эмитированных банковскими кредитными организациями. Бесспорно, что средства, вырученные от их размещения, формируют ресурсы банка-эмитента. Однако будет неверным каждый подобный банк относить к разряду инвестиционных, как и утверждать, что ресурсы инвестиционного банка формируются только или преимущественно за счет выручки от размещения ценных бумаг.

В силу объективных обстоятельств будет неверным и утверждение, что инвестиционные банки не специализируются на приеме вкладов от населения. Во-первых, вклады — это один из источников формирования инвестиционных ресурсов банка. А во-вторых, в российской практике есть примеры, когда именно инвестиционные банки на осно-

¹ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. М.: ИНФРА-М, 2007.

ве депозитов разрабатывают специальные структурные продукты, так называемые индексируемые депозиты (депозиты с переменной доходностью, зависящей от определенных рыночных показателей).

Следовательно, единственным неоспоримым признаком инвестиционных банков является осуществление инвестиционной деятельности путем проведения операций на рынке ценных бумаг. Поэтому к группе инвестиционных банков может быть отнесен любой банк, деятельность которого связана:

- с оказанием агентских услуг при купле-продаже ценных бумаг;
- содействием при проведении корпоративных реорганизационных процессов (слияний и поглощений);
- проведением брокерских операций на рынке ценных бумаг;
- проведением дилерских операций на рынке ценных бумаг;
- оказанием услуг андеррайтера.

3.5. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ И ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ

В отличие от ранее рассмотренных институтов формы коллективного инвестирования, о которых пойдет речь в следующих разделах, обладают общими регулятивными и технологическими признаками.

В первую очередь это относится к тому, что регулирование деятельности инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также осуществление над ними контрольных и надзорных полномочий входят в компетенцию федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФСФР России).

Следующим общим признаком является то, что деятельность этих фондов основывается на прохождении процедур лицензионно-разрешительного порядка, также отнесенного к компетенции ФСФР России.

Общие технологические признаки инвестиционных и пенсионных фондов касаются специфики инвестиционного процесса. Непосредственного участия в процессе инвестирования сами фонды либо не принимают, либо обладают крайне ограниченными полномочиями. Функции инвестирования возлагаются на управляющую компанию, обязательным условием деятельности которой является наличие лицензии на управление активами таких фондов (лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами).

Поскольку такой тип лицензии предоставляет право на одновременное управление активами как инвестиционных, так и пенсионных фондов, к управляющей компании предъявляются общие требования.

Еще одним общим технологическим признаком является то, что к участию в деятельности этих фондов привлекаются специальные субъекты.

В процессе инвестирования учет и хранение активов фондов, а также контроль за распоряжением их имуществом осуществляются особым юридическим лицом — специализированным депозитарием.

Проверка достоверности финансовой и специализированной отчетности возлагается на аудиторскую организацию, обладающую лицензией на проведение обязательного аудита фондов и управляющих компаний. Когда для определения достоверной (рыночной) стоимости имущества фонда необходимо заключение компетентного независимого лица, к оценке активов привлекается независимый оценщик. Участие независимого оценщика обусловлено невозможностью фондов определить стоимость активов самостоятельно, например в отношении объектов недвижимого имущества.

3.6. АКЦИОНЕРНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Деятельность инвестиционных фондов регулируется Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон об инвестиционных фондах).

Согласно ст. 1 Закона об **инвестиционных** фондах, 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.

Этот закон предусматривает две разновидности инвестиционных фондов: акционерные инвестиционные фонды (АИФ) и паевые инвестиционные фонды (ПИФ).

Акционерный инвестиционный фонд — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты. Одним из обязательных атрибутов акционерного фонда является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание, что это акционерное общество является инвестиционным фондом.

Акционерный инвестиционный фонд вправе осуществлять свою деятельность только на основании лицензии, выдаваемой ФСФР России.

Лицензионными требованиями и условиями, предъявляемыми к деятельности акционерных инвестиционных фондов, являются:

- а) соблюдение фондом требований к организационно-правовой форме;

б) наличие в уставе фонда положения о том, что исключительным предметом его деятельности является инвестирование в имущество, определенное законодательством и предусмотренное инвестиционной декларацией фонда;

в) наличие у фонда на дату подачи документов в лицензирующий орган собственных средств в размере не менее 5 млн руб.;

г) отсутствие в числе акционеров фонда специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора, заключивших соответствующие договоры с фондом;

д) отсутствие в числе лиц, осуществляющих функции единоличного исполнительного органа, а также в числе лиц, входящих в состав совета директоров (наблюдательного совета) и коллегиального исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда:

- работников специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора фонда, а также лиц, привлекаемых указанными организациями для выполнения работ по гражданско-правовым договорам,
- аффилированных лиц специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора фонда,
- лиц, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа управляющей компании, специализированного депозитария, профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, страховой организации и негосударственного пенсионного фонда или входили в состав коллегиального исполнительного органа управляющей компании, специализированного депозитария, инвестиционного фонда, профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, страховой организации и негосударственного пенсионного фонда в момент аннулирования у этих организаций лицензии на осуществление соответствующей деятельности за нарушение лицензионных требований и условий, если с момента такого аннулирования прошло менее трех лет,
- лиц, на которых было наложено взыскание за административное правонарушение в области финансов и рынка ценных бумаг, если со дня наложения взыскания прошло менее года,
- лиц, имеющих судимость за преступления в сфере экономической деятельности или преступления против государственной власти, интересов государственной власти, интересов государственной службы и службы в органах местного самоуправления;

е) наличие необходимого числа членов совета директоров (наблюдательного совета) или коллегиального исполнительного органа ак-

ционерного инвестиционного фонда, являющихся аффилированными лицами управляющей компании этого фонда или ее аффилированных лиц, в том числе лицами, привлекаемыми для выполнения работ по гражданско-правовым договорам, в размере не более одной четвертой состава соответственно совета директоров (наблюдательного совета) или коллегиального исполнительного органа указанного инвестиционного фонда;

ж) отсутствие факта осуществления акционерным обществом иных видов предпринимательской деятельности, кроме деятельности инвестиционного фонда;

з) соблюдение фондом требований к передаче активов в доверительное управление управляющей компании;

и) соблюдение установленных законодательством требований к порядку и срокам определения стоимости активов, а также стоимости чистых активов фонда;

к) соблюдение требований к хранению имущества в специализированном депозитарии, за исключением отдельных видов имущества, хранение которых в соответствии с законодательством может осуществляться иными лицами;

л) соблюдение требований к раскрытию информации о деятельности инвестиционного фонда;

м) соблюдение фондом требований к представлению отчетности;

н) соблюдение требований нормативных правовых актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов.

При осуществлении своей деятельности акционерный инвестиционный фонд руководствуется законодательством РФ, уставом, а также инвестиционной декларацией, которая содержит:

- описание целей инвестиционной политики акционерного инвестиционного фонда;
- перечень объектов инвестирования;
- описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты инвестирования;
- требования к структуре активов инвестиционного фонда.

В основе этого инвестиционного института лежит экономическая категория, именуемая *акционерным капиталом*. Имущество (акционерный капитал) фонда формируется в результате эмиссии ценных бумаг.

Акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций. Размещение акций инвестиционного фонда должно осуществляться только путем открытой подписки, за исключением случаев размещения акций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

При размещении акций акционерного инвестиционного фонда их оплата может производиться только денежными средствами или имуществом, предусмотренным инвестиционной декларацией фонда. Неполная оплата акций при их размещении не допускается.

По сути, акционерный инвестиционный фонд только аккумулирует те активы, которые были внесены акционерами. Непосредственное инвестирование имущества фонда осуществляет управляющая компания. Поэтому все имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на две категории.

Первую категорию составляют инвестиционные резервы, т.е. имущество, предназначенное для инвестирования, передаваемое в доверительное управление управляющей компании.

Вторую категорию составляет имущество, предназначенное для обеспечения деятельности органов управления и иных органов фонда. Эта категория имущества остается в распоряжении этих органов.

Одной из отличительных особенностей акционерного инвестиционного фонда является то, что процесс инвестирования его активов может осуществляться вне отношений по доверительному управлению. Управляющей компании законодательством предоставлена возможность приобрести права и обязанности по управлению активами фонда на основании договора о передаче ей полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда.

При рассмотрении этой категории фондов необходимо учитывать, что сочетание статуса инвестиционного фонда и статуса акционерного общества определяет двойственный характер их правового регулирования. Это значит, что в своей деятельности акционерный инвестиционный фонд должен руководствоваться Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об акционерных обществах), но с учетом особенностей, установленных Законом об инвестиционных фондах.

Можно сказать, что в случае акционерных инвестиционных фондов, так же, как и в случае кредитных союзов, ожидания государства не оправдались. Ведь с учетом того, что первые нормативные акты об акционерных инвестиционных фондах появились еще в 1992 г., результатом развития этой формы инвестирования являются лишь шесть действующих акционерных инвестиционных фондов¹.

¹ Согласно информации ФСФР России, по состоянию на 1 апреля 2008 г.

3.7. ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Паевой инвестиционный фонд 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.

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. Срок действия договора доверительного управления ограничен верхним пределом и составляет не более 15 лет. В отношении фондов закрытого типа законодательство также устанавливает минимальный срок действия договора доверительного управления, который составляет не менее трех лет.

Кардинальным отличием паевого фонда от акционерного является то, что паевой фонд не является юридическим лицом. Здесь можно провести некоторый сравнительный анализ. Например, акционерный инвестиционный фонд, как и любое другое юридическое лицо, предстает перед нами в нескольких формах:

- как субъект права, являясь полноценным участником хозяйственных отношений, он имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т.д.;
- некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собой совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества;
- совокупность персонала в лице директора, бухгалтеров, менеджеров и прочих сотрудников.

Паевой же фонд предстает только в виде имущественного комплекса — совокупности денежных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от типа паевого инвестиционного фонда.

Законодательством установлено три типа паевых фондов, каждый из которых имеет определенную операционную структуру: открытые, интервальные и закрытые фонды. В основе их разграничения лежит РЯД отличительных черт (табл. 3.9).

Таблица 3.9

**Сравнительная характеристика видов
паевых инвестиционных фондов**

Характеристика	Открытые (ОПИФ)	Интервальные (ИПИФ)	Закрытые (ЗПИФ)
Приобретение и погашение паев	В любой рабочий день	В любой рабочий день в пределах интервала (но не реже одного раза в год)	Приобретение при размещении, погашение при прекращении фонда
Вклады	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 доверительного управления
Объекты инвестирования	Государственные ценные бумаги РФ и субъектов Федерации; муниципальные ценные бумаги; акции и облигации российских хозяйственных обществ; ценные бумаги иностранных государств; акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций; иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами ФСФР России	По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ФСФР России	По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ФСФР России + недвижимое имущество и имущественные права на него
Выплата дохода	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Если это предусмотрено правилами доверительного управления фондом
Обмен паев	Обмен паев ОПИФ на пай другого ОПИФ этой же управляющей компании, но только если это преду-	Обмен паев ИПИФ на пай другого ИПИФ этой же управляющей компа-	Не предусмотрен

Окончание

Характеристика	Открытые (ОПИФ)	Интервальные (ИПИФ)	Закрытые (ЗПИФ)
	смотрено правилами доверительного управления		
	ни, но только если это предусмотрено правилами доверительного управления		

Инициатором создания паевого инвестиционного фонда выступает управляющая компания. Этот этап реализуется путем регистрации в **ФСФР** России правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на основе которых в дальнейшем будут регулироваться все вопросы его существования и осуществления операций с его имуществом. Эти правила отражают условия договора доверительного управления фондом, присоединение к которому осуществляется путем приобретения инвестиционных паев.

Приобретение, обмен и погашение инвестиционных паев осуществляется на основании безотзывных заявок, подаваемых в адрес управляющей компании. В отношении инвестиционных паев, находящихся в обращении, операции, в результате которых ценные бумаги меняют своего владельца, осуществляются путем совершения соответствующих гражданско-правовых сделок. Иными словами, заявки являются правовым основанием для проведения операции с инвестиционными паями, где одной из сторон выступает управляющая компания этого инвестиционного фонда.

Проведение операций с инвестиционными паями сопровождается соответствующими записями в реестре владельцев инвестиционных паев, который представляет собой систему 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.

Осуществление функций по ведению реестра на основании договора возлагается на специального субъекта, именуемого регистратором. Ведение реестра владельцев инвестиционных паев вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг (регистратор), или специализированный депозитарий этого паевого инвестиционного фонда.

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 паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда). К особенностям этой ценной бумаги относится то, что инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой, не имеет номинальной стоимости, а выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права. Пайшик, которому принадлежит наибольшее количество паев, обладает наибольшей долей. При этом количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом.

Учредитель доверительного управления (пайшик) передает имущество управляющей компании для включения его в состав паевого инвестиционного фонда с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Присоединяясь к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом, физическое или юридическое лицо тем самым отказывается от осуществления преимущественного права приобретения доли в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

Управляющая компания обязана приступить к формированию паевого фонда не позднее шести месяцев с момента регистрации ФСФР России правил доверительного управления. Тем самым законодательство предоставляет управляющей компании возможность самостоятельно определить наиболее благоприятный период для размещения паев на рынке.

Срок непосредственного формирования паевого фонда составляет не более трех месяцев. Относительно закрытых паевых инвестиционных фондов в случаях, предусмотренных нормативными актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, срок формирования не может превышать шести месяцев.

По результатам формирования фонда управляющая компания направляет в адрес ФСФР России отчет о завершении формирования фонда. В свою очередь Федеральная служба на основании этого отчета вносит соответствующую запись в реестр паевых инвестиционных фондов, а также осуществляет регистрацию изменений и дополнений в правила закрытого паевого инвестиционного фонда в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев такого паевого инвестиционного фонда.

Основная задача управляющей компании в процессе формирования фонда — достичь установленного минимального норматива стоимости имущества, в противном случае фонд будет признан несформированным. Для разных типов фондов установлены разные нормативы:

- 10 млн руб. — для открытого паевого инвестиционного фонда;
- 15 млн руб. — для интервального **паевого** инвестиционного фонда;
- 25 млн руб. — для закрытого паевого инвестиционного фонда.

По завершении процесса формирования управляющая компания приступает к этапу доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Управляющая компания **осуществляет** все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, включая право голоса по голосующим ценным бумагам. Управляющая компания вправе предъявлять иски и выступать ответчиком по искам в суде в связи с осуществлением деятельности по доверительному управлению паевым инвестиционным фондом. При совершении сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, от своего имени управляющая компания указывает, что она действует в качестве доверительного управляющего.

Непосредственная реализация этапа управления фондом осуществляется путем накопления инвестиционного дохода в результате инвестирования средств фонда в активы, соответствующие категории фонда и предусмотренные его инвестиционной декларацией.

В зависимости от состава и структуры активов фонды подразделяются на следующие **категории**¹:

- 1) фонд денежного рынка;
- 2) фонд облигаций;
- 3) фонд акций;

¹ Пункт 1.2 приказа ФСФР России от 20 мая 2008 г. № **08-19/пз-н** «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (в ред. приказа ФСФР России от 23 сентября 2008 г. № **08-36/пз-н**).

- 4) фонд смешанных инвестиций;
- 5) фонд прямых инвестиций;
- 6) фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций;
- 7) фонд фондов;
- 8) рентный фонд;
- 9) фонд недвижимости;
- 10) ипотечный фонд;
- 11) индексный фонд (с указанием индекса);
- 12) кредитный фонд;
- 13) фонд товарного рынка;
- 14) хедж-фонд.

Паевые фонды, относящиеся к категориям фондов прямых инвестиций, ипотечных фондов, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, рентных фондов, фондов недвижимости и кредитных фондов, могут быть только закрытыми паевыми инвестиционными фондами. Фонды, относящиеся к категории хедж-фондов и фондов товарного рынка, могут быть только закрытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами.

Инвестиционные паи инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, кредитных фондов и хедж-фондов, предназначены только для квалифицированных инвесторов. При этом правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны предусматривать, что инвестиционные паи этого инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов.

Конкретные состав и структура активов фондов регламентируются приказом ФСФР России от 8 февраля 2007 г. № **07-13/пз-н** «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (в ред. приказа ФСФР России от 24 июля 2007 г. № **07-85/пз-н**)¹, а также приказом ФСФР России от 20 мая 2008 г. № **08-19/пз-н** «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (в ред. приказа ФСФР России от 23 сентября 2008 г. № **08-36/пз-н**). Однако в настоящее время ряд положений этих нормативных актов действует одновременно.

Помимо состава активов к каждой из указанных категорий фондов предъявляются требования к максимальной, а в некоторых случа-

ях и минимальной доле конкретного актива в структуре инвестиционного портфеля фонда.

В процессе управления паевым фондом имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, обособляется от имущества управляющей компании этого фонда, имущества владельцев инвестиционных паев, имущества, составляющего иные паевые инвестиционные фонды, находящиеся в доверительном управлении этой управляющей компании, а также иного имущества, находящегося в доверительном управлении или по иным основаниям у управляющей компании. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, учитывается управляющей компанией на отдельном балансе и по нему ведется самостоятельный учет.

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, открывается отдельный банковский счет (счета), а для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, — отдельный счет (счета) депо.

Обращение взыскания по долгам владельцев инвестиционных паев, в том числе при их несостоятельности (банкротстве), на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, не допускается. По долгам владельцев инвестиционных паев взыскание обращается на принадлежащие им инвестиционные паи. В случае несостоятельности (банкротства) владельцев инвестиционных паев в конкурсную массу включаются принадлежащие им инвестиционные паи.

В случае признания управляющей компании паевого инвестиционного фонда несостоятельной (банкротом) имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, в конкурсную массу не включается.

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет перед владельцами инвестиционных паев ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, погашаются за счет этого имущества. В случае недостатка имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, взыскание может быть обращено только на собственное имущество управляющей компании.

В процессе инвестирования учет и хранение активов фонда, а также контроль за распоряжением имуществом осуществляются особым юридическим лицом — специализированным депозитарием. Деятельность специализированного депозитария может осуществляться только на основании лицензии.

¹ Утратило силу с 26 апреля 2009 г.

В обязанности специализированного депозитария по учету и хранению активов фонда, а также по контролю за распоряжением имущества входят:

1) прием на хранение и хранение имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, если для отдельных видов имущества законодательством не предусмотрено иное;

2) прием и хранение копий всех первичных документов в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинных экземпляров документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;

3) регистрация в качестве номинального держателя ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, если иной порядок учета прав на ценные бумаги не предусмотрен законодательством;

4) осуществление контроля за соблюдением управляющей компанией паевого инвестиционного фонда законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, в том числе 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;

5) направление в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг уведомления о выявленных им в ходе осуществления контроля нарушениях не позднее трех рабочих дней со дня выявления указанных нарушений;

6) выполнение иных обязанностей и соблюдение иных требований, предусмотренных действующим законодательством.

Последним этапом деятельности паевого инвестиционного фонда является прекращение фонда. Этот этап реализуется путем проведения мероприятий, связанных с выплатой денежной компенсации владельцам инвестиционных паев и исполнением всех обязательств перед третьими лицами в части тех обязательств, погашение которых должно осуществляться за счет средств паевого фонда.

Прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется в случаях, если:

1) принята (приняты) заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев;

2) аннулирована лицензия управляющей компании открытого или интервального паевого инвестиционного фонда;

3) аннулирована лицензия управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда и права и обязанности этой управляющей компании по договору доверительного управления этим фон-

дом в течение трех месяцев со дня аннулирования лицензии не переданы другой управляющей компании;

4) аннулирована лицензия специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня аннулирования лицензии управляющей компанией не приняты меры по передаче другому специализированному депозитарию активов паевого инвестиционного фонда для их учета и хранения, а также по передаче документов, необходимых для осуществления деятельности нового специализированного депозитария;

5) истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом;

6) управляющей компанией принято соответствующее решение при условии, что право принятия такого решения предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

7) наступили иные основания, предусмотренные законодательством РФ.

Прекращение паевого инвестиционного фонда, в том числе реализация имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, удовлетворение требований кредиторов за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и распределение денежных средств между владельцами инвестиционных паев осуществляются управляющей компанией.

В случае аннулирования лицензии управляющей компании прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет специализированный депозитарий этого фонда.

В случае аннулирования лицензий управляющей компании и специализированного депозитария прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет временная администрация, назначенная в соответствии с законодательством.

При прекращении паевого инвестиционного фонда ФСФР России вправе направить своего представителя для контроля за исполнением обязанностей по прекращению фонда лицом, осуществляющим прекращение паевого инвестиционного фонда.

Прекращение паевого инвестиционного фонда путем реализации и распределения имущества, составляющего фонд, осуществляется в порядке и очередности, установленными законодательством.

3.8. НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ

Одним из атрибутов перехода России от плановой экономики к рыночной стала начавшаяся в 1990-х гг. пенсионная реформа. В основу реформирования системы пенсионного обеспечения легла идея

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 Федеральному закону от 17 декабря 2001 г. № 173-ФЗ «О трудовых пенсиях в Российской Федерации», установлено 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 единого социального налога, 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 РФ.

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 пенсионных накоплений, влияние негосударственных пенсионных фондов распространяется на накопительную часть государственной пенсии, что придало деятельности фондов элемент обязательности.

Согласно п. 1 ст. 2 Федерального закона от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (далее — Закон о негосударственных пенсионных фондах), негосударственный пенсионный фонд — это 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).

Деятельность фонда по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда 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 в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию 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.

Деятельность фонда в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию включает в себя аккумулирование средств пенсионных накоплений, инвестирование средств пенсионных накоплений, учет средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, назначение и выплату профессиональных пенсий застрахованным лицам и регулируется федеральным законом.

Негосударственные пенсионные фонды осуществляют деятельность по любому из этих направлений независимо от осуществления ими деятельности по другим пенсионным направлениям.

Негосударственный пенсионный фонд действует на основании лицензии федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, руководствуясь законодательством РФ, уставом и правилами фонда.

Лицензия на осуществление деятельности по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию предоставляется без ограничения срока ее действия.

Лицензионными условиями при предоставлении лицензии являются требования:

- к организационно-правовой форме фонда;
- пенсионным правилам фонда, а если фонд предполагает осуществлять деятельность по обязательному пенсионному страхованию, также к страховым правилам;
- ицу, осуществляющему функции единоличного исполнительного органа, членам коллегиального исполнительного органа, главному бухгалтеру, а также к контролеру или руководителю и сотрудникам службы внутреннего контроля фонда;
- организации внутреннего контроля фонда;
- величине денежной оценки имущества для обеспечения уставной деятельности фонда.

Фонд в соответствии с уставом выполняет следующие функции:

- разрабатывает правила фонда;
- заключает пенсионные договоры, договоры об обязательном пенсионном страховании и договоры о создании профессиональных пенсионных систем;
- 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 1 апреля 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;
- определяет инвестиционную стратегию при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений;
- формирует имущество, предназначенное для обеспечения уставной деятельности, и инвестирует составляющие его активы;
- 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;

- 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, установленным законодательством РФ;
- принимает меры, предусмотренные законодательством, 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 (их правопреемникам) или перевод выкупных сумм в другой фонд, а также перевод средств пенсионных накоплений в случае перехода застрахованного лица в другой фонд или Пенсионный фонд РФ;
- 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.

Если рассматривать систему работы негосударственного пенсионного фонда по обязательному пенсионному страхованию и по негосударственному пенсионному обеспечению, то на первый взгляд различий мало. В обоих случаях основанием по возникновению обязательств фонда перед физическими лицами по выплате пенсии (НПО) или по

выплате накопительной части трудовой пенсии (ОПС) является договор. Обе системы предполагают передачу активов в доверительное управление управляющей компании, предполагают обязательное участие специализированного депозитария, предусматривают ограничения для инвестирования активов и т.д. Более того, в обеих системах присутствуют одинаковые или схожие элементы, носящие разные наименования (табл. 3.10).

Таблица 3.10

Сравнительная характеристика систем пенсионного страхования		
Элемент	НПО	ОПС
Основание	Пенсионный договор	Договор об ОПС
Взносы	Пенсионные	Страховые
Плательщик взносов	Вкладчик (физическое лицо, юридическое лицо)	Страхователь (физическое лицо, 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

Однако более подробное рассмотрение этих систем позволяет выявить их кардинальные различия. В первую очередь это касается их статуса. Как было указано ранее, негосударственное пенсионное обеспечение рассматривается как дополнительное по отношению к основному. В связи с этим пенсионное страхование носит обязательный характер и в его основе лежит обязанность работодателя или иного лица, предусмотренного законом, перечислять страховые взносы. Негосударственное пенсионное обеспечение, наоборот, носит добровольный характер и в его основе лежит реализация заинтересованным лицом права на формирование дополнительной пенсии в пользу третьих лиц либо в свою пользу.

Отсюда вытекает еще одно немаловажное различие. Согласно ст. 3 Закона о негосударственных пенсионных фондах, 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.

В свою очередь 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.

Из этого следует, что в рамках негосударственного пенсионного обеспечения договор заключается между фондом и лицом, которое будет уплачивать взносы, минуя лицо, которое в последующем будет получать пенсию, естественно, за исключением тех случаев, когда плательщик и получатель являются одним лицом. В рамках обязательного пенсионного страхования договор, наоборот, заключается между фондом и будущим получателем пенсии, минуя плательщика взносов.

Кардинальным отличием систем пенсионного страхования также является то, что деятельность по управлению пенсионными накоплениями предполагает более жесткие требования, нежели деятельность по управлению пенсионными резервами. Эти требования предъявляются к фондам, управляющим компаниям и процессу организации их работы, включая порядок раскрытия информации, более ограниченный перечень объектов для инвестирования, расширенный перечень специализированной отчетности, страхование ответственности управляющей компании, соблюдение дополнительных нормативов и показателей, а также иные требования.

Ранее отмечалось, что инвестиционным и пенсионным фондам присущи общие технологические признаки, которые касаются специфики инвестиционного процесса. Непосредственного участия в процессе инвестирования сами фонды не принимают, либо обладают крайне ограниченными полномочиями по самостоятельному инвестированию. Эти полномочия пенсионного фонда составляют еще одно отличие рассматриваемых систем. В отношении пенсионных накоплений законодательство исключает какую-либо возможность инвестирования активов фонда неуправляющей компанией. Относительно пенсионных резервов законодательство предоставляет негосударственным пенсионным фондам право самостоятельно размещать средства пенсионных резервов в следующие активы:

- 1) денежные средства на счетах в рублях и иностранной валюте;
- 2) банковские депозиты в рублях и иностранной валюте;
- 3) государственные ценные бумаги РФ;
- 4) депозитные сертификаты российских банков;
- 5) инвестиционные паи открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в соответствии с условиями, предусмотренными законодательством;
- 6) объекты недвижимого имущества.

Методика работы негосударственного пенсионного фонда по системе негосударственного пенсионного обеспечения предполагает, что с момента заключения пенсионного договора вкладчики начинают отчислять в фонд 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. В результате негосударственная пенсия **формируется** в процессе аккумулирования пенсионных взносов, их инвестирования 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 именованным.

Назначение и выплата негосударственной пенсии участнику фонда осуществляются по наступлении пенсионных оснований, т.е. оснований для приобретения участником права на получение негосударственной пенсии.

Если пенсионный договор расторгается до момента наступления пенсионных оснований, негосударственный пенсионный фонд в зависимости от ситуации выплачивает вкладчику или участнику либо переводит в другой негосударственный пенсионный фонд накопленные денежные средства в размере и на условиях, предусмотренных договором и правилами. Эти средства составляют выкупную сумму.

Методика работы негосударственного пенсионного фонда по системе обязательного пенсионного страхования первоначально предполагает получение фондом права на осуществление этой деятельности. Фонд получает такое право с даты регистрации в ФСФР России заявления о намерении осуществлять деятельность по обязательному пенсионному страхованию в качестве страховщика.

С этого момента фонд приступает к реализации своего права путем заключения с застрахованными лицами соответствующих договоров. При этом фонд не вправе отказать застрахованному лицу в заключении договора об обязательном пенсионном страховании, за исключением случаев, когда фонд заявил о принятии решения о приостановлении привлечения новых застрахованных лиц, а также в случае введения в отношении фонда запрета на проведение всех или части операций по пенсионному страхованию.

После заключения договора застрахованным лицом в адрес Пенсионного фонда РФ направляется заявление о переходе в негосударствен-

ный пенсионный фонд. По итогам рассмотрения заявления в реестре застрахованных лиц делаются соответствующие записи и производится перечисление средств пенсионных накоплений застрахованного лица. Все процессуальные действия осуществляются в порядке и в сроки, установленные законодательством.

Договор об обязательном пенсионном страховании вступает в силу со дня зачисления перечисленных предыдущим страховщиком средств пенсионных накоплений на счет нового страховщика. Назначение и выплата накопительной части трудовой пенсии застрахованному лицу осуществляются по наступлении пенсионных оснований

Для управления негосударственным пенсионным фондом и контроля за его деятельностью в фонде формируются соответствующие органы. Состав и структура органов управления фонда определяются уставом в соответствии с законодательством. Структура органов управления фонда должна в обязательном порядке включать коллегиальный орган — совет фонда, формируемый в соответствии с порядком, установленным уставом фонда. Уставом фонда должно предусматриваться обязательное формирование попечительского совета — коллегиального органа, выполняющего надзорные функции и обеспечивающего общественный контроль за деятельностью фонда. В целях обеспечения оперативного контроля за деятельностью исполнительного органа фонда его уставом должно также предусматриваться создание ревизионной комиссии.

Высшим органом управления фонда является совет фонда. Совет фонда осуществляет общее руководство деятельностью фонда. Структура, порядок формирования, полномочия и срок полномочий совета фонда, порядок принятия им решений определяются уставом фонда в соответствии с законодательством. Члены совета фонда могут получать вознаграждение за выполнение ими своих обязанностей только в случае, если это предусмотрено уставом фонда. Размер вознаграждения членов совета фонда должен устанавливаться в виде фиксированной суммы.

Для осуществления оперативного управления деятельностью фонда уставом фонда может предусматриваться создание единоличного исполнительного органа фонда (исполнительный директор, президент) или единоличного исполнительного органа фонда и коллегиального исполнительного органа фонда (исполнительной дирекции).

Исполнительный орган фонда осуществляет свои функции в пределах компетенции, установленной законодательством и уставом фонда, и действует на основании устава фонда и положения об исполнительном органе фонда, утверждаемого советом фонда.

В целях надзора за деятельностью фонда и защиты интересов вкладчиков и участников фонд создает попечительский совет, члены которого исполняют свои обязанности безвозмездно. Порядок формирования и полномочия попечительского совета определяются уставом фонда и положением о попечительском совете, утверждаемым советом фонда. В попечительский совет фонда включаются полномочные представители вкладчиков, участников и застрахованных лиц, которым при принятии решений принадлежит не менее половины голосов.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Какие факторы способствуют повышению инвестиционной привлекательности компании-эмитента?
2. Акционерное общество приняло решение о консолидации своих обыкновенных **акций** номинальной стоимостью 100 руб. в обыкновенные **акции** номинальной стоимостью 500 руб. Каким количеством голосов после **осу**ществления процесса консолидации будет обладать на общем собрании акционер А, владевший до консолидации двумя обыкновенными акциями?
3. Если собрание акционеров общества приняло решение не выплачивать дивиденды по привилегированным акциям, размер дивиденда по **которым** определен в уставе общества, вправе ли акционеры — держатели привилегированных акций общества требовать выплаты им дивиденда?
4. Существует ли (и если да, то укажите какая) объективная, фундаментальная причина роста курсовой стоимости акций нормально, устойчиво работающего акционерного общества?
5. Что понимается под ликвидностью ценной бумаги?
6. Какие преимущества для эмитента влечет проведение компанией **ИРО?**
7. Уставный капитал эмитента состоит из 80 тыс. обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 руб. и 10 тыс. привилегированных акций номинальной стоимостью 2 руб., количество объявленных обыкновенных акций составляет 50 тыс. Эмитент принял решение о выпуске опционов, которые предоставляют право на покупку обыкновенных акций в соотношении 1 опцион — 5 акций. Определить максимально возможное **количе**ство выпускаемых опционов.
8. Назовите формы выплаты доходов по акциям.
9. Управляющая компания ПИФа выкупает инвестиционные пай по цене 144,5 руб. за пай. Расчетная стоимость пая составляет 150 руб. **Правоме**ры ли действия управляющей компании?
10. Какие функции в соответствии с уставом выполняет НПФ?
11. Кто может выступать страхователем по обязательному пенсионному страхованию?
12. Что включает деятельность фонда в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию?
13. Каким образом определяется расчетная стоимость инвестиционного пая?
14. Как называется обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании с условием объединения этого имущества?
15. Что обязан предпринять специализированный депозитарий, если его согласие на распоряжение имуществом, составляющим ПИФ, а также исполнение поручений управляющей компании по передаче ценных бумаг, составляющих ПИФ, приведет к нарушению требований к составу и структуре активов паевого инвестиционного фонда?
16. Кто может осуществлять ведение реестра владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда?
17. Что входит в обязанности специализированного депозитария паевого инвестиционного фонда?
18. Кто относится к коллективным инвесторам в соответствии с комплексной программой мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров?
19. В каких паевых инвестиционных фондах не ограничивается количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющими компаниями согласно действующему законодательству об инвестиционных фондах?
20. С какими видами деятельности вправе совмещать свою деятельность специализированный депозитарий ПИФа?
21. Рассчитайте цену выдачи пая в паевом инвестиционном фонде открытого типа, если стоимость активов составляет 20 млн руб., стоимость пассивов — 5 млн руб., количество паев — 50 тыс., а скидка — 3%.
22. Рассчитайте стоимость обязательств (пассивов) паевого инвестиционного фонда, если стоимость активов равна 25 млн руб., стоимость одного пая — 120 руб., а количество паев в обращении — 100 тыс.
23. Что включает в себя деятельность фонда по негосударственному пенсионному обеспечению населения?
24. Как называются основания приобретения участником права на получение негосударственной пенсии?
25. Как называется совокупность условий, определяющих порядок уплаты пенсионных взносов и выплат негосударственных пенсий?
26. Сколько процентов может составлять максимальный размер надбавки и скидки к расчетной стоимости инвестиционного пая?
27. Какие виды ценных бумаг вправе размещать акционерный инвестиционный фонд?
28. В какой организационно-правовой форме может быть создан акционерный инвестиционный фонд?
29. Кто может быть в соответствии с законодательством РФ агентом по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда?
30. Какие ограничения в деятельности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов установлены действующим законодательством?

ГЛАВА 4

ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Согласно ст. 142 **ГК РФ**, *ценной бумагой* является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права.

В настоящее время в обращении встречаются следующие виды ценных **бумаж**¹:

- государственная и муниципальная облигация;
- облигация, в том числе облигация с ипотечным покрытием и жилищный сертификат;
- вексель;
- закладная;
- акция;
- инвестиционный пай;
- ипотечный сертификат участия;
- депозитный и сберегательный сертификаты;
- чек;
- банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- опцион эмитента;
- приватизационные ценные бумаги;
- коносамент;
- простое складское свидетельство;
- двойное складское свидетельство.

¹ Ст. 143, 843, 844, 877 и 913 **ГК РФ**; ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг; ст. 14 Закона об инвестиционных фондах; ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»; п. 2 ст. 13 Федерального закона от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»; п. 1 раздела I постановления ФКЦБ России от 2 мая 1995 г. № 2 «О порядке выпуска, обращения и погашения жилищных сертификатов на территории Российской Федерации».

Перечень видов ценных бумаг является открытым, **поскольку** ст. 143 **ГК РФ** указывает, что законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке к числу ценных бумаг могут быть отнесены также и другие документы.

Ценные бумаги классифицируются по различным основаниям.

Существующие в современной *мировой практике* ценные бумаги делятся на два больших класса:

- 1) основные ценные бумаги;
- 2) производные ценные бумаги (производные инструменты, **деривативы**).

Основные ценные бумаги — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги в свою очередь можно разбить на две **подгруппы**.

Первичные ценные бумаги. Они основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги. Это, например, акции, облигации, векселя.

Вторичные ценные бумаги — это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг. Это, например, опцион эмитента, облигации, обеспеченные ценными бумагами, депозитарные расписки, подписные права на акции и др. В соответствии с законодательством РФ к ценным бумагам относятся только опцион эмитента и облигации, обеспеченные ценными бумагами.

Производные ценные бумаги (производные инструменты, **деривативы**) — это бездокументарная форма выражения имущественного права (**обязательства**), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе этих инструментов актива, который называется базисным активом. К производным инструментам относятся фьючерсы (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и опционные контракты, свопы. Базовый актив может быть инструментом как финансового, так и товарного рынка. Следует отметить, что не во всех странах **деривативы** относятся к ценным бумагам. В соответствии с действующим законодательством РФ деривативы не относятся к ценным бумагам.

В зависимости от способа легитимизации (обозначения) управомоченного лица ценные бумаги делятся на три группы:

1) ценные бумаги *на предъявителя* (предъявительские ценные бумаги). Права, удостоверенные предъявительской ценной бумагой, принадлежат предъявителю ценной бумаги;

2) *именные* ценные бумаги. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, принадлежать названному в ценной бумаге лицу;

3) *ордерные* ценные бумаги. Права, удостоверенные ордерной ценной бумагой, принадлежат названному в ценной бумаге **лицу**, которое может само осуществить эти права или назначить своим приказом другое **управомоченное** лицо.

По способу выпуска ценные бумаги подразделяются на эмиссионные и неэмиссионные:

Эмиссионные ценные бумаги — это любые ценные бумаги, в том числе бездокументарные, которые характеризуются одновременно следующими признаками:

- закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленной формы;
- размещаются выпусками;
- имеют равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценных бумаг;
- требуется государственная регистрация выпуска ценных бумаг.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг — совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковой объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством РФ. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги определенного выпуска (ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг).

К эмиссионным ценным бумагам относятся государственные облигации, облигации, акции, опционы эмитента и жилищные сертификаты. Эмиссионные ценные бумаги обладают родовыми признаками и могут быть объектом договора займа.

Неэмиссионные ценные бумаги — все остальные виды ценных бумаг. Неэмиссионные ценные бумаги обладают видовыми признаками, выпускаются и обращаются в «штучном» порядке и закрепляют за их обладателем индивидуальный объем прав.

По форме выпуска ценные бумаги делятся на *документарные* и *бездокументарные* ценные бумаги.

Документарные ценные бумаги. При документарной форме выпуска ценные бумаги выпускаются в виде отдельного документа на бумажном носителе. Объем прав, удостоверенных ценной бумагой, указывается в самом документе.

К документарной форме выпуска относят форму выпуска эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на ос-

новании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или в случае его депонирования на основании записи по счету депо. При документарной форме выпуска эмиссионных ценных бумаг сертификат и решение о выпуске являются документами, удостоверяющими права, закрепленные ценными бумагами.

Бездокументарные ценные бумаги. При бездокументарной форме выпуска форма фиксации прав (а также форма хранения и передачи информации, содержащейся в ценной бумаге) осуществляется с помощью электронных носителей. Лицо, осуществляющее фиксацию прав в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закрепленном праве. При бездокументарной форме выпуска эмиссионных ценных бумаг решение о выпуске является документом, удостоверяющим права, закрепленные ценной бумагой.

В зависимости от формы ценными бумагами являются:

- 1) предъявительские документарные (документарные на предъявителя) (например, простое складское свидетельство);
- 2) именные документарные (например, жилищный сертификат);
- 3) именные бездокументарные (например, акция);
- 4) ордерные документарные (например, вексель).

Законом о рынке ценных бумаг определены следующие возможные формы эмиссионных ценных бумаг:

- 1) **предъявительские** документарные (документарные на предъявителя) (например, облигация);
- 2) именные бездокументарные (например, акция, облигация, опцион эмитента);
- 3) именные документарные в случаях, предусмотренных федеральными законами (например, государственные казначейские обязательства (**ГКО**)).

В зависимости от выпустившего их лица ценные бумаги делятся:

- на государственные;
- муниципальные;
- частные.

В зависимости от вида удостоверяемых имущественных прав ценные бумаги делятся на долговые, долевые, вкладные, запродажные, **товаро-распорядительные**.

Долговые ценные бумаги. Долговые ценные бумаги удостоверяют отношения займа и право требования возврата долга и уплаты процентов за пользование займом. К долговым ценным бумагам относятся государственная и муниципальная облигация, другие облигации, в том числе жилищные сертификаты, вексель, закладная. Часть дол-

ГОВЫХ ценных бумаг, к которой относится ипотечная облигация, облигация с ипотечным покрытием и **закладная**, обеспеченная ипотекой, входят в группу ипотечных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и (или) ипотечными кредитами.

Долевые ценные бумаги. Долевые ценные бумаги удостоверяют право на долю (в том числе в будущем) в праве собственности на имущество, а также право на долю в прибыли. К долевым ценным бумагам относятся акции, инвестиционные паи и ипотечный сертификат участия.

Вкладные ценные бумаги. Вкладные ценные бумаги удостоверяют право истребования денежного вклада, внесенного в банк или другое финансово-кредитное учреждение на определенных условиях, и процентов по вкладу. К вкладным ценным бумагам относятся депозитный и сберегательный сертификаты, чек, банковская сберегательная книжка на предъявителя.

Запродажные ценные бумаги. Запродажные ценные бумаги удостоверяют право требований действий по заключению договора купли-продажи определенного предмета по условленной цене. К запродажным ценным бумагам относятся опцион эмитента и приватизационные ценные бумаги.

Товарораспорядительные ценные бумаги. Товарораспорядительные ценные бумаги удостоверяют право истребования индивидуализированной вещи или определенной доли из некоторой индивидуализированной массы однородных вещей. К товарораспорядительным ценным бумагам относят коносамент, а также простое и двойное складское свидетельство.

4.2. АКЦИЯ

Акцией признается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации (ст. 1 Закона о рынке ценных бумаг).

Эмиссионная ценная бумага — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка;

2) размещается *выпусками*;

3) имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг — совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством РФ. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги этого выпуска, а если выпуск эмиссионных ценных бумаг не подлежит государственной регистрации, — идентификационный номер.

Акция удостоверяет **обязательственные права акционеров** по отношению к акционерному обществу. Акция является *именной ценной бумагой*. Установленная ее форма — *именная бездокументарная ценная бумага*.

Именные эмиссионные ценные бумаги — ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Согласно действующему российскому законодательству, акции в зависимости от объема и порядка реализации прав бывают следующих видов: размещенные и объявленные, обыкновенные и привилегированные, привилегированные кумулятивные и привилегированные конвертируемые (рис. 4.1).

Акционерное общество размещает обыкновенные акции и вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций.

Привилегированные акции акционерного общества одного типа имеют одинаковую номинальную стоимость.

Привилегированные акции не являются кумулятивными, если уставом акционерного общества не установлен срок выплаты накопленного и невыплаченного или не полностью выплаченного дивиденда.

Номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой.

В отношении любого типа акций применимо понятие *конвертации*.

Возможна конвертация акций реорганизуемого общества в акции создаваемого акционерного общества, а также конвертация акций в акции той же категории (типа) с большей номинальной **стоимостью**. При этом конвертация обыкновенных акций в привилегированные не допускается. Привилегированные акции могут быть конвертированы в привилегированные акции того же типа или в привилегированные акции других типов, либо в обыкновенные акции.



Рис. 4.1. Виды акций

В отношении акций применимы операции дробления и консолидации. При дроблении «старая» акция расщепляется на несколько «новых» акций, при консолидации происходит объединение определенного числа «старых» акций в одну «новую» акцию.

В результате дробления одна акция общества конвертируется в две или более акций той же категории (типа).

При дроблении номинал одной акции уменьшается, а общее количество акций увеличивается, таким образом, номинал пакета акций остается прежним. Например, АО осуществило дробление акций из соотношения **1:4**. Тогда владелец пакета акций, состоящего из 100 шт., совокупной номинальной стоимостью 500 руб. получит пакет, состоящий из 400 шт. той же номинальной стоимости.

В результате консолидации две или более акций общества конвертируются в одну новую акцию той же категории (типа).

При консолидации акций номинал одной акции увеличивается, а их общее число сокращается, таким образом, общий номинал пакета акций остается неизменным. Например, АО осуществило консолидацию своих акций из соотношения **4:1**, тогда владелец пакета из 400 акций общим номиналом 500 руб. получит пакет из 100 акций общим номиналом также 500 руб.

Выпуск акций как эмиссионных ценных бумаг требует *государственной регистрации*. Согласно ст. 20 Закона о рынке ценных бумаг, *государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг* осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или иным регистрирующим органом, определенным федеральным законом. Регистрирующий орган определяет порядок ведения реестра и ведет реестр акций как эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о зарегистрированных выпусках (дополнительных выпусках) и об аннулированных индивидуальных номерах (кодах) выпусков (дополнительных выпусков).

Обращение акций, не прошедших процедуру государственной регистрации, запрещается. При этом под *обращением акций*, согласно ст. 1 Закона о рынке ценных бумаг, понимается заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги. *Обращение акций* может быть *публичным*. *Публичное обращение ценных бумаг* — обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.

Если акция как эмиссионная ценная бумага допущена к обращению через организатора торговли, то в отношении *порядка расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению через организаторов торговли*, верны следующие моменты:

1) если в течение торгового дня на дату расчета рыночной цены по ценной бумаге было совершено **десять и более сделок** через организатора торговли, то *рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена* (курс) одной ценной бумаги по сделкам, совершенным в течение торгового дня через организатора **торговли**;

2) если в течение торгового дня по ценной бумаге на дату расчета рыночной цены было совершено **менее десяти сделок** через организатора торговли (в том числе в случае отсутствия сделок), то *рыночная цена рассчитывается как средневзвешенная цена* (курс) одной ценной бумаги по **последним десяти сделкам, совершенным в течение последних 90 торговых дней** через организатора торговли.

Обращение акции, а тем более публичное обращение, предполагает необходимость оценки *инвестиционных свойств* акции.

Акция обладает следующими инвестиционными свойствами:

1) *доходность* (y) — показатель, отражающий эффективность вложений. В зависимости от способа получения дохода доходность рассчитывается:

- если доход получен в форме дивиденда:

$$y = \frac{\text{Дивиденд}}{P_{\text{рын}}} \times 100\%,$$

где $P_{\text{рын}}$ — текущая рыночная цена акции;

- если доход получен в виде дисконта:

$$y = \frac{\text{Дисконт}}{1 - \text{Дисконт}} \times 100\%;$$

- если доход получен от перепродажи акций:

$$y = \frac{P_{\text{прод}} - P_{\text{пок}}}{P_{\text{пок}}} \times 100\%,$$

где $P_{\text{прод}}$ — цена продажи акций;

$P_{\text{пок}}$ — цена покупки акций;

- совокупная доходность:

$$y = \frac{\text{Дивиденд} + \frac{P_{\text{прод}} - P_{\text{пок}}}{n}}{P_{\text{пок}}} \times 100\%,$$

где n — количество лет владения акцией;

2) *ликвидность* — способность акции быстро и с наименьшими потерями обращаться в деньги. На ликвидность напрямую и косвенно влияют многие факторы, среди которых можно выделить следующие: финансовое положение эмитента и степень прозрачности информации о нем, фундаментальные показатели и размер *спрэда*¹ по акциям, общее состояние фондового рынка, количество операторов и инструментов, действующих и обращающихся на нем, а также традиционные макро- и микроэкономические параметры;

¹ Спрэд — разница между ценами покупателей и продавцов по определенным акциям. Может измеряться как в абсолютных единицах, так и в относительных. Чем спрэд меньше, тем акция более ликвидна.

3) *рискованность* — вероятность несовпадения ожиданий инвесторов с реальным положением дел вследствие неопределенной ситуации на рынке. Рискованность характеризуется амплитудой колебаний цен и доходности и находит свое количественное выражение в так называемом *коэффициенте бета* (β) — отношении процентного изменения цены акции к процентному изменению индекса цен на акции. Бета-коэффициент определяет меру чувствительности данной бумаги к рыночным изменениям. Он показывает, насколько изменится доходность акции при однопроцентном изменении индекса. Относительно коэффициента бета можно выделить следующие закономерности:

- если $\beta < 0$, то рынок и акция «движутся» в противоположных направлениях; если рынок растет, то акция падает, и наоборот;

- если $\beta > 0$, то рынок и акция «движутся» однонаправленно;

- если $|\beta| < 1$, то рынок «движется» быстрее акции;

- если $|\beta| > 1$, то «движение» акции опережает рынок.

Кроме того, применительно к оценке фундаментальных качеств акции применимы следующие показатели:

1) показатель $P/E = \text{Price (цена)}/\text{Earnings}$ — это количество лет при текущем уровне прибыли, которое потребуется компании для того, чтобы окупить цену своих акций. Этот показатель используют для предоставления возможности сравнивать рыночные стоимости акций компаний одной отрасли;

2) EPS — Доход на одну акцию = (Чистая прибыль – Выплаты по облигациям и привилегированным акциям) / Общее количество обыкновенных акций. Разница между значением EPS и размером выплаченного дивиденда показывает величину нераспределенной прибыли на одну обыкновенную акцию.

Акция обладает двумя экономическими параметрами — дивидендом и ценой:

1) дивиденд — это показатель, отражающий количественную степень участия акционеров в распределении чистой прибыли. Решение о выплате дивидендов принимает общее собрание акционеров, размер дивиденда рекомендуется советом директоров, а утверждается общим собранием акционеров. Утвержденный дивиденд не может быть выше рекомендованного. Срок и порядок выплаты дивидендов определяются уставом общества или решением общего собрания акционеров о выплате дивидендов;

2) цена — стоимостный параметр, отражающий размер вложений в акции. По рыночной цене рассчитывается показатель рыночной капитализации компании = сумма произведений курсов акций компании $\times$ количество акций, выпущенных компанией.

Одной из оценок рынка акций являются *фондовые индексы*. Метод расчета индекса путем *средневзвешенной величины* позволяет *учитывать* влияние капитализации компании, входящей в индекс, на изменение значений фондового индекса.

Наиболее репрезентативным считается средневзвешенный индекс, потому что акции компаний, имеющих наибольшую капитализацию, оказывают наиболее значительное воздействие на изменение индекса.

Акции и иные ценные бумаги, приобретенные по договору купли-продажи, принимаются к бухгалтерскому учету по первоначальной стоимости.

Ликвидационная стоимость определяется по привилегированным акциям каждого типа. Ее размер определяется уставом. По обыкновенным акциям ликвидационная стоимость не определяется.

4.3. ОБЛИГАЦИЯ

В соответствии с ГК РФ в случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций.

Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права (ст. 816 ГК РФ).

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации является процент и (или) дисконт.

Стандартами эмиссии ценных бумаг предусмотрены следующие виды размещения облигаций:

1. Размещение путем открытой или закрытой подписки. Способ размещения облигаций (в том числе конвертируемых в акции) — открытая ли закрытая подписка — должен быть определен решением о размещении.

2. Размещение путем конвертации:

- при конвертации в облигации конвертируемых ценных бумаг;
- реорганизации.

Облигации могут быть конвертированы только в облигации. При этом одна облигация должна быть конвертирована в одну облигацию, предоставляющую те же права. При конвертации в конвертируемые облигации количество акций, в которые они могут быть конвертированы, определяется в соответствии с коэффициентом конвертации акций.

Решением о размещении облигаций, конвертируемых в акции, должно быть предусмотрено, что конвертация осуществляется:

- по требованию владельцев облигаций;
- наступлении срока (календарная дата, период времени или событие, которое должно неизбежно наступить);
- а также при наступлении обстоятельств, указанных в решении о размещении.

Если конвертация облигаций, конвертируемых в акции, осуществляется по требованию их владельцев, в решении о размещении таких облигаций должен быть установлен срок или порядок определения срока, в течение которого владельцами облигаций могут быть поданы соответствующие заявления, а также срок, в течение которого должна быть осуществлена такая конвертация.

Облигации могут выпускаться в форме именных бездокументарных или предъявительских документарных ценных бумаг.

Различают две формы размещения выпуска:

1. Разовое размещение выпуска.

2. Заимствование в форме траншей (последовательное размещение выпуска **«партиями»**). *Транши* — часть ценных бумаг определенного выпуска, размещаемая в рамках объема этого выпуска в любую дату в течение периода обращения ценных бумаг этого выпуска, не совпадающую с датой первого размещения.

Эмитентом облигаций может быть юридическое лицо или органы исполнительной власти, либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

Эмиссия облигаций некоммерческими организациями допускается только в случаях и при наличии обеспечения, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Для размещения облигаций необходимо зарегистрировать их выпуск в государственных органах. Эмиссия облигаций определяет порядок размещения, обслуживания и погашения облигаций. В рамках одного выпуска все облигации предоставляют одинаковые условия их владельцам.

Для облигаций крайне важно понятие *номинала*, поскольку все процентные выплаты и текущие цены обычно считаются от номинальной стоимости. Под номиналом облигации понимается сумма, которую заемщик обязуется выплатить при погашении облигации. В зависимости от способа выплаты процентов по займу это может быть либо сумма основного долга (дисконтные облигации), либо сумма основного долга с учетом совокупных процентов по займу (купонные облигации).

Облигации классифицируются по различным основаниям.

В зависимости от способа выплаты процентов:

1) процентные облигации:

- купонные облигации (облигации с периодическими выплатами купона),
- облигации с кумулятивным купоном (**при** погашении инвестор получает номинальную стоимость облигации и совокупный купонный доход);

2) бескупонные (дисконтные) облигации (облигации с нулевым купоном). При выпуске бескупонных облигаций доход по ним выплачивается, как правило, в форме разницы между номиналом облигации и ценой ее размещения.

В зависимости от способа формирования дохода:

1) облигации с фиксированным купоном (ставка купона не изменяется):

- облигации с постоянным номиналом,
- облигации с нарастающим номиналом (номинал облигации индексируется).

Рыночная цена облигации с фиксированной купонной ставкой меняется в зависимости от рыночных процентных ставок;

2) облигации с «плавающим» купоном (номинал не изменяется):

- облигация с индексируемым купоном,
- облигации с аукционным определением купона.

Рыночная цена облигации с плавающей процентной ставкой менее изменчива, чем рыночная цена облигации с фиксированной процентной ставкой;

3) индексируемые облигации (изменяется номинал и купон).

Основной для индексации является изменение базового индикатора. Базовым индикатором могут быть инфляционный ценовой индекс, ставка рефинансирования, доходность государственных бумаг. Эмитент привязывает купонные платежи (проценты) и (или) основную сумму долга (сумма к погашению) к этому индикатору.

В зависимости от характера эмитента облигации делятся:

- 1) на государственные (федеральные и субфедеральные);
- 2) муниципальные;

3) государственных учреждений;

4) коммерческие (корпоративные и банковские);

5) иностранных эмитентов.

В зависимости от варианта легитимизации (обозначения) уполномоченного на ценную бумагу лица облигации делятся на:

1) именные облигации. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат названному в облигации лицу;

2) облигации на предъявителя. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат предъявителю облигации;

3) облигации с отрывным купоном. Права, удостоверенные облигацией, принадлежат названному в облигации лицу, а права, удостоверенные купоном, принадлежат предъявителю купона.

По способу погашения номинала облигации делятся:

1) на облигации с погашением номинала разовым платежом в конце срока;

2) облигации с распределением погашения во времени (облигации с аннуитетом). Это облигации не с единовременным, а с постепенным погашением. Под аннуитетом понимается современная стоимость серии регулярных выплат, производимых с определенной периодичностью в течение срока, установленного условиями выпуска. Аннуитеты могут быть с постоянной и переменной величиной выплат. Периодичность текущих выплат определяется условиями выпуска;

3) облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы).

Частота купонных выплат, объявленная купонная ставка и цена размещения облигаций находятся в следующей зависимости: *цена размещения облигации с большей частотой **купонных** выплат будет выше, а объявленная купонная ставка будет ниже по сравнению с облигацией с меньшей частотой купонных выплат.* При этом заемщику и кредитору на рынке облигаций необходимо учитывать следующие закономерности:

- чем выше кредитный рейтинг, тем ниже процентная ставка за пользование кредитом;
- чем стабильнее политика государства, тем ниже процентная ставка за пользование кредитом;
- чем выше уровень инфляции в стране, тем выше процентная ставка, которую потребуют кредиторы за пользование кредитом.

В зависимости от возможности досрочного погашения облигации делятся:

1) на облигации с запретом досрочного выкупа (облигации без права досрочного отзыва эмитентом). Погашаются полностью в момент истечения срока действия;

2) облигации с правом досрочного выкупа:

- отзывные облигации (облигации с кол-опционом). Это облигации с возможностью их выкупа эмитентом до наступления срока погашения. Облигации с двумя датами погашения являются разновидностью отзывных облигаций и имеют две даты, между которыми эмитент должен произвести погашение,
- облигации с правом досрочного погашения (облигации с пут-опционом, облигации с офертой). Они предоставляют право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее оговоренной стоимости. При эмиссии облигаций с офертой эмитент (или иной гарант, например инвестиционный банк) берет на себя обязательство, что в определенные даты он выкупит любое число предъявленных ему облигаций по заранее определенной цене. Эмитент периодически публикует оферту, в которой обязуется выкупить облигации в строго оговоренный срок,
- облигации с правом досрочного выкупа с двух сторон.

В зависимости от возможности продления срока:

1) непродлеваемые облигации;

2) продлеваемые (пролонгируемые) облигации. Они предоставляют возможность продления срока своего обращения. При этом:

- право на продление срока имеет эмитент,
- право на продление имеет инвестор. Этот тип облигации похож на облигации с пут-опционом, только в этом случае инвестор имеет право не досрочно погасить облигацию с большим сроком до погашения, а наоборот, продлить срок действия облигации с небольшим сроком до погашения.

В зависимости от срока погашения (мировая практика):

1) краткосрочные (от 1 до 5 лет);

2) среднесрочные (от 5 до 12 лет);

3) долгосрочные (от 12 до 30 лет);

4) бессрочные:

- с пут-опционом. Инвестор имеет возможность в определенные моменты погасить облигацию,
- кол-опционом. Эмитент имеет возможность в определенные моменты выкупить облигацию.

По степени обеспеченности:

1) необеспеченные облигации;

2) обеспеченные облигации:

- облигации с залоговым обеспечением, в том числе ипотекой или ипотечным покрытием. Предметом залога могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество,

- облигации, обеспеченные поручительством,
- облигации, обеспеченные банковской гарантией. Срок, на который выдается банковская гарантия, должен не менее чем на шесть месяцев превышать дату (срок окончания) погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией,
- облигации, обеспеченные государственной или муниципальной гарантией.

По характеру обращения:

1) неконвертируемые;

2) конвертируемые (по желанию владельца могут быть обращены (конвертированы) в определенное количество акций того же или другого эмитента.

По формам возмещения суммы займа:

1) возмещаемые в денежной форме;

2) натуральные (товарные) займы. Погашаются определенным видом товара или услугами повышенного спроса. По сути, это срочная сделка с оплатой на условиях коммерческого кредита. Например, автомобильные облигации, телефонные облигации, активно выпускающиеся региональными отделениями электросвязи в период с 1995 по 1999 г. Возможность погашения облигаций имуществом предусмотрена Стандартами эмиссии ценных бумаг, в настоящее время возможность погашения облигаций услугами не предусмотрена российским законодательством;

3) облигации с оплатой по выбору. Владелец облигации может получать процентный доход наличными денежными средствами или облигациями новых выпусков.

В зависимости от валюты займа:

1) облигации, номинированные в валюте Российской Федерации;

2) облигации, номинированные в иностранной валюте.

К числу последних относятся облигации иностранных эмитентов, номинированные в иностранной валюте, а также такие облигации российских эмитентов, как облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ) и *еврооблигации*. *Иностранные облигации* — выпущенные и размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве в валюте этой страны с помощью синдиката андеррайтеров этой страны. Иностранные облигации отличаются от обыкновенных «внутренних», как правило, режимом налогообложения, методикой размещения, объемом предоставляемой информации, ограничениями на круг потенциальных покупателей.

Термин «*еврооблигация*» применяется к средне- и долгосрочным облигациям, выпущенным правительством, муниципальными или кор-

поративными заемщиками и размещаемым с помощью международного синдиката андеррайтеров за пределами как страны-эмитента, так и страны, в валюте которой они номинированы.

Сначала так назывались облигации американских корпораций, выпускавшиеся в долларах США и размещавшиеся в основном на европейских рынках (отсюда и приставка «евро»).

В 1980-е гг., когда еврорынок начал активно развиваться, основным инструментом были долгосрочные облигации на предъявителя — **евробонды (eurobonds)**. Однако уже к середине 1990-х гг. основную часть рынка еврооблигаций составляли среднесрочные именные облигации — евроноты (*euromotes, euro-medium-term-notes, EMTNs*).

В общем случае типичная еврооблигация — это ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз путем предъявления купонов к оплате либо погашение производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения.

На рынке еврооблигаций основную долю (почти 89%) составляют обыкновенные облигации. Однако в последние годы стали широко использоваться конвертируемые облигации и облигации с варрантом. Самые крупные эмитенты конвертируемых облигаций — японские корпорации, выпускающие облигации в долларах с конвертацией в акции в йенах.

От половины до двух третей всех **еврооблигационных** займов приходится на крупные корпорации, оставшаяся часть — на правительства, правительственные органы и международные организации. При выпуске облигаций правительственными агентами или местными органами власти инвесторы обычно требуют правительственных гарантий.

Рынок облигаций — в основном межбанковский рынок. Многие облигации котируются на европейских биржах, но биржевой оборот очень невелик. Большие объемы сделок на рынке **еврооблигаций** совершаются через брокера. Расчетный риск при совершении сделок практически отсутствует, поскольку основную долю расчетов (более 75%) по сделкам с еврооблигациями обслуживают две крупнейшие **депозитарно-клиринговые** организации: *Euroclear Group* и *International*.

Еврооблигации по способу погашения делятся на облигации:

- с опционом на покупку;
- с опционом на продажу;
- с опционами на продажу и на покупку;
- без права досрочного отзыва эмитентом, погашаемые полностью в момент истечения срока действия;
- с фондом погашения.

Помимо еврооблигаций российские эмитенты могут размещать за рубежом так называемые *евробумаги*, которые:

- являются долговым обязательством, имеющим фиксированный доход;
- выпускаются в форме на предъявителя;
- имеют срок обращения от 1 дня до 365 дней;
- не подлежат государственной регистрации.

В международной практике используются следующие виды облигаций:

- облигации, обеспеченные залогом на недвижимость;
- облигации, обеспеченные оборудованием;
- **двухвалютные** облигации;
- отзывные облигации;
- голосующие облигации.

В зависимости от порядка расчетов при размещении облигации делятся на:

1) облигации с полной оплатой при размещении;

2) с частичной оплатой при размещении. Приобретая облигацию, кредитор уплачивает часть стоимости облигации. Остальную часть он уплачивает позже. Такими могут быть государственные или муниципальные облигации.

В зависимости от количества номиналов облигации делятся:

1) на облигации с одним номиналом;

2) облигации с несколькими номиналами. Например, жилищный сертификат, номинированный в рублях и квадратных метрах жилой площади.

4.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Государственные и муниципальные ценные бумаги отличаются от всех других тем, что их эмитентами являются Российская Федерация (ценные бумаги РФ) или субъекты РФ (ценные бумаги субъектов РФ) или муниципальные образования (муниципальные ценные бумаги).

Правовое регулирование отношений по госзайму осуществляется не только ГК РФ, но и Бюджетным кодексом Российской Федерации, а также Федеральным законом от 29 июля 1998 г. № 145-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (далее — Закон об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг).

Государственные и муниципальные ценные бумаги удостоверяют право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бу-

маг денежных средств или в зависимости от условий эмиссии этих ценных бумаг иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями эмиссии.

Эмитентом ценных бумаг РФ является федеральный орган исполнительной власти, к функциям которого решением Правительства РФ отнесено составление и (или) исполнение федерального бюджета.

Государственные и муниципальные ценные бумаги могут выпускаться в виде облигаций и иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг.

Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг РФ утверждает Правительство РФ, они должны включать:

- вид ценных бумаг;
- форму выпуска ценных бумаг;
- срочность этого вида ценных бумаг;
- валюту обязательств.

Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг допускается только в случае, если федеральным законом, законом субъекта РФ или решением органа местного самоуправления о бюджете соответствующего уровня на текущий финансовый год утверждены следующие значения:

- предельный размер соответствующего государственного долга, а также муниципального долга;
- предельный объем заемных средств, направляемых в течение текущего финансового года на финансирование дефицита бюджета соответствующего уровня или программ развития субъекта РФ или муниципального образования.

Особенности исполнения обязательств по государственным и муниципальным ценным бумагам устанавливаются бюджетным законодательством.

В соответствии с Законом об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг может осуществляться отдельными выпусками. Допускается деление выпуска на транши.

Если государственные и муниципальные бумаги выпускаются в именной документарной форме, то они хранятся централизованно и на них выпускается глобальный сертификат. При этом *имя их владельца не является обязательным реквизитом глобального сертификата*. По таким бумагам *реестр их владельцев не ведется*. Указание в глобальном сертификате депозитария не влечет перехода прав собственности на бумаги к нему.

Обязательства Российской Федерации, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг РФ и составляющие внутренний долг, должны быть выражены в валюте Российской Федерации. **Обязательства** Российской Федерации, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг РФ, *составляющие внутренний долг* и удостоверяющие право на получение доходов в денежной форме или погашение в денежной форме, *подлежат оплате в валюте Российской Федерации*. **Обязательства** Российской Федерации, возникшие в результате эмиссии государственных ценных бумаг и *составляющие внешний долг* Российской Федерации, *должны быть выражены в иностранной валюте*.

Государственная гарантия. Ценные бумаги, эмитированные третьими лицами, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, *не являются* государственными ценными бумагами.

Срок государственной гарантии определяется сроком исполнения обязательств по ценным бумагам третьих лиц. Решение об обеспечении исполнения обязательств по ценным бумагам третьих лиц принимается Правительством РФ. Гарант по государственной гарантии несет *субсидиарную* ответственность по гарантированному им обязательству.

Вексель. Основными документами, регулирующими отношения сторон по векселю, являются постановление ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. № 104/134 «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе» и Федеральный закон от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе» (далее — Закон о переводном и простом векселе), который разъясняет применение постановления ЦИК и СНК СССР.

Вексель — долговая ценная бумага, содержащая письменное, ничем не обусловленное обязательство должника (требование кредитора) уплаты указанной в векселе суммы в установленный срок. **Вексель** — *ордерная документарная ценная бумага*.

В соответствии с Законом о переводном и простом векселе по переводному и простому векселю вправе обращаться:

- граждане Российской Федерации;
- юридические лица Российской Федерации;
- Российская Федерация, субъекты РФ, городские, сельские поселения и другие муниципальные образования только в случаях, специально предусмотренных федеральным законом.

Виды векселей:

- простой вексель (соло) — письменное обязательство должника (векселедателя) об уплате указанной в векселе суммы в установленный срок;

- переводной вексель (тратта) — письменный приказ кредитора (векселедателя) об уплате указанной в векселе суммы в установленный срок в пользу названного в векселе лица.

Векселедатель переводного векселя именуется трассантом. Плательщик переводного векселя — трассат. Векселедержатель переводного векселя — ремитент.

Переводной вексель должен содержать:

- 1) наименование «вексель», включенное в самый текст и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- 2) простое и ничем не обусловленное предложение уплатить определенную сумму;
- 3) наименование плательщика;
- 4) указание срока платежа. Переводной вексель может быть выдан сроком:
 - по предъявлении,
 - на определенный срок от предъявления,
 - определенный срок от составления,
 - определенный день,
 - если *срок платежа не указан*, то вексель *подлежит оплате по предъявлении*. Предъявлен вексель к оплате может быть в течение года с даты составления, если в векселе не указано про удлинение сроков предъявления к платежу. В переводном векселе, который подлежит оплате сроком по предъявлении или во столько-то времени от предъявления, векселедатель может обусловить, что на вексельную сумму будут начисляться проценты. Во всяком другом переводном векселе такое условие считается ненаписанным. Процентная ставка должна быть указана в векселе; при отсутствии такого указания условие считается ненаписанным. Проценты начисляются со дня составления переводного векселя, если не указана другая дата;
- 5) указание места, в котором должен быть совершен платеж. При отсутствии особого указания место, обозначенное рядом с наименованием плательщика, считается местом платежа. Если место платежа не указано, то вексель считается **подписанным** в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;
- 6) наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен (получатель платежа). Переводной вексель может быть выдан приказу самого векселедателя. Он может быть выдан на самого векселедателя. Он может быть выдан за счет третьего лица;
- 7) дату составления векселя;

8) указание места составления векселя. Если не указано место составления векселя, то вексель считается составленным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;

9) подпись того, кто выдает документ (векселедателя). Отсутствие реквизитов, указанных в п. 1, 2, 3, 6, 7 и 9, лишает переводной вексель силы переводного векселя.

Простой вексель должен содержать:

- 1) наименование «вексель», включенное в самый текст и выраженное на том языке, на котором этот документ составлен;
- 2) простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;
- 3) указание срока платежа. Простой вексель может быть выдан сроком:

- по предъявлении,
- во столько-то времени от предъявления,
- во столько-то времени от составления,
- на определенный день,
- если *срок платежа не указан*, то вексель *подлежит оплате по предъявлении*. Предъявлен вексель к оплате может быть в течение года с даты составления, если в векселе не указано про удлинение сроков предъявления к платежу. В простом векселе, который подлежит оплате сроком по предъявлении или во столько-то времени от предъявления, векселедатель может обусловить, что на вексельную сумму будут начисляться проценты. Во всяком другом простом векселе такое условие считается ненаписанным. Процентная ставка должна быть указана в векселе; при отсутствии такого указания условие считается ненаписанным. Проценты начисляются со дня составления простого векселя, если не указана другая дата;

4) указание места, в котором должен быть совершен платеж. При отсутствии особого указания место, обозначенное рядом с наименованием плательщика, считается местом платежа. Если место платежа не указано, то вексель считается подписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;

5) наименование того, кому или приказу кого платеж должен быть совершен (получатель платежа). Простой вексель может быть выдан приказу самого векселедателя. Он может быть выдан на самого векселедателя. Он может быть выдан за счет третьего лица;

6) дату составления векселя;

7) указание места составления векселя. Если не указано место составления векселя, то вексель считается составленным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя;

8) подпись того, кто выдает документ (векселедателя).

На векселе могут наноситься различные сопроводительные надписи.

Аваль — гарантия третьих лиц за платеж по векселю. Ставится на лицевой стороне, может даваться на часть суммы.

Акцепт (только для переводного векселя) — согласие плательщика на совершение платежа. Векселедатель отвечает за акцепт и за платеж. Векселедатель вправе сложить с себя ответственность за акцепт. *Переводные векселя, подлежащие оплате в определенный срок от предъявления, должны быть предъявлены к акцепту в течение одного года со дня их выдачи.*

Индоссамент — надпись на оборотной стороне векселя. Выполняет две функции: передаточную — передает право требования денег по векселю и гарантийную — устанавливает солидарную ответственность за платеж всех лиц, выполнивших индоссамент. Эту ответственность можно с себя снять, выполнив надпись «без оборота на меня». Индоссамент должен быть простым и ничем не обусловленным. Частичный индоссамент недействителен. Индоссамент переносит все права, вытекающие из векселя. Зачеркнутые индоссаменты считаются ненаписанными. Индоссамент может быть совершен даже в пользу плательщика, независимо от того, акцептовал он вексель или нет, либо в пользу всякого другого обязанного по векселю лица. Эти лица в свою очередь могут индоссировать вексель. Индоссамент на предъявителя имеет силу *бланкового индоссамента*.

Векселедатель наряду с лицами, акцептовавшими, индоссировавшими переводный вексель или поставившими на нем аваль, несет *солидарную* ответственность перед векселедержателем.

В настоящее время векселя используются не только как инструменты коммерческого кредита, т.е. оформляющие поставку товаров с отсрочкой платежа, но и как способ оперативного привлечения средств, который не требует регистрации эмиссии в государственных органах и позволяет проводить оперативные заимствования на открытом рынке. При этом векселя несут практически ту же функцию, что и облигации — срочного инструмента с фиксированной доходностью. Однако права владельцев векселей значительно расширены по сравнению с правами владельцев облигаций. Прежде всего это связано с тем, что вексельное обязательство не может быть ничем обусловлено (не может быть выдвинуто условие отказа от платежа), а также существует упрощенная судебная практика взимания средств для погашения вексельных обязательств. В то же время в письме ФКЦБ России от 25 июня 2003 г. № 03-ИК СХ/8970 указано, что приобретение и прочие операции с векселями являются операциями, сопровождающими-

ся высокими рисками, в том числе кредитными рисками, рисками ликвидности и др.

Одним из активных участников вексельного рынка выступают коммерческие банки. При этом в соответствии с письмом ЦБ России от 9 сентября 1991 г. № 14-3/30 «О банковских операциях с векселями» банки совершают следующие виды операций:

1) учет векселей. Сущность учета векселей состоит в том, что векселедержатель передает (продает) векселя банку по индоссаменту до наступления срока платежа и получает за это вексельную сумму за вычетом за досрочное получение определенного процента от этой суммы. При этом различают следующие виды кредита по учету векселей: предъявительский и векселедательский;

2) выдачу ссуд до востребования по специальному ссудному счету под обеспечение векселей;

3) принятие векселей на инкассо для получения платежей и для оплаты векселей в срок. При этом правильной последовательностью действий по инкассированию векселей банками признается следующая:

- а) векселедержатель представляет вексель в банк,
- б) банк принимает на себя ответственность по предъявлении в указанный векселедержателем срок векселя плательщику для получения платежа,
- в) при поступлении платежа вексель возвращается должнику,
- г) при поступлении платежа вексель возвращается векселедателю.

При выдаче (выпуске) собственного векселя *коммерческий банк может выступать:*

- векселедателем простого векселя;
- векселедателем переводного векселя, воспрещаемого им для предъявления к акцепту;
- векселедателем неакцептованного переводного векселя;
- акцептантом переводного векселя;
- одновременно векселедателем и акцептантом одного и того же переводного векселя.

Признаками домициляции (принятие на себя обязательства по выплате по конкретному векселю) векселей банком являются:

- банк выступает плательщиком по векселю;
- внешним признаком домицилированного векселя являются слова «уплата» или «платеж в... банке», помещенные под подписью плательщика;
- внешним признаком домицилированного векселя является указание в названии векселя слова «домицилированный»;

• банк оплачивает домицилированный вексель в случае, если раньше плательщик внес ему вексельную сумму или если клиент имеет у него на своем расчетном (текущем) счете достаточную сумму и уполномочивает банк списать с его счета сумму, необходимую для оплаты векселя.

В целях налогообложения доходом физического лица по операциям с векселем, в основе выдачи которого лежат отношения займа, признается **вексельная** сумма по процентному векселю и *сумма дисконта*.

4.5. ТОВАРОРАСПОРЯДИТЕЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Коносамент — документ, выдаваемый перевозчиком грузоотправителю в подтверждение факта принятия груза к морской перевозке и обязательства передать его грузополучателю в порту назначения.

По желанию отправителя ему могут быть выданы несколько экземпляров (оригиналов) коносаментов, 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 может быть выдан на имя определенного получателя (именной коносамент), приказу отправителя или получателя (ордерный коносамент) либо на предъявителя.

Складское **свидетельство**. Товарный склад выдает в подтверждение принятия товара на хранение один из следующих складских документов:

- 1) двойное складское свидетельство;
- 2) простое складское свидетельство;
- 3) складскую квитанцию.

Двойное складское свидетельство, каждая из его двух частей и простое складское свидетельство являются ценными бумагами. Двойное складское свидетельство состоит из двух частей — складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут быть отделены друг от друга.

4.6. ЧЕК

Чеком признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю.

Чекодателем является юридическое лицо, имеющее денежные средства в банке, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков; чекодержателем — юридическое или физическое лицо, в пользу которого выдан чек; плательщиком — банк, в котором находятся денежные средства чекодателя.

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 его предъявления не допускается.

Выдача чека не погашает денежного обязательства, во исполнение которого он выдан.

Чек должен содержать:

- 1) наименование «чек», включенное в текст документа;
- 2) поручение плательщику выплатить определенную денежную сумму;
- 3) наименование плательщика и указание счета, с которого должен быть произведен платеж;
- 4) указание валюты платежа;
- 5) указание даты и места составления чека. Если место не указано, то чек рассматривается подписанным в месте нахождения чекодателя;
- 6) подпись лица, выписавшего чек, — чекодателя.

Отсутствие в документе какого-либо из указанных реквизитов лишает его силы чека. В дополнение к вышеперечисленным реквизитам чек может содержать дополнительные реквизиты, определяемые спецификой банковской деятельности и налоговым законодательством. Форма чека определяется кредитной организацией самостоятельно.

Указание о процентах считается ненаписанным.

Предоставление чека в банк, обслуживающий чекодателя, для получения платежа считается предъявлением чека к оплате. Чек оплачивается плательщиком за счет денежных средств чекодателя.

В случае отказа плательщика от оплаты чека чекодержатель вправе по своему выбору предъявить иск к одному, нескольким или ко всем обязанным по чеку лицам (чекодателя, авалистам, индоссантам).

Бланки чеков являются документами строгой отчетности. Их хранение осуществляется в порядке, установленном нормативными актами Банка России.

Чек подлежит оплате плательщиком при условии предъявления его к оплате в срок, предусмотренный законом. Плательщик по чеку обязан удостовериться всеми доступными ему способами в подлинности чека, а также в том, что предъявитель чека является уполномоченным по нему лицом. При оплате индоссированного чека плательщик обязан проверить правильность индоссаментов, но не подписи индоссантов.

Убытки, возникшие вследствие оплаты плательщиком подложного, похищенного или утраченного чека, возлагаются на плательщика

или чекодателя, в зависимости от того, по чьей вине они были причинены.

Лицо, оплатившее чек, вправе потребовать передачи ему чека с распиской в получении платежа.

Передача прав по чеку производится в порядке, установленном ст. 146 ГК РФ. Именной чек не подлежит передаче. В переводном чеке индоссамент на плательщика имеет силу расписки за получение платежа.

Индоссамент передает все права по ордерному чеку. Индоссамент должен быть написан на чеке или на скрепленном с ним листе (*аллонже*). Он должен быть подписан индоссантом. Индоссамент может указывать лицо, которому передается чек, или такое лицо не указывать, может состоять только из подписи индоссанта (бланковый индоссамент). В последнем случае он, чтобы иметь юридическую силу, должен быть написан на оборотной стороне чека или на скрепленном с ним листе (аллонже).

Если индоссамент бланковый, держатель чека имеет право:

- 1) заполнить бланк на свое имя или на имя любого другого лица;
- 2) **реиндоссировать** чек бланковым индоссаментом любому другому лицу;
- 3) передать чек третьему лицу без заполнения бланка и не индоссируя чек.

Передача чека посредством индоссамента может быть совершена любому лицу. Число индоссаментов не ограничивается. В переводном чеке индоссамент на плательщика имеет силу расписки за получение платежа. Все лица, индоссировавшие чек, отвечают перед его **законным** владельцем солидарно с чекодателем и авалистом.

Индоссамент, совершенный плательщиком, является **недействительным**.

Платеж по чеку может быть гарантирован полностью или частично посредством авалия. Гарантия платежа по чеку (*аваль*) может даваться любым лицом, за исключением плательщика. Авалист отвечает так же, как и тот, за кого дан аваль. Его обязательство действительно даже в том случае, если обязательство, которое он гарантировал, окажется недействительным по какому бы то ни было основанию, кроме несоблюдения 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 чекодателя, на инкассо для получения платежа считается предъявлением чека к платежу. Зачисление средств по инкассированному чеку на счет чекодержа-

теля производится после получения платежа от плательщика, если иное не предусмотрено договором между чекодержателем и банком.

Отказ от оплаты чека должен быть удостоверен одним из следующих способов:

- 1) совершением нотариусом протеста либо составлением равнозначного акта в порядке, установленном законом;
- 2) отметкой плательщика на чеке об отказе в его оплате с указанием даты представления чека к оплате;
- 3) отметкой инкассирующего банка с указанием даты о том, что чек своевременно выставлен и не оплачен.

Чекодатель, авалист и индоссанты несут перед чекодержателем солидарную ответственность.

Для осуществления безналичных расчетов могут применяться чеки, выпускаемые кредитными организациями.

4.7. БАНКОВСКИЙ СЕРТИФИКАТ

По договору банковского вклада (депозита) банк принимает от вкладчика денежную сумму и обязуется возвратить сумму вклада и выплатить проценты на нее на условиях и в порядке, предусмотренных договором.

Договор банковского вклада должен быть заключен в простой письменной форме.

Письменная форма договора банковского вклада считается соблюденной, если внесение вклада удостоверено сберегательной книжкой, сберегательным или депозитным сертификатом либо иным документом, выданным банком вкладчику и отвечающим требованиям, предусмотренным законом для таких документов, установленными в соответствии с ним банковскими правилами и применяемыми в банковской практике обычаями делового оборота.

Банковский сертификат (сберегательный или депозитный) — ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.

Держателями депозитных сертификатов являются юридические лица, сберегательных — физические лица.

В соответствии с Положением «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» (утв. письмом Банка России от 10 февраля 1992 г. № 14-3-20) сертификаты могут выпускаться как сериями, так и в разовом порядке. Сертификаты выпускаются в **валю-**

те Российской Федерации. Выпуск сертификатов в иностранной валюте не допускается.

Сберегательные и депозитные сертификаты могут быть предъявительскими или именными.

Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов, выплат сумм по ним осуществляются в безналичном порядке, а сберегательных — сертификатов — как в безналичном порядке, так и наличными средствами. Сертификаты не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары и оказанные услуги.

Сертификаты должны быть срочными. Срок обращения депозитных сертификатов ограничивается одним годом, срок обращения сберегательных сертификатов — тремя годами. Если срок получения депозита (вклада по сертификату) истек, сертификат становится ценной бумагой до востребования. Это означает, что банк обязан выплатить указанную в нем сумму по первому требованию владельца.

На бланке сертификата должны содержаться следующие обязательные реквизиты:

- наименование «сберегательный (или депозитный) сертификат»;
- номер и серия сертификата;
- дата внесения вклада или депозита;
- размер вклада или депозита, оформленного сертификатом (прописью и цифрами);
- безусловное обязательство кредитной организации вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад, и выплатить причитающиеся проценты;
- дата востребования суммы по сертификату;
- ставка процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумма причитающихся процентов (цифрами и прописью);
- ставка процента при досрочном предъявлении сертификата к оплате;
- наименование местонахождения и корреспондентский счет кредитной организации, открытый в Банке России;
- для именного сертификата — наименование и место **нахождения** вкладчика — юридического лица, ФИО и паспортные данные вкладчика — физического лица;
- подписи двух лиц, уполномоченных кредитной организацией на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью кредитной организации.

Отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов делает этот сертификат недействительным.

Кредитная организация, выпускающая сертификат, может включить в него иные дополнительные условия и реквизиты, которые не

противоречат законодательству РФ и Положению «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций».

Именной сберегательный (депозитный) сертификат должен иметь место для оформления уступки требования (*цессии*), а также иметь дополнительные листы — приложения к именному сертификату, на которых оформляются цессии.

Для передачи прав другому лицу, удостоверенных сертификатом на предъявителя, достаточно вручения сертификата этому лицу.

Права, удостоверенные именным сертификатом, передаются в порядке, установленном для уступки права требования (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 **права** 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 права требования нумеруется цедентом. Договор об уступке права требования по сберегательному сертификату подписывается обеими сторонами лично.

Уступка требования по сертификату может быть совершена только в течение срока обращения сертификата.

Кредитная организация вправе размещать сберегательные (депозитные) сертификаты только после регистрации условий выпуска и обращения сертификатов в территориальном учреждении Банка России (или в другом установленном регистрирующем органе) и внесения их в реестр условий выпуска и обращения сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций.

В международной практике используются следующие виды сберегательных (депозитных) сертификатов:

- крупнономинальные;
- мелкономинальные;
- именные;
- на **предъявителя**.

4.8. ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Облигацией с ипотечным покрытием является облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или в части залогом ипотечного покрытия.

Размещение, обращение, а также исполнение обязательств по облигациям с ипотечным покрытием регулируются Федеральным зако-

ном от И ноября 2003 г. № **152-ФЗ** «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ипотечных ценных бумагах).

Облигация с ипотечным покрытием закрепляет право ее владельца на получение фиксированного процента ее номинальной стоимости. Выплаты по таким облигациям должны осуществляться не реже одного раза в год.

Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться только ипотечными агентами и кредитными организациями.

Ипотечный агент — специализированная коммерческая организация, которая соответствует требованиям, установленным Законом об ипотечных ценных бумагах, исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных и которой предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

Облигации с ипотечным покрытием могут быть выпущены в форме документарных ценных бумаг на предъявителя или именных бездокументарных ценных бумаг.

При документарной форме выпуска облигаций с **ипотечным** покрытием обязательным реквизитом сертификата облигации является указание о порядке и условиях выплаты дохода владельцам облигаций, а также о порядке и условиях погашения таких облигаций.

Ипотечное покрытие облигаций могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечными сертификатами 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 Законом об ипотечных ценных бумагах.

Ипотечный сертификат участия предоставляет владельцу следующие права:

- 1) долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие;
- 2) право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием;
- 3) право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие.

В международной практике используются следующие ипотечные ценные бумаги:

- 1) ипотечные ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотечных кредитов, залогом которых является жилая недвижимость;

- 2) ипотечные ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотечных кредитов, залогом которых является коммерческая недвижимость;

- 3) ипотечные сертификаты участия;

- 4) облигации с покрытием.

4.9. ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ

Возникновение американских депозитарных расписок (АДР) относят к 1927 г. Этот финансовый инструмент стал логичным ответом рынка на дискриминационный запрет британского правительства на вывоз акций национальных компаний за границу. Расписки помогли узаконить инвестиции крупных американских компаний в Англии. В 1994 г. доля программ выпуска АДР «старейшей» Великобритании составила 26% общего оборота фондовых бирж США, доля Швеции — 4, Франции — 2, Мексики — 34, Нидерландов — 10, Аргентины — 5, Испании и Чили — по 3%. Ныне на торговлю АДР приходится 43% всех сделок с акциями иностранных эмитентов, реализуются полторы тысячи программ выпуска АДР на акции компаний из более чем 60 стран¹.

В 1995 г. самое крупное привлечение капитала через американские депозитарные расписки, достигшее 332 млн **дол.**, осуществил *Goldman Sachs* для итальянской компании *Repsol SA*. Компании *Portugal Telecom* удалось увеличить свой капитал на 157 млн **дол.**, а корпорация *Asia Pulp & Paper* привлекла в апреле 1995 г. через размещение американских депозитарных расписок **310** млн дол.

В октябре 1996 г. РАО «Газпром» привлекло посредством размещения депозитарных расписок более 400 млн дол. Надо отметить, что это одно из крупнейших размещений за всю историю существования этого проекта. Зарубежные финансисты прогнозируют, что в дальнейшем с переходом государственных пакетов акций в собственность российских компаний значительно увеличится количество проектов размещения депозитарных расписок. Их выводы основаны на том, что по этому пути идет большинство других стран, приватизированная промышленность которых требует значительных инвестиций. По данным *Euromoney Bondware*, проекты депозитарных расписок начинают проводить отдельные приватизированные компании и банки Румынии, Словакии, Польши, Чехии, Венгрии и Эстонии.

¹ Характерно, что первая мексиканская компания была внесена (с помощью АДР) в листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1991 г., и это открыло «кран» иностранных инвестиций в Мексику: за два последующих года ее фондовый рынок получил свыше 60 млрд дол.

В настоящее время депозитарные расписки используются компаниями более чем в 45 странах мира. Аналитики фондового рынка разделяют их рынки на три группы:

- традиционные;
- развивающиеся;
- будущие.

К традиционным рынкам депозитарных расписок относят Австралию, Австрию, Бельгию, Данию, Англию, Финляндию, Францию, Германию, Гонконг, Израиль, Италию, Японию, Люксембург, Мексику, Нидерланды, Новую Зеландию, Норвегию, Португалию, Ирландию, ЮАР, Испанию, Швецию и Швейцарию. На 31 декабря 2004 г. более 60% программ депозитарных расписок приходилось на эту **группу** стран. Остальные проекты выпуска депозитарных расписок реализовывались в странах с развивающимся рынком. К ним относят Аргентину, Бразилию, Чили, Китай, Колумбию, Чешскую Республику, Гану, Грецию, Венгрию, Индию, Индонезию, Корею, Малайзию, Пакистан, Перу, Филиппины, Словакию, Шри-Ланка, Таиланд, Тайвань, **Турцию**, Венесуэлу и Россию. Будущими рынками депозитарных расписок обещают стать Египет, Иордания, Марокко, Польша, Румыния, Вьетнам и Зимбабве.

Современная трактовка американской депозитарной расписки была дана Комиссией по ценным бумагам США (SEC) в 1983 г.

По определению Комиссии, **«АДР — выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право на определенное количество американских депозитарных акций, которые, в свою очередь, предоставляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг частного эмитента»**. Крупные транснациональные компании добились, чтобы депозитарные расписки начали котируются на фондовых биржах США с 50-х гг. XX в.

*Разрешение на допуск к размещению и обращению за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов (далее — иностранные ценные бумаги), выдается **Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг** (постановление ФКЦБ России от 1 апреля 2003 г. № **03-17/пс**).*

Таким образом, начать реализацию программы выпуска АДР на свои акции российские эмитенты могут только при наличии соответ-

ствующего разрешения исполнительного органа по рынку ценных бумаг. Разрешение выдается при соблюдении следующих условий:

- 1) если осуществлена государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг российского эмитента;
- 2) если эмиссионные ценные бумаги российского эмитента включены в котированный список хотя бы одного организатора торговли на рынке ценных бумаг, имеющего соответствующую лицензию;
- 3) если количество акций российского эмитента одной категории, размещение или обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации, в том числе посредством размещения иностранных ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении указанных акций российского эмитента, не превышает 40% общего количества всех акций этого российского эмитента той же категории;
- 4) если договор, на основании которого осуществляется размещение иностранных ценных бумаг, удостоверяющих права в отношении акций российских эмитентов, предусматривает, что право голоса по указанным акциям осуществляется не иначе как в соответствии с указаниями владельцев иностранных ценных бумаг;
- 5) если соблюдены иные требования, установленные федеральными законами.

Депозитарные расписки имеют ряд преимуществ как для эмитентов тех ценных бумаг, которые легли в обеспечение по распискам, так и для потенциальных инвесторов.

Преимущества, получаемые эмитентом при выпуске АДР:

- 1) коммерческие:
 - расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения,
 - улучшение имиджа компании,
 - обход ограничений на инвестиции за рубежом;
- 2) финансовые:
 - выход на международные рынки капиталов,
 - повышение и стабилизация котировок акций эмитента,
 - гибкое капиталовложение;
- 3) стратегические:
 - расширение круга потенциальных инвесторов,
 - механизм для приобретения и слияния компаний.

Преимущества, получаемые инвестором АДР:

- 1) инвесторы могут выбирать из более чем 2000 депозитарных расписок из более чем 60 стран;

2) АДР котируются в долларах США, дивиденды выплачиваются в долларах США, следовательно, инвестор не несет затрат по конвертированию валют;

3) раскрытие отчетности по международным стандартам, следовательно, обеспечены информационная и финансовая прозрачность эмитента;

4) отсутствие обязанности платить иностранному финансовому институту за хранение акций;

5) владение инструментом с повышенной ликвидностью.

Механизм выпуска и обращения депозитарных расписок. Депозитарные расписки выпускаются американским коммерческим банком-депозитарием под ценные бумаги иностранного (для США) эмитента. При первичном размещении последние обычно депонируются в банке — корреспонденте депозитария — *банке-кастоди* (хранителе, или *custodian*), который расположен в стране эмитента. Банк-депозитарий обязан действовать в соответствии с депозитарным договором, сторонами которого, как правило, являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками-выгодоприобретателями депозитарных расписок. Хранитель осуществляет свои функции на основании договора с депозитарием.

Функции депозитарных банков:

- 1) выпуск АДР и их аннулирование;
- 2) введение реестра владельцев АДР;
- 3) выплата дивидендов владельцам АДР;
- 4) оказание помощи иностранной компании в подготовке документов для Комиссии США по ценным бумагам;
- 5) информирование американских профессиональных участников фондового рынка и инвесторов о предстоящем выпуске АДР и их эмитенте.

Формально депозитарным банком, согласно правилам SEC, может быть любой банк или трастовая компания. Фактически все проекты осуществляются шестью крупнейшими банками: The Bank of New York, Citibank, J.P. Morgan, Chase Manhattan, BTC, Marine Midland Bank.

Функции банков-кастоди:

- 1) регистрируются в качестве номинального держателя иностранных акций в системе ведения реестра в стране выпуска этих акций;
- 2) информируют депозитарный банк о переводе акций, что является основанием для последнего начать выпуск АДР;
- 3) при выплате эмитентом дивидендов переводят их в депозитарный банк для последующего распределения среди владельцев АДР.

Различают разные виды АДР. Будучи в целом одинаковыми по своей природе, они отличаются друг от друга по возможностям торговли, по правам и обязанностям эмитента, депозитария и инвесторов, по требованиям к регистрации. С этих позиций существуют следующие виды АДР.

1. *Неспонсируемые АДР.* В качестве инициатора выпуска может выступать акционер эмитента или группа таковых. Согласия эмитента в данном случае не требуется, достаточно его простого уведомления. В случае отказа эмитента выдать письмо «об отсутствии возражений» депозитарий, как правило, не выпускает АДР. Неспонсируемые АДР выпускаются только на имеющиеся в обращении акции эмитента. Перечень документов, предоставляемых в SEC, минимален, сами ценные бумаги иностранного эмитента освобождаются от регистрации в SEC. Авторам проекта требуется убедить SEC в том, что деятельность эмитента не противоречит законодательству страны-эмитента. Эти АДР торгуются на внебиржевом рынке США. Брокеры, торгующие этими расписками, вынуждены обмениваться информацией по телефону или через специальные издания (*Bulletin Board* Национальной ассоциации дилеров фондового рынка и еженедельный справочник *Pink Sheets*).

2. *Спонсируемые АДР.* Их выпуск осуществляется при непосредственном участии эмитента.

2.1. *Спонсируемые АДР первого уровня (АДР I).*

Программа требует согласия эмитента. Выпускаются на акции, уже обращающиеся на вторичном рынке страны-эмитента. Подобно неспонсируемым АДР, для их размещения требуется предоставление в SEC минимального набора документов. Торговля ими возможна лишь на внебиржевом рынке.

2.2. *Спонсируемые АДР второго уровня (АДР II).*

Программа требует согласия эмитента. Выпускаются на акции, уже обращающиеся на вторичном рынке страны-эмитента. Обращаются как на внебиржевом (NASDAQ), так и на биржевом рынке (Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), Американской фондовой бирже (AMEX)). Размещение АДР второго уровня требует предоставления в SEC бухгалтерской отчетности, выполненной по американским стандартам. Адаптация национальной бухгалтерской отчетности к американским стандартам может обойтись эмитенту приблизительно в 50 тыс. дол. Расходы эмитента увеличивают также оплата услуг независимого аудитора, юристов и финансовых консультантов.

2.3. *АДР третьего уровня (АДР III).*

2.3.1. Публично размещаемые АДР III. Могут выпускаться как на уже существующие акции иностранного (по отношению к США) эмитента, так и на новые акции этого эмитента. Публично размещаемые АДР прошли процедуру листинга на фондовых биржах США, могут котироваться в Автоматической системе котировок, а также в дисплейной службе Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг или на «розовых страницах» (*Pink Sheets*) Национального бюро котировок Коммерческого клирингового дома. Круг собственников, публично размещаемых АДР, не ограничен только одной группой инвесторов.

2.3.2. Частно размещаемые АДР III. Могут выпускаться в соответствии с Правилом 144A¹ как на уже существующие акции иностранного (по отношению к США) эмитента, так и на новые акции этого эмитента. Распространяются только среди квалифицированных институциональных покупателей — это юридические лица, владеющие или инвестирующие с должной осмотрительностью в ценные бумаги на сумму в 100 млн дол. Обращение частно размещаемых АДР на вторичном рынке ограничивается системой *PORTAL*. Они не могут быть объектом свободной купли-продажи в США в течение трех лет после первого выпуска; по ним запрещены открытые предложения, подача заявок или их рекламирование. Основными преимуществами частного размещения перед публичным являются:

- отсутствие необходимости регистрации (поэтому планирование сроков проведения эмиссии и размещения в меньшей степени зависит от законодательства США);
- отсутствие обязательных требований по раскрытию информации (в частности, не обязательно подавать документы финансовой отчетности в соответствии с принятыми в США нормами бухгалтерского учета);
- сравнительно небольшие цены;
- снижение ответственности.

¹ Правило 144A — это решение Комиссии по ценным бумагам и биржам США, устанавливающее исключение из Закона о ценных бумагах 1933 г. в части регистрации ценных бумаг. По сути, Правило 144A разрешает институциональным покупателям, отвечающим определенным **требованиям**, торговать ценными бумагами, размещенными по закрытой подписке, без соблюдения обычных в таких случаях требований владения ценными бумагами в течение определенного периода, тем самым повышая ликвидность ценных бумаг.

Таблица 4.2

Классификация и приближительная цена программ выпуска АДР

Классификация и приоритизация ценных бумаг					
Характеристика	Депозитарные расписки, эмитируемые под уже выпущенные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании путем эмиссии новых ценных бумаг		
депозитарные расписки	спонсируемые АДР III	листинговые АДР II	публично размещаемые АДР III	частно размещаемые депозитарные расписки по правилу 144A	глобальные депозитарные расписки
Возможности торговли	Дисплейная служба NYSE и AMEX, Национальной ассоциации дилеров — ценных бумаг США (TC Bulletin Board, Pink Sheets)	NYSE и AMEX, NASDAQ	NYSE и AMEX, NASDAQ	Размещаются среди квалифицированных институциональных покупателей, котироваться в системе PORTAL	PORTAL, NYSE, AMEX (для публичного предложения), включая иностранные (для США) фондовые биржи, при размещении по Правилу 144A на рынке США котироваться в системе PORTAL
Регистрация по Закону Гласса—Стигалла 1933 г. «О ценных бумагах» (виды регистрационных заявлений)	Форма Ф-6	Форма Ф-6	Формы Ф-1, Ф-2 или Ф-3	Не требуется	Формы Ф-1, Ф-2 или Ф-3 в случае публичного предложения; при частном предложении по Правилу 144A — не требуется
Регистрация по Закону 1934 г. «Об обращении ценных бумаг и фондовых биржах»	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма Ф-20	Форма Ф-8 или Ф-20	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно оно применяется с целью использования требований к информации в соответствии с Правилом 144A; финансовые отчеты в соответствии с Правилом 144A; финансовые отчеты могут не соответствовать требованиям стандартов бухгалтерской отчетности	Для частных предложений — освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно применяется с целью использования требований к информации в соответствии с Правилом 144A; финансовые отчеты могут не соответствовать требованиям стандартов бухгалтерской отчетности

Характеристика	Депозитарные расписки, эмитируемые под уже выпущенные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании путем эмиссии новых ценных бумаг		
	спонсируемые АДР III	листинговые АДР II	публично размещаемые АДР III	частно размещаемые депозитарные расписки по правилу 144A	глобальные депозитарные расписки
Отчетность по закону 1934 г. «Об обращении ценных бумаг и фондовых биржах»	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма Ф-20 ежегодно фаилируется в SEC; финансовая отчетность частично должна соответствовать требованиям U.S. GAAP и Правилу S-X (Regulation S-X); требуется периодическое фаилирование в Комиссии формы К-6	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно применяется с целью использования требований к информации в соответствии с Правилем 144A; финансовые отчеты могут представляться в соответствии с Правилем 144A; финансовые отчеты могут не соответствовать требованиям стандартов бухгалтерской отчетности США (U.S. GAAP)	не соответствовать требованиям стандартов бухгалтерской отчетности США (U.S. GAAP)	США (U.S. GAAP); для публичных предложений — Ф-А или Ф-20
					Для частных предложений — освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно применяется с целью использования требований к информации в соответствии с Правилем 144A; финансовые отчеты могут в соответствии с Правилем 144A; финансовые отчеты могут представляться не соответствовать требованиям стандартов бухгалтерской отчетности США (U.S. GAAP); для публичных предложений — форма Ф-20 ежегодно представляется в электронном виде Комиссии; финансовая отчетность должна строго соответство-

Характеристика	Депозитарные расписки, эмитируемые под уже выпущенные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании путем эмиссии новых ценных бумаг		
	спонсируемые АДР III	листинговые АДР II	публично размещаемые АДР III	частно размещаемые депозитарные расписки по правилу 144A	глобальные депозитарные расписки
Приблизительная стоимость проекта (не учитывая оплату юридических услуг и консультаций)	40 000—80 000 дол. (и более)	400 000—800 000 (и более)	800 000—1 600 000 дол. (и более)	200 000—800 000 дол. (и более)	Более 800 000 дол.
					вать требованиям U.S. GAAP и Правилу S-X; форма К-6 периодически представляется в электронном виде

4.10. РОССИЙСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ

Российская депозитарная расписка (РДР) — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. Если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами РДР, его ценная бумага удостоверяет право владельца РДР требовать надлежащего выполнения этих обязанностей.

Механизм РДР работает следующим образом: крупная инвестиционная компания — депозитарий, имеющая аккредитацию на мировых биржевых площадках, покупает значительные пакеты ценных бумаг иностранных эмитентов. Затем она эмитирует РДР, которые продает российским инвесторам (как юридическим, так и физическим лицам). Затем из желающих продать и купить РДР формируется рынок. При необходимости инвестиционная компания всегда может купить дополнительные пакеты ценных бумаг иностранных эмитентов у подобных компаний-депозитариев или непосредственно на мировых биржах.

В отличие от собственника акций владелец РДР не может присутствовать на собрании акционеров и голосовать своими бумагами. Однако это единственное ограничение. РДР можно продать, купить, обменять или подарить (и даже завещать), **как** и любую другую собственность в соответствии с ГК РФ.

РДР является аналогом американских депозитарных расписок и глобальных депозитарных расписок (ГДР). АДР и ГДР позволяли иностранным инвесторам покупать обязательства на поставку акций российских компаний и быть фактическими собственниками соответствующих долей. Исторически первыми (1996 г.) были АДР, однако их действие было ограничено американскими биржами. У ГДР в самом названии присутствует возможность котироваться по всему миру.

РДР позволяют российским инвесторам быть фактическими собственниками ценных бумаг иностранных эмитентов. При этом снимается ограничение на вывоз капитала из страны, так как вывоза фактически не происходит. Сейчас российский инвестор, желающий приобрести ценные бумаги иностранных эмитентов, ограничен законодательством в области вывоза капитала. В соответствии с законодательством РФ

он может вложить в иностранные ценные бумаги не более 20 тыс. дол. Кроме того, доступ к рынку через западные биржи связан с дополнительными брокерскими комиссиями.

Эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством РФ, отвечающий установленным федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществляющий депозитарную деятельность не менее трех лет.

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 федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Эмиссия российских депозитарных расписок, по которым эмитент представляемых ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, допускается при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж, перечень которых утвержден федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Процедура эмиссии российских депозитарных расписок включает три этапа:

- 1) утверждение решения о выпуске РДР уполномоченным органом их эмитента — депозитария;
- 2) государственную регистрацию выпуска РДР;
- 3) размещение РДР.

Дополнительный выпуск российских депозитарных расписок не подлежит государственной регистрации и осуществляется путем внесения изменений в решение об их выпуске в части увеличения максимального количества РДР, которые могут одновременно находиться в обращении.

Обращение российских депозитарных расписок может осуществляться после государственной регистрации их выпуска, а размещение и обращение РДР дополнительного выпуска — после регистрации изменений в решении об их выпуске.

В решении о выпуске российских депозитарных расписок должно быть указано:

- 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 РДР, 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) максимальное количество российских депозитарных расписок выпуска, которое может одновременно находиться в обращении;

9) права владельцев российских депозитарных расписок, а также порядок осуществления (реализации) владельцами российских депозитарных расписок прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами;

10) обязательство депозитария предоставлять по требованию владельца российской депозитарной расписки соответствующее количество представляемых ценных бумаг;

11) в случае если представляемыми ценными бумагами являются акции, порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок указаний депозитарию о порядке голосования по таким акциям и обязательство депозитария обеспечивать осуществление права голоса по акциям иностранного эмитента 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 законодательством РФ и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

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 представляе-

мым ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат;

15) срок осуществления выплат, причитающихся владельцам российских депозитарных расписок по представляемым ценным бумагам;

16) максимальный размер денежных средств, удерживаемых эмитентом российских депозитарных расписок в связи с осуществлением выплат, предусмотренных п. 14, а также основания для таких удержаний;

17) информация о том, принимает ли эмитент представляемых ценных бумаг 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 в соответствии с требованиями российского законодательства.

Решение о выпуске РДР должно быть подписано лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента российских депозитарных расписок, и заверено печатью их эмитента.

Если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами РДР, то эти обязанности должны быть предусмотрены договором между эмитентом ценных бумаг и эмитентом РДР. Изменение указанного договора не требует согласия владельцев российских депозитарных расписок.

Государственная регистрация выпуска РДР, регистрация их проспекта, включая случаи, когда эмитентом РДР являются депозитарии — кредитные организации, осуществляются федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами РДР, для государственной регистрации выпуска РДР представляется договор между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок, являющийся неотъемлемой частью решения о выпуске таких ценных бумаг.

Ведение реестра РДР может осуществляться их эмитентом-депозитарием независимо от числа владельцев российских депозитарных расписок.

Российские депозитарные расписки одного выпуска могут удостоверить 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 РДР, являющихся ими на дату составления списка владельцев представляемых ценных бумаг.

Выплаты владельцам российских депозитарных расписок осуществляются эмитентом РДР в валюте Российской Федерации, если иное не установлено решением о выпуске РДР. Сроки исполнения обязательств по этим выплатам не может превышать пяти дней со дня получения депозитарием от эмитента ценных бумаг соответствующих выплат.

Дробление РДР осуществляется в соответствии со списком их владельцев, составляемым на дату, указанную в сообщении о государственной регистрации изменений в решение об их выпуске. Этот список не может быть составлен ранее трех дней с даты направления (вручения) владельцам РДР сообщения о государственной регистрации изменений в решение об их выпуске или раскрытия сообщения об этом. Дробление РДР допускается при условии, что в результате такого дробления одна российская депозитарная расписка будет удостоверить право собственности не менее чем на одну представляемую ценную бумагу.

В случае регистрации проспекта российских депозитарных расписок депозитарий — эмитент РДР раскрывает информацию о себе, а также об эмитенте 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 федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Как называется эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации?
2. Укажите возможные способы конвертации для облигаций и акций.
3. В каком случае привилегированные акции не являются кумулятивными?
4. Каким образом рассчитывается рыночная цена эмиссионных ценных бумаг, допущенных к обращению через организаторов торговли?

5. Что такое объявленные и размещенные акции?
6. Укажите виды акций в зависимости от прав, предоставляемых ими.
7. Кем принимаются решения о выплате (объявлении) дивидендов?
8. Каким образом определяются срок и порядок выплаты дивидендов по акциям?
9. Как называется эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента по цене, определенной в данной ценной бумаге?
10. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг чем может обеспечиваться исполнение обязательств по облигациям?
11. Кто является эмитентом ценных бумаг РФ?
12. В соответствии с каким законодательным актом устанавливаются особенности исполнения обязательств по государственным и муниципальным ценным бумагам?
13. В чем заключается принципиальное отличие простого векселя от переводного?
14. Отсутствие каких реквизитов лишает документ силы переводного векселя?
15. Каковы обязательные реквизиты простого векселя?
16. Кто вправе обязываться по переводному и простому векселю в соответствии с Законом о переводном и простом векселе?
17. В течение какого срока должны быть предъявлены к акцепту переводные вексели, подлежащие оплате в определенный срок от предъявления?
18. На какие сроки может быть выдан вексель?
19. Как называется векселедержатель переводного векселя?
20. Как называется плательщик переводного векселя?
21. Как называется гарантия платежа по векселю за любое обязательное по нему лицо?
22. В чем состоит суть операции учета векселей?
23. Какие виды операций совершают банки в соответствии с письмом Банка России «О банковских операциях с векселями»?
24. Какие складские документы являются ценными бумагами?
25. Какие права своего владельца удостоверяет закладная?
26. Дайте определение облигации с ипотечным покрытием.
27. Какие права предоставляет владельцу ипотечный сертификат участия?
28. Если процентные ставки снижаются, то как будут меняться цены на облигации?
29. Какие методы расчета фондовых индексов позволяет учитывать влияние капитализации компании, входящей в индекс, на изменение значений фондового индекса?
30. Каким образом частота выплат купонных платежей влияет на объявленную купонную ставку и цену размещения облигации (при прочих равных условиях)?

31. Как называется отношение процентного изменения цены акции к процентному изменению индекса цен на акции?
32. Что такое капитализация компании?
33. Как называется часть ценных бумаг определенного выпуска, размещаемая в рамках объема этого выпуска в любую дату в течение периода обращения ценных бумаг этого выпуска, не совпадающую с датой первого размещения?
34. Какие инвесторы на рынке акций имеют наибольшую склонность к риску?
35. Компания осуществила консолидацию акций из соотношения 4 : 1. Каким будет количество и совокупная номинальная стоимость пакета акционера, владевшего до операции консолидации пакетом из 100 акций совокупной номинальной стоимостью 500 руб.?
36. Для каких целей может использоваться показатель P/E ?
37. Почему средневзвешенный индекс считается наиболее репрезентативным?
38. Какое дополнительное требование из нижеперечисленных обязан выполнить иностранный эмитент, размещающий АДР III уровня, по сравнению с требованиями, предъявляемыми при размещении АДР II уровня?
39. Из нижеперечисленных укажите функции банка-депозитария и банка-кастоди при выпуске и обращении АДР (ГДР).
40. Укажите права владельцев АДР (ГДР).
41. В каком случае общее количество АДР по акциям определенного эмитента, обращающихся на американском рынке, и общее количество его акций на счете банка-кастоди увеличивается?
42. Какую величину составляет текущая доходность облигации с купонной ставкой 9,5%, имеющей рыночную стоимость 98% к номиналу?
43. Чистая прибыль компании составила 975 тыс. руб. Уставный капитал компании состоит из 10 тыс. обыкновенных акций и 2000 привилегированных акций номинальной стоимостью 1000 руб. Дивидендная ставка по привилегированным акциям — 20%. Рассчитайте величину показателя «доход на одну акцию».
44. Чему равна в процентах годовых доходность к погашению облигации с годовой купонной ставкой 10%, сроком погашения один год и рыночной стоимостью 75%?
45. Если рыночная стоимость облигации равна 85% от номинальной стоимости, годовой купон — 10%, то по истечении трех месяцев с момента выплаты купона сколько составит «грязная» цена облигации в процентах от номинальной стоимости?
46. Как называется ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в банк, и право вкладчика на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных процентов?

ГЛАВА 5

ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Производные финансовые инструменты (ПФИ) — бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе определенной ценной бумаги биржевого актива.

Широкое распространение ПФИ получили в 70-е гг. XX в. Объективной причиной этого послужил крах **Бреттон-Вудской** валютной системы и введение плавающих валютных курсов. Последние послужили источником резко возросшей неопределенности при принятии деловых решений. Это в свою очередь обусловило потребность в финансовых инструментах, позволяющих уменьшить риск при принятии решений.

Цель обращения к ПФИ — извлечение прибыли из колебаний цен соответствующего биржевого актива, а также защита (хеджирование) от нежелательного изменения рыночных цен на соответствующий биржевой актив.

Особенности ПФИ:

- их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива, в качестве такого актива могут выступать ценные бумаги;
- внешняя форма обращения ПФИ аналогична обращению основных ценных бумаг;
- имеют ограниченный временной период существования (от нескольких минут до нескольких месяцев) по сравнению с периодом жизни самого биржевого актива;
- их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях по сравнению с другими ценными бумагами, поскольку инвестор оплачивает не всю стоимость актива, а только гарантийный (маржевой) взнос.

К основным видам ПФИ относят форвардные и фьючерсные контракты, свободнообращающиеся биржевые опционы, **своповые** контракты и контракты на будущую процентную ставку (**FRA**). Эти **ин-**

инструменты часто называют срочными контрактами. Это объясняется тем, что существует определенный срок с момента заключения контракта и определения всех его существенных условий, включая **цену**, до момента его исполнения сторонами или ликвидации позиции по нему. Наиболее точно этот вид производных финансовых инструментов можно определить следующим образом: *срочный контракт* — это соглашение о поставке в будущем предмета контракта на условиях, устанавливаемых в момент его заключения.

Рассмотрим основные виды срочных контрактов.

5.1. ФОРВАРДНЫЙ КОНТРАКТ

Форвардный контракт — это двусторонний контракт, по которому стороны (покупатель и продавец) обязуются совершить сделку в отношении базового актива в определенный срок в будущем по зафиксированной в контракте цене. Отличительными особенностями форварда являются следующие:

- он не обращается на бирже;
- представляет собой взаимное обязательство покупателя и продавца: продавец обязан продать базисный актив, а покупатель — купить его;
- исполнение форварда заканчивается поставкой базисного актива;
- в основе форварда находятся, как правило, конкретный товар или финансовые активы.

Форвардный контракт — это индивидуальный контракт, соответствующий потребностям контрагентов. Он заключается для осуществления реальной продажи или покупки базисного актива и страхования продавца или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. В мировой практике широкое развитие получил форвардный валютный рынок, и форвардные контракты активно используются для хеджирования валютного риска. Приведем примеры страхования валютного риска с помощью валютного форварда.

Пример 5.1. Импортёр планирует через три месяца закупить за границей товары. Ему нужна валюта. Чтобы не рисковать, он решает хеджировать покупку валюты трехмесячным форвардом на доллар США. Банки предлагают трехмесячные контракты по цене 1 дол. = 32 руб. Импортёр покупает контракт по этой котировке, т.е. заключает с банком контракт, в рамках которого обязуется купить доллары. Проходит три месяца, импортёр уплачивает по контракту 32 руб. за 1 дол. и получает контрактную сумму.

В этот момент конъюнктура на спотовом рынке может оказаться любой. Допустим, курс доллара составил 33 руб. Однако по контракту импортёр получает доллар по 32 руб.

Пусть курс доллара равен через три месяца 31 руб., но импортёр обязан выполнить условия сделки и купить доллар за 32 руб.

Таким образом, заключение форвардного контракта застраховало импортёра от неблагоприятной конъюнктуры, но не позволило воспользоваться благоприятной ситуацией.

В этом примере показана общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если страхуются от роста цены базисного актива, то покупают контракт.

Пример 5.2. Пусть в условиях примера 5.1 вместо импортёра фигурирует экспортёр. Через три месяца он должен получить валютную выручку, которую планирует **конвертировать** в рубли. Чтобы не рисковать, экспортёр хеджирует будущую продажу долларов форвардным контрактом. Он продает форвард на доллары банку, т.е. заключает с банком контракт, в рамках которого обязуется продать доллары банку по цене 32 руб. за 1 дол.

Проходит три месяца, экспортёр поставяет по контракту доллары по цене 32 руб. за 1 дол. и получает контрактную сумму.

Конъюнктура на спотовом рынке в этот момент может оказаться любой. Допустим, курс доллара составил **31** руб. Однако по контракту экспортёр продает доллар по 32 руб.

Пусть курс доллара через три месяца равен 33 руб., но экспортёр обязан выполнить условия сделки и продать доллар за 32 руб.

Таким образом, заключение форвардного контракта застраховало экспортёра от неблагоприятной конъюнктуры, но не позволило воспользоваться благоприятной ситуацией.

В этом примере показана общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если страхуются от падения цены базисного актива, то продают контракт.

Несмотря на то что форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, контрагенты не застрахованы от его неисполнения в силу, например, банкротства или недобросовестности одного из участников сделки.

Форвардный контракт может заключаться с целью игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива. Лицо, открывающее короткую позицию, — на понижение его цены. Поясним **казанное** на примере.

Пример 5.3. Игра на повышение. Пусть в примере 5.1 вместо импортёра фигурирует спекулянт. Он ожидает, что курс доллара через три месяца составит 33 руб. Поэтому спекулянт покупает контракт с котировкой 1 дол. = 32 руб.

Через три месяца курс доллара на спотовом рынке равен 33 руб. Спекулянт покупает доллар по контракту за 32 руб. и сразу продает его на спотовом рынке по 33 руб., выигрывая на 1 дол. 1 руб.

Если курс доллара к этому моменту упал до 31 руб., спекулянт проигрывает 1 руб. Он обязан исполнить форвардный **контракт**, купить доллар за 32 руб., а продать его может сейчас только за 31 руб.

В этом примере возникает общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если играют на повышение, то покупают контракт и выигрывают от роста цены и проигрывают от ее падения.

Пример 5.4. Игра на понижение. Пусть в предыдущем примере спекулянт ожидает падения курса доллара через три месяца до **31** руб. Он играет на понижение и продает контракт.

Через три месяца доллар стоит 31 руб. Спекулянт покупает его на спотовом рынке за 31 руб. и поставляет по форвардному контракту за 32 руб., выигрывая 1 руб.

Пусть доллар стоит 33 руб. Чтобы исполнить контракт, спекулянт вынужден купить доллар на спотовом рынке за 33 руб. и поставить его по контракту за 32 руб. Его проигрыш равен 1 руб.

В этом примере возникает общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если играют на понижение, то продают контракт и выигрывают от снижения цены и проигрывают от ее роста.

По своим характеристикам форвардный контракт — это контракт индивидуальный. Поэтому вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов не развит или развит слабо. Исключение составляет форвардный валютный рынок.

При заключении форвардного контракта согласовывается цена, по которой будет исполнена сделка. Ее называют *ценой поставки*. Она остается неизменной в течение всего времени действия контракта.

Для каждого момента времени существует также понятие форвардной цены базисного актива. Для каждого момента времени форвардная цена базисного актива — это цена поставки форвардного контракта, который был заключен в этот момент. В общем виде можно сказать, что форвардная цена — это ожидания участников рынка в момент заключения форвардного контракта относительно цены спот базисного актива на дату истечения контракта. В следующий момент времени конъюнктура рынка и ожидания изменятся, поэтому в новых контрактах будет возникать новая цена поставки и соответственно новая форвардная цена базисного актива.

Таким образом, на рынке в каждый момент времени для определенной даты в будущем существует форвардная цена и она равна цене поставки форвардных контрактов, заключаемых в этот момент.

Пример 5.5. 1 марта заключается форвардный контракт на поставку акции А 1 июля по цене 100 руб. В момент заключения контракта форвардная цена акции с поставкой 1 июля равна цене поставки, т.е. 100 руб. 1 апреля заключается еще один контракт на поставку акции А 1 июля по цене 120 руб. В новом контракте появилась новая цена поставки, так как изменились ожидания участников рынка относительно будущей цены **спот**-акции. Таким образом, форвардная цена акции 1 апреля равна цене поставки второго контракта, т.е. 120 руб. В этом случае цена поставки для первого контракта остается равной 100 руб., но форвардная цена акции с поставкой 1 июля составляет уже 120 руб.

С точки зрения теории в вопросе определения форвардной цены можно выделить две концепции. Первая состоит в том, что форвардная цена возникает как следствие ожиданий участников рынка относительно будущей цены спот базисного актива. Вторая концепция строится на арбитражном подходе.

Что касается первого взгляда, он вполне понятен. Участники экономических отношений стремятся учесть всю доступную им информацию относительно будущей конъюнктуры и определить будущую цену спот. Арбитражный подход строится на взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценой, которая определяется существующей на рынке краткосрочной процентной ставкой без риска. В его основе лежит положение о том, что инвестор с точки зрения финансового решения должен быть безразличен в вопросе приобретения базисного актива на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. В силу того, что ценообразование на форвардные контракты аналогично процессу с фьючерсными контрактами, конкретные формулы и механизм расчета цен для контрактов на различные виды базисных активов будут подробно рассмотрены в параграфе 5.2.

5.2. ФЬЮЧЕРСНЫЙ КОНТРАКТ

Фьючерсный контракт — стандартный биржевой договор купли-продажи прав на биржевой актив, сделка с которым будет осуществлена в определенный момент времени в будущем по цене, установленной сторонами в момент его заключения. Отличительные особенности фьючерса:

- заключение и обращение фьючерсных контрактов происходят только на биржах; каждая биржа самостоятельно разрабатывает форму фьючерсных контрактов, обращающихся на ее площадке;
- фьючерсный контракт стандартизирован по всем параметрам, кроме цены. Он унифицирован по потребительской стоимости первично-

го актива, лежащего в его основе, по количеству актива, месту и сроку поставки, срокам и форме расчетов, штрафным санкциям и арбитражу;

- исполнение и все расчеты по фьючерсному контракту гарантированы биржей и ее клиринговой палатой;
- фьючерсный контракт предполагает возможность досрочного прекращения обязательств по нему путем заключения офсетной сделки;
- в отличие от форвардного контракта фьючерсный контракт имеет своей целью не куплю-продажу базисного актива, а получение прибыли от сделок на фьючерсном рынке и имеет преимущественно спекулятивный характер.

Фьючерсные контракты обычно являются краткосрочными. С момента, когда биржа открывает торговлю фьючерсным контрактом, и до момента его истечения, как правило, проходит девять месяцев. Однако в практике существуют и долгосрочные фьючерсы, срок действия которых насчитывает несколько лет. Котировка фьючерсного контракта дается в расчете на единицу базисного актива.

В основе контракта могут лежать как товары, так и финансовые инструменты. Контракты, базисными активами которых являются финансовые инструменты, а **именно**: ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы, называются *финансовыми фьючерсными контрактами*. Контракты, базисными активами которых выступают собственно товары, называются *товарными фьючерсными контрактами* (рис. 5.1).



Рис. 5.1. Виды фьючерсных контрактов в зависимости от типа базисного актива

Современный фьючерсный рынок развивается в первую очередь за счет роста торговли финансовыми фьючерсными контрактами.

Фьючерсные контракты могут быть *поставочными* и *беспоставочными* или *расчетными*. По поставочному фьючерсу предусматривается физическая поставка базисного актива. Беспоставочный фьючерс

предполагает расчеты **между** участниками только в денежной форме, а поставка базисного актива отсутствует. Как правило, фьючерсный контракт делают расчетным, если неудобно осуществлять поставку базисного актива.

В мировой практике, например, беспоставочными являются контракты на фондовые индексы. Для расчетных фьючерсов принимают одно общее правило: котировочная цена в последний день торгов принимается равной цене базисного актива в этот день на **спотовом** рынке.

Фьючерсные контракты, как правило, заключаются не с целью осуществления реальной поставки, а для хеджирования и спекуляции. В мировой практике только около 3% всех заключаемых контрактов оканчиваются поставкой, остальные закрываются офсетными сделками.

Общую динамику торговли фьючерсными контрактами можно схематично охарактеризовать с помощью следующего графика (рис. 5.2).

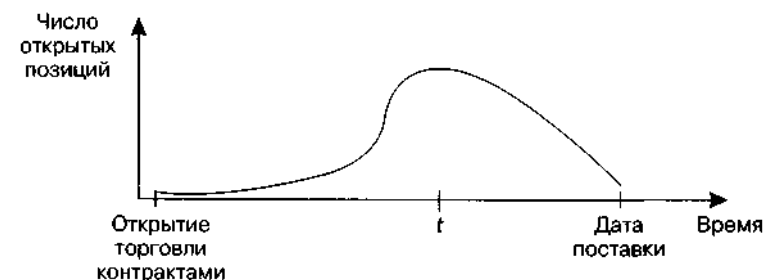


Рис. 5.2. Взаимосвязь числа открытых позиций и срока, оставшегося до окончания действия фьючерсного контракта

Как видно из графика, максимальный объем открытых позиций, т.е. действующих контрактов, приходится на момент времени t . После этого количество существующих контрактов начинает резко падать, поскольку хеджеры и спекулянты, как правило, не заинтересованы в осуществлении поставки.

Далее рассмотрим более подробно определения каждого из приведенных выше видов фьючерсных контрактов (табл. 5.1).

Первичным рынком для фьючерсных контрактов на краткосрочный процент является рынок банковских депозитных ставок на срок до одного года (обычно три месяца). Смысл конструкции *цены* фьючерса на краткосрочный процент состоит в том, что в этом случае она соответствует конструкции цены краткосрочных облигаций, которые продаются обычно с дисконтом от номинальной цены, следовательно, торговцам легко сопоставлять цены на эти фьючерсы и на эти облигации.

Таблица 5.1

Фьючерсные контракты на различного рода базисные активы

Фьючерсный контракт				
на валюту	на акцию	на краткосрочный процент	на долгосрочный процент	на индекс фондового рынка
это стандартный договор купли-продажи				
определенного вида валюты	определенного вида акций	краткосрочного процента	облигаций стандартного количества и качества	индекса фондового рынка
в определенный момент времени в будущем по цене, устанавливаемой сторонами сделки в момент заключения контракта				

Первичным рынком для фьючерсов на долгосрочный процент является рынок долгосрочных государственных облигаций, выпускаемых на **восемь—десять** лет с фиксированным купонным доходом. Рыночная цена этих облигаций находится в зависимости от ставки банковского процента по трехмесячным депозитам, но по более сложной зависимости, чем это имеет место быть между этой ставкой и ценами на краткосрочные облигации. В этом случае большое значение имеет срок, на который выпущены облигации, размер ежегодного купонного дохода и периодичность его выплаты. Обычно с увеличением ставок **ры-**

ночного процента цена на облигации снижается ($Y = \frac{C}{r}$), а с сокраще-

нием числа лет, оставшихся до погашения, рыночная цена облигации приближается к номиналу.

Механизм открытия и закрытия позиции по фьючерсному контракту представлен на рис. 5.3.

Офсетная сделка — это сделка с тем же количеством, качеством фьючерсных контрактов, с тем же сроком их исполнения, но противоположная ранее заключенной. То есть если мы открыли позицию, купив три майских фьючерса на зерно с ценой исполнения X руб., то закрыть позицию офсетной сделкой означает продать три майских фьючерса на это же самое зерно с ценой исполнения **X₁** руб. По офсетным сделкам физической поставки быть не может, по ним производятся только денежные расчеты.

Операции по открытию, поддержанию и закрытию позиции на фьючерсном рынке сопровождаются определенными денежными платежами.

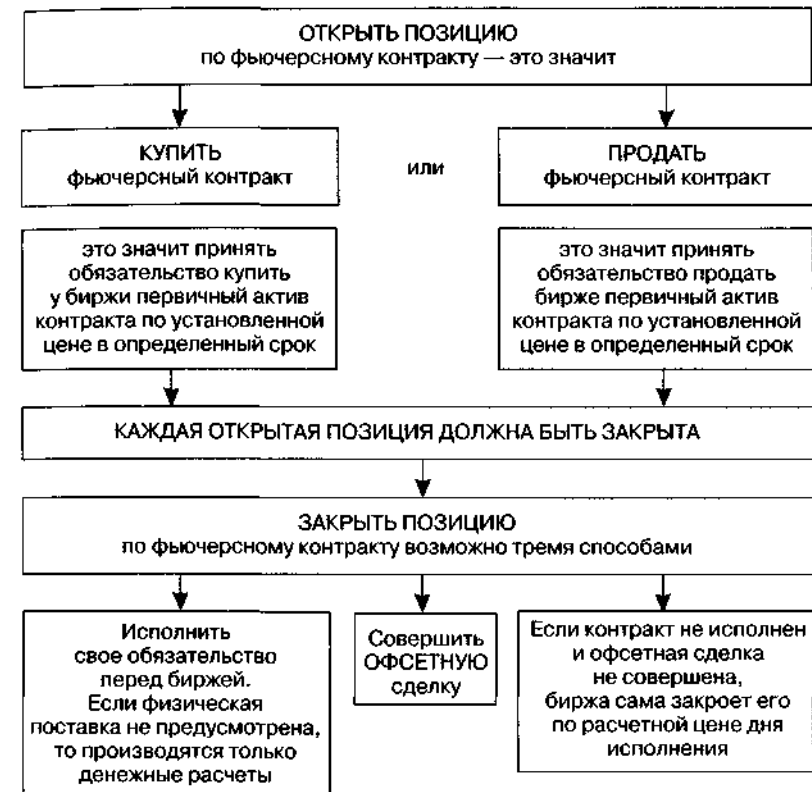


Рис. 5.3. Механизм открытия и закрытия позиции по фьючерсу

1. *Первоначальная (гарантийная) маржа* составляет 10—15% от стоимости фьючерсного контракта и вносится в расчетную палату участником фьючерсной торговли при открытии им позиции по фьючерсным контрактам. При закрытии позиции первоначальная маржа возвращается участнику торговли. Первоначальную маржу платят обе стороны; она рассчитывается по формуле

$$M_n = \frac{C_0 \times K \times \Pi_n}{100},$$

где M_n — маржа первоначальная;
 C_0 — цена открытой позиции на фьючерсном рынке;
 K — количество актива в натуральном выражении, на которое заключен фьючерсный контракт;
 Π_n — ставка постоянной маржи.

Пример 5.6. Стороны заключили фьючерсный контракт на 100 ед. актива по цене 100 руб./ед. Постоянная маржа = 5%.

$$M_n = \frac{100 \times 100 \times 5}{100} = 500 \text{ руб.}$$

При этом первоначальная маржа выполняет ряд функций:

- является инструментом регулирования числа открытых позиций. Например, инвестор имеет 100 000 руб. $M_n = 500$ руб., следовательно, потенциальный инвестор сможет открыть 20 позиций. Если M_n увеличится до 1000 руб., то инвестор сможет суммарно открыть на бирже лишь 10 позиций, если M_n сократится до 200 руб. — то 50 позиций;

- гарантирует исполнение финансовых обязательств по фьючерсным контрактам в течение того торгового дня, когда он был заключен.

2. *Вариационная (переменная) маржа* вносится денежными средствами. Ее экономическое предназначение заключается в постоянном отслеживании текущей изменяющейся рыночной цены по фьючерсному контракту по сравнению с той ценой, по которой он был заключен. На основе этих изменений производится текущий перерасчет между сторонами контракта.

Переменная маржа — прибыль для одних участников рынка и убыток для других (табл. 5.2).

Таблица 5.2

Пример расчета вариационной маржи				
Дата, время	Цена фьючерсного контракта, руб.	Операции, осуществляемые трейдером	Гарантийное обеспечение (вариационная маржа), руб./контракт	Операции, осуществляемые клиринговым центром РТС
01.06. 15:38	10 505	Покупка фьючерсного контракта MB3-9.05, внесение гарантийного обеспечения в размере 1 050 руб.	-1 050,5	Резервирование средств гарантийного обеспечения
01.06. 18:45	10 510	—	+5	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
02.06.	10 524	—	+14	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи

Окончание				
Дата, время	Цена фьючерсного контракта, руб.	Операции, осуществляемые трейдером	Гарантийное обеспечение (вариационная маржа), руб./контракт	Операции, осуществляемые клиринговым центром РТС
03.06.	10 530	—	+6	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
06.06.	10 560	—	+30	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
07.06.	10 585	—	+25	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
08.06.	10 625	—	+40	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
09.06. 11:05	10 605	Продажа фьючерсного контракта MB3-9.05	-20 +1 050,5	Списание со счета трейдера отрицательной вариационной маржи Высвобождение зарезервированных средств гарантийного обеспечения
ИТОГ	Доход от операции составил: $-1\,050,5 + 5 + 14 + 6 + 30 + 25 + 40 - 20 + 1\,050,5 = 10\,605 - 10\,505 = 100$ руб./контракт = 360% годовых			

Далее рассмотрим механизм ценообразования на фьючерсные контракты. Существует две разновидности цен:

1) *рыночные* выявляются в ходе торгов под воздействием спроса и предложения на конкретный фьючерсный контракт;

2) *теоретические справедливые (идеальные)* вычисляются по установленным математическим формулам:

А) Теоретическая цена фьючерса на физический актив

$$C_f = C_a \left(1 + (r + p) \frac{d}{360} \right),$$

где C_f — учитывает прирост стоимости капитального актива и затраты инвестора, связанные с хранением, страховкой, транспортировкой актива и т.п.;

- Π_a — цена физического актива на спот-рынке;
 r — годовая рыночная процентная ставка (в долях единицы);
 p — расходы на хранение, страховку, транспортировку базисного актива, выраженные в процентах годовых в цене базисного актива (берется в долях);
 d — период в днях, оставшихся до момента окончания фьючерса.

Б) Теоретическая цена фьючерса на фондовый актив (акции)

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a \left(1 + (r - g) \frac{d}{360} \right),$$

- где Π_a — текущая рыночная цена акции;
 g — доходность или годовой доход, выплачиваемый на актив (в долях единицы).

В) Теоретическая цена фьючерса на валютный актив

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a \times \frac{1 + r_p \frac{d}{360}}{1 + r_a \frac{d}{360}},$$

- где Π_a — текущий валютный курс на спот-рынке;
 r_p — банковская процентная ставка по рублевым депозитам;
 r_a — банковская процентная ставка по валютным депозитам;
 d — число дней, оставшихся до окончания срока действия контракта.

Таким образом, качественный подход к образованию справедливой теоретической цены на фьючерсы состоит в том, что торговцу должны быть равновыгодны две противоположные рыночные стратегии:

1) купить актив сейчас, нести определенные затраты по его хранению и жертвовать неполученным процентным доходом из-за того, что деньги «затарены» в этом активе; но при этом, если возможно, получать доход от пользования этим активом (например, получать дивиденды по акциям). И только затем, по истечении определенного промежутка времени, продать этот актив;

2) купить актив, когда он потребуется, но не раньше, т.е. через определенный промежуток времени, но уже по фьючерсной цене.

Формула описывает обе эти стратегии:

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a + P + \Pi - D,$$

- где P — капитальные расходы, связанные с владением этим активом;
 Π — упущенная выгода, прежде всего в форме неполученного процентного дохода по депозиту;
 D — полученная выгода за время обладания биржевым активом.

Рассмотрим *биржевые стратегии* с использованием фьючерсов.

1. Хеджирование — целью является минимизация (избежание риска) потерь от неблагоприятного изменения цены актива, которым лицо уже владеет или только собирается купить.

Покупатель актива страхует от потенциального повышения цен на базисный актив путем покупки фьючерсного контракта

Продавец актива страхует от потенциального понижения цен на базисный актив путем продажи фьючерсного контракта.

Суть стратегии хеджирования заключается в открытии, а затем через какой-то период — в закрытии фьючерсной позиции. Эти действия в отличие от спекуляции обязательно сопровождаются совершением реальной сделки с хеджируемым активом.

1.1. Хеджирование от возможного снижения цены базисного актива — хедж продавца — короткий хедж.

1.1.1. Фьючерсно-спотовое хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
В будущем хеджер собирается продать актив, рыночная спот-цена которого сегодня X , и желает сделать это по данной или близкой к ней цене	По прошествии определенного времени хеджер продает актив на первичном рынке по цене $X - b$ (актив подешевел, как и опасался хеджер)
Продает сегодня фьючерс на этот актив по цене $X + a$	Не дожидаясь окончания срока фьючерсного контракта, хеджер закрывает его офсетной сделкой, покупая фьючерс по цене $(X - b) + c$

Итог:

а) на базисном рынке имеем убыток b ед., так как продали на b ед. дешевле, чем это могли сделать в ситуации на начало хеджирования;

б) на фьючерсном рынке $F_{\text{прод}} - F_{\text{пок}} = (X + a) - ((X - b) + c) = X + a - X + b - c = a + b - c$;

в) всего: $-b + a + b - c = a - c$,

если $a > c$, то мы не только полностью захеджировали свой риск от понижения цены базисного актива, но и получили спекулятивную прибыль от использования благоприятной рыночной конъюнктуры,

если $a = c$, то мы просто захеджировали свой риск,

если $a < c$, то мы лишь частично уменьшили свои потери от неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры.

1.1.2. Форвардное хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
Хеджер имеет акцию и хочет ее продать через определенное время, однако опасается, что на момент продажи она подешевеет	Наступает срок исполнения фьючерсного контракта, и хеджер продает бирже акцию по контракту по цене X
Продает сегодня фьючерс на этот актив по цене X	

Итог: хеджер получил запланированный доход в размере X ед.

Варианты:

а) если цены на базисный актив к моменту истечения срока действия фьючерсного контракта действительно упали, то хеджер не только застраховал себя, но и получил дополнительный доход;

б) если цены на **спот-рынке** не упали или возросли, то хеджер проиграл, однако в результате все-таки была исключена неопределенность из его финансового планирования: он в запланированное время получил запланированный размер денежных поступлений за актив.

1.1.3. Фьючерсно-форвардное хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
В будущем хеджер собирается продать актив, фьючерсная цена которого в настоящий момент составляет X ед., и он хотел бы сделать это именно по данной или близкой к ней цене	Наступил срок исполнения фьючерсного контракта. Однако хеджеру невыгодно производить поставку базисного актива через биржу, так как в этом случае он несет высокие затраты по транспортировке товара на биржевой склад
Хеджер продает фьючер на хеджируемый актив по цене X ед.	Хеджер продает свой актив на спот-рынке по цене $X - b$. Закрывает фьючерсную позицию офсетной сделкой путем покупки фьючерсного контракта на хеджируемый актив по цене $X - c$

Итог:

а) на спот-рынке убыток составляет b ед., так как продали на b ед. дешевле, чем могли в момент начала хеджирования;

б) на фьючерсном рынке результат $F_{\text{прод}} - F_{\text{пок}} = X - X + c = c$;

в) всего: $c - b$,

если $c > b$, то удалось не только застраховаться, но и получить дополнительную спекулятивную прибыль,

если $c = b$, то удалось просто захеджироваться,

если $c < b$, то удалось частично уменьшить свои потери от неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры.

1.2. Хеджирование от возможного повышения цены базисного актива — хедж покупателя — длинный хедж.

1.2.1. Фьючерсно-спотовое хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
В будущем хеджер собирается купить актив, рыночная спот-цена которого сегодня X , и желает сделать это по существующей или близкой к ней цене	По прошествии определенного времени хеджер покупает актив на первичном рынке по цене $X + b$ (актив подорожал, как и опасался хеджер)
Покупает сегодня фьючерс на этот актив по цене $X + a$	Не дожидаясь окончания срока фьючерсного контракта, хеджер закрывает его офсетной сделкой, продавая фьючерс по цене $(X + b) + c$

Итог:

а) на базисном рынке имеем убыток b ед., так как купили на b ед. дороже, чем это могли сделать в ситуации на начало хеджирования;

б) на фьючерсном рынке $F_{\text{прод}} - F_{\text{пок}} = ((X + b) + c) - (X + a) = X + b + c - X - a = b + c - a$;

в) всего: $-b + b + c - a = c - a$,

если $c > a$, то удалось не только полностью захеджировать свой риск от повышения цены базисного актива, но и получить спекулятивную прибыль от использования благоприятной рыночной конъюнктуры,

если $a = c$, то удалось просто захеджировать свой риск,

если $c < a$, то удалось лишь частично уменьшить свои потери от неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры.

1.2.2. Форвардное хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
Хеджер собирается через определенное время купить акцию, фьючерсная цена которой сегодня составляет X ед., и он хотел бы сделать это именно по существующей или близкой к ней цене	Наступает срок исполнения фьючерсного контракта, и хеджер покупает у биржи акцию по контракту по цене X
Покупает сегодня фьючерс на этот актив по цене X	

Итог: хеджер истратил на покупку запланированный объем средств в размере X ед.

Варианты:

а) если цены на базисный актив к моменту истечения срока действия фьючерсного контракта действительно возросли, то хеджер не только застраховал себя, но и получил дополнительный доход;

б) если цены на **спот-рынке** не возросли или упали, то хеджер проиграл, однако, в результате все-таки была исключена неопределенность из его финансового планирования: он в запланированное время потратил запланированную величину денежных средств на приобретение актива.

1.2.3. Фьючерсно-форвардное хеджирование.

Начало хеджирования	Окончание хеджирования
В будущем хеджер собирается купить актив, фьючерсная цена которого в настоящий момент составляет X ед., и он хотел бы сделать это именно по существующей или близкой к ней цене	Наступил срок исполнения фьючерсного контракта. Однако хеджеру невыгодно принимать поставку базисного актива от биржи, так как в этом случае он несет высокие затраты по транспортировке товара с биржевого склада (или терпит иные затраты)
Хеджер покупает фьючерс на хеджируемый актив по цене X ед.	Хеджер покупает свой актив на спот-рынке по цене $X + b$. Закрывает фьючерсную позицию офсетной сделкой путем продажи фьючерсного контракта на хеджируемый актив по цене $X + c$

Итог:

а) на спот-рынке убыток составляет b ед., так как покупка сделана на b ед. дороже, чем могла быть совершена в момент начала хеджирования;

б) на фьючерсном рынке результат $F_{\text{прод}} - F_{\text{пок}} = X + c - X = c$;

в) всего: $c - b$,

если $c > b$, то удалось не только застраховаться, но и получить дополнительную спекулятивную прибыль,

если $c = b$, то удалось просто захеджироваться,

если $c < b$, то удалось лишь частично уменьшить свои потери от неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры.

Вывод: таким образом, результаты хеджирования во многом зависят от соотношения фьючерсных и спотовых цен на базисный актив.

Пусть F — фьючерсная цена актива, S — спотовая цена актива, B — базис — разница между фьючерсными и спотовыми ценами равна $F - S$, $B_0 = F_0 - S_0$ — базис на начало хеджирования, $B_1 = F_1 - S_1$ — базис на

конец хеджирования. Общие выводы о зависимости результатов хеджирования представлены в табл. 5.3.

Таблица 5.3

Взаимосвязь базиса и результатов хеджирования

1. Динамика цен понижательная	Страхование от падения спотовых цен путем продажи фьючерсного контракта по цене F_0	F падает быстрее, чем $S \Rightarrow$ базис уменьшается $B_1 < B_0 \Rightarrow B_0 - B_1 > 0$	Общая выручка составит: $S_1 + (F_0 - F_1) = S_1 + B_0 + S_0 - B_1 - S_1 = B_0 - B_1 + S_0$	Хеджер не только компенсировал падение цен, но и получил дополнительную прибыль в размере $B_0 - B_1$
2. Динамика цен понижательная	Страхование от падения спотовых цен путем продажи фьючерсного контракта по цене F_0	F падает медленнее, чем $S \Rightarrow$ базис возрастает, т.е. $B_1 > B_0 \Rightarrow B_0 - B_1 < 0$	Общая выручка составит: $S_1 + (F_0 - F_1) = S_1 + B_0 + S_0 - B_1 - S_1 = B_0 - B_1 + S_0$	Хеджеру удалось только частично сократить потери от снижения цен на базисный актив
3. Динамика цен возрастающая	Страхование от роста спотовых цен путем покупки фьючерсного контракта по цене F_0	F растет медленнее, чем $S \Rightarrow$ базис уменьшается $B_1 < B_0 \Rightarrow B_0 - B_1 > 0$	Совокупные затраты составят: $S_1 - (F_1 - F_0) = S_1 - B_1 - S_1 + B_0 + S_0 = S_0 + (B_0 - B_1)$	Хеджеру удалось частично сократить свои потери от увеличения спот-цен
4. Динамика цен возрастающая	Страхование от роста спотовых цен путем покупки фьючерсного контракта по цене F_0	F растет быстрее, чем $S \Rightarrow$ базис увеличивается $B_1 > B_0 \Rightarrow B_0 - B_1 < 0$	Совокупные затраты составят: $S_1 - (F_1 - F_0) = S_1 - B_1 - S_1 + B_0 + S_0 = S_0 + (B_0 - B_1)$	Хеджер не только застраховался от повышения спотовых цен, но и получил прибыль от сложившейся рыночной конъюнктуры

2. *Спекуляция* — это способ увеличения капитала, минуя собственно процесс производства прибавочной стоимости или минуя фазу его производительного применения; рыночная деятельность, цель которой — получение прибыли в виде разницы в ценах во времени, в пространстве и на разные виды активов.

Фьючерсный рынок расширяет возможности для спекуляции, поскольку он позволяет осуществлять не только действия по схеме «купить, а затем продать», но и в противоположном направлении: сначала продать по рыночной цене, а затем купить по более низкой цене.

Это возможно благодаря тому, что, с одной стороны, на фьючерсном рынке происходит купля-продажа контрактов, а не самих товаров, и чтобы продать фьючерс, совсем не обязательно иметь в наличии актив, на который заключается контракт; с другой стороны, покупка фьючерса совсем не то же самое, что покупка реального актива, ибо в первом случае спекулянт уплачивает лишь **маржевые** сборы (несколько центов от стоимости контракта), во втором — он должен оплатить всю стоимость товара или актива.

Экономическое значение спекуляции:

1) спекулянты образуют самую многочисленную группу участников рынка. Это в свою очередь повышает количественные и качественные характеристики соответствующего рынка:

- повышается ликвидность фьючерсных контрактов, облегчается торговля ими (заключение новых фьючерсных контрактов) благодаря росту числа продавцов и покупателей;
- возрастают объемы обращающегося капитала в форме заключаемых фьючерсных контрактов;

2) спекулятивная деятельность способствует выравниванию спроса и предложения на рынке, следовательно, и формированию представительных, общепризнанных национальных и мировых рыночных цен;

3) спекуляция на фьючерсном рынке неразрывно связана с хеджированием, предпосылкой которого она является.

На фьючерсном рынке запрещаются спекулятивные операции, связанные с целенаправленным воздействием на рыночные цены теми или иными способами одного спекулянта или группы спекулянтов (участников рынка), или, другими словами, запрещается *манипулирование ценами*.

Наиболее характерные способы манипулирования ценами следующие:

- искусственное изменение динамики рыночных цен информационным путем, например распространение соответствующих слухов, организация утечки неверной информации;
- воздействие на цены путем заключения псевдосделок, когда одно и то же лицо через подставные фирмы само себе продает и покупает контракты, вызывая нужное ему изменение цен на рынке;
- воздействие на цены тайной группой лиц, которые проводят единую политику цен на рынке в благоприятном для себя направлении;
- тайная скупка контрактов (активов) одной компанией (группой компаний), чтобы в будущем заставить владельцев открытых позиций на продажу закрывать их обратной сделкой по более высоким

ценам; такая ситуация на рынке называется «корнер», т.е. владельцев открытых позиций «загоняют в угол».

Общие правила спекулятивной торговли:

- ограничение торговли несколькими видами фьючерсных контрактов — рекомендуется одновременно торговать не более чем тремя разными контрактами, так как иначе торговец может не успевать отслеживать изменения цен на рынках. Это правило может корректироваться с учетом технической оснащенности торговца, использования им компьютерных систем автоматизированной торговли и т.п.;
- установление минимально приемлемых размеров получаемой прибыли и максимально возможных (допустимых) потерь, убытков при осуществлении спекулятивных операций;
- разграничение собственного капитала на рисковый, который может быть задействован в спекулятивной деятельности, и резервный, который не будет использован для текущих торговых операций;
- новых открытых спекулятивных позиций должно быть меньше числа уже имеющихся открытых позиций и т.п.

Стратегии спекулятивной торговли:

1. *Простая спекулятивная стратегия*: открытие одной или нескольких одинаковых позиции на продажу (на покупку) и в последующем закрытие их обратными сделками, когда спекулянт сочтет это необходимым сделать, чтобы получить желаемую им величину прибыли или минимизировать убыток в случае ошибочности его прогноза.

Пример 5.7. «Длинная» позиция.

Треjder (управляющий портфелем облигаций) ожидает падения процентных ставок на долговом рынке и хочет на этом сыграть (табл. 5.4 и 5.5).

Таблица 5.4

Начальные условия	
Дата открытия «длинной» позиции	1 июня 2005 г.
Цена 36-го выпуска облигаций Москвы на спот-рынке	107,5% от номинала
Доходность к погашению 36-го выпуска облигаций Москвы на спот-рынке	7,68% годовых
Дата открытия «длинной» позиции	1 июня 2005 г.
Прогноз состояния рынка	Падение процентных ставок
Цена фьючерса на облигации Москвы с исполнением в сентябре (МВЗ-9.05); в одном контракте десять облигаций	10 505 руб./контракт
Гарантийное обеспечение (начальная маржа) по фьючерсу МВЗ-9.05	1 050,5 руб./контракт

Таблица 5.5

Операции трейдера и движение средств при игре на падении ставок

Дата, время	Цена фьючерсного контракта, руб.	Операции, осуществляемые трейдером	Гарантийное обеспечение (вариационная маржа), руб./контракт	Операции, осуществляемые клиринговым центром РТС
01.06. 15:38	10 505	Покупка фьючерсного контракта MB3-9. 05, внесение гарантийного обеспечения в размере 1 050 руб.	-1 050,5	Резервирование средств гарантийного обеспечения
01.06. 18:45	10 510	—	+5	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
02.06.	10 524	—	+14	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
03.06.	10 530	—	+6	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
06.06.	10 560	—	+30	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
07.06.	10 585	—	+25	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
08.06.	10 625	—	+40	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
09.06. 11:05	10 605	Продажа фьючерсного контракта MB3-9. 05	-20 +1 050,5	Списание со счета трейдера отрицательной вариационной маржи Высвобождение зарезервированных средств гарантийного обеспечения

Доход от операции составил: $-1050,5 + 5 + 14 + 6 + 30 + 25 + 40 - 20 + 1050,5 = 10\ 605 - 10\ 505 = 100$ руб./контракт = 345,4 % годовых.

Для проведения аналогичной операции на спот-рынке потребовалось бы на порядок больше средств. Стоимость пакета из 10 облигаций составила на момент открытия «длинной» позиции $(1075,2 + 45,75) \times 10 =$

= 11 209,5 руб. (эквивалент одного фьючерсного контракта), где 45,75 руб. — накопленный купонный доход.

При игре на падение процентных ставок на спот-рынке за этот же период — с 1 по 9 июня — трейдер мог бы заработать 71 руб. на 10 облигаций (эквивалент одного фьючерса), и доходность такой операции составила бы 22,98% годовых.

Таким образом, за счет меньшего объема отвлекаемых средств игра на понижение процентных ставок более выгодна на срочном, чем на спот-рынке.

На рисунке 5.4 показан график прибылей и убытков покупателя фьючерса на облигации Москвы в зависимости от цены облигации ко дню исполнения контракта.

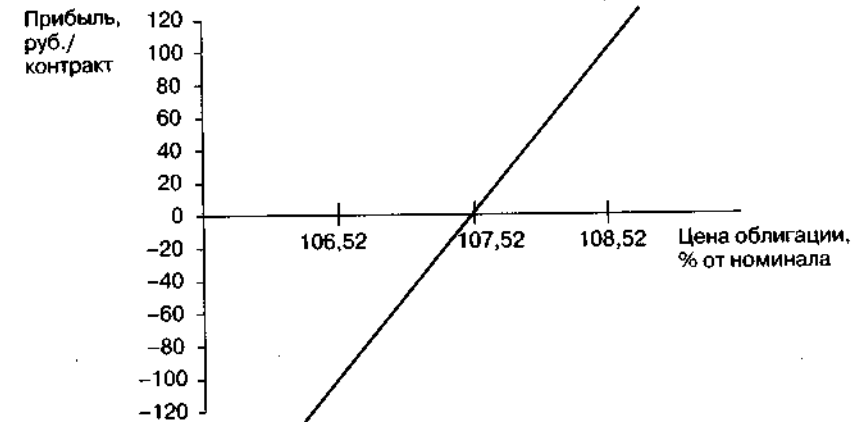


Рис. 5.4. Прибыли и убытки покупателя фьючерса на облигации Москвы в зависимости от цены облигации ко дню исполнения контракта

Пример 5.8. «Короткая» позиция.

Трейдер (управляющий портфелем облигаций) ожидает роста процентных ставок на долговом рынке и хочет на этом сыграть (табл. 5.6 и 5.7).

Таблица 5.6

Начальные условия	
Дата открытия «короткой» позиции	08.06.2005
Цена 29-го выпуска облигаций Москвы на спот-рынке	108,01% от номинала
Доходность к погашению 29-го выпуска облигаций Москвы на спот-рынке	7,11% годовых
Прогноз состояния рынка	Рост процентных ставок

Окончание	
Цена фьючерса на облигации Москвы с исполнением в сентябре (МВЗ-9.05); в одном контракте 10 облигаций	10 625 руб./контракт
Гарантийное обеспечение (начальная маржа) по фьючерсу МВЗ-9.05	1 062,5 руб./контракт

Таблица 5.7

Операции трейдера и движение средств при игре на росте ставок				
Дата, время	Цена фьючерсного контракта, руб.	Операции, осуществляемые трейдером	Гарантийное обеспечение (вариационная маржа), руб./контракт	Операции, осуществляемые клиринговым центром РТС
08.06. 18:44	10 625	Продажа фьючерсного контракта МВЗ-9.05, внесение гарантийного обеспечения в размере 1 062,5 руб.	-1 062,5	Резервирование средств гарантийного обеспечения
08.06. 18:45	10 625	—	0	
09.06.	10 595	—	+30	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
10.06.	10 598	—	-3	Списание со счета трейдера отрицательной вариационной маржи
14.06.	10 581	—	+17	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
15.06.	10 560	—	+21	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи
16.06.	10 575	—	-15	Списание со счета трейдера отрицательной вариационной маржи
17.06. 11:05	10 565	Покупка фьючерсного контракта МВЗ-9.05	+10 +1 062,5	Начисление трейдеру положительной вариационной маржи Высвобождение зарезервированных средств гарантийного обеспечения

Доход от операции составил: $-1062,5 + 0 + 30 - 3 + 17 + 21 - 5 + 10 + 1062,5 = 10\ 625 - 10\ 565 = 60$ руб./контракт = 360% годовых.

На рисунке 5.5 показан график прибылей и убытков продавца фьючерса на облигации Москвы в зависимости от цены облигации ко дню исполнения контракта.

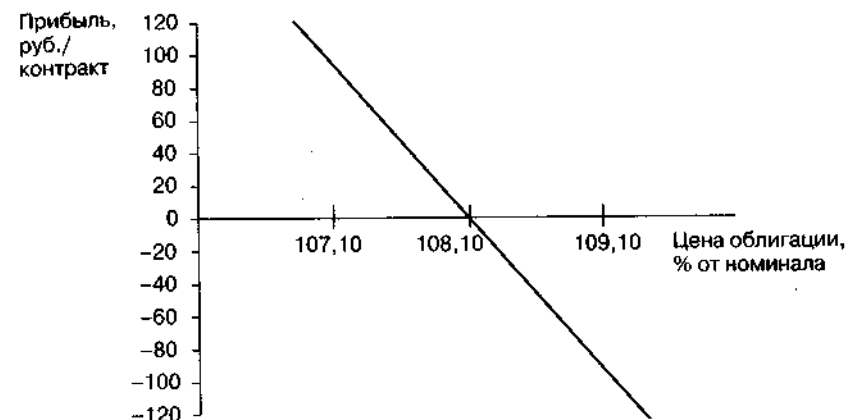


Рис. 5.5. Прибыли и убытки продавца фьючерса на облигации Москвы в зависимости от цены облигации ко дню исполнения контракта

Для проведения аналогичной операции на спот-рынке потребовалось бы в 10 раз больше средств. Стоимость пакета из 10 облигаций на момент открытия «короткой» позиции составляла $(1080,1 + 0,82) \times 10 = 10\ 809,2$ руб. (эквивалент одного фьючерсного контракта), где 0,82 руб. — накопленный купонный доход.

При игре на повышение процентных ставок на спот-рынке за тот же период — с 8 по 17 июня — трейдер мог заработать 11,3 руб. на 10 облигациях (эквивалент одного фьючерса). Таким образом, уменьшая объем используемых средств при операциях на срочном рынке, можно добиться значительно большей доходности, чем на спот-рынке.

3. *Арбитраж* — получение безрисковой прибыли от игры на разнице в ценах фьючерсных контрактов и взаимосвязанных с ними базисных активов. Арбитражеры — это своего рода спекулянты между базисным рынком и фьючерсным рынком.

Если $P_{\text{фьюч.тек}} > P_{\text{тек.спот-актива}}$ (ситуация *контанго*), то арбитражеры будут покупать базисный актив и продавать фьючерсные контракты.

Если $P_{\text{фьюч.тек}} < P_{\text{тек.спот-актива}}$ (ситуация *бэквордэйшен*), то арбитражеры будут покупать фьючерсные контракты и продавать базисный актив.

5.3. СВОБОДНООБРАЩАЮЩИЙСЯ, ИЛИ БИРЖЕВОЙ ОПЦИОННЫЙ, КОНТРАКТ (БИРЖЕВОЙ ОПЦИОН)

Свободнообращающийся опционный контракт (биржевой опцион) — это стандартизированный биржевой договор, дающий своему покупателю право выбора — **заключать** сделку с базовым активом или **отказаться** от нее.

За право этого выбора **покупатель платит** определенную цену, называемую **премией**. Премия — это цена опциона. **Премия получает продавец** опциона за то, что он исполняет требования покупателя.

Принципиальная разница между покупателем и продавцом опционов состоит в том, что **продавец** опциона (тот, кто выписывает опционы) **обязан** делать то, что приказывает ему покупатель опционов, в то время как **покупатель** *волен выбирать*, исполнять опцион или нет.

Покупатель называется **держателем** опциона.

Продавец называется **надписателем** опциона.

Цена, зафиксированная в опционном контракте, называется **ценой исполнения**, или **страйком**.

Конкретный день, до или в который покупатель биржевого опциона имеет право заявить о своем требовании исполнить опцион, а продавец обязан выполнить это требование, называется **датой экспирации**.

5.3.1. Классификация опционных контрактов

По дате исполнения (экспирации):

- американский опцион (исполнение на любую дату до даты экспирации включительно);
- европейский опцион (исполнение на конкретную дату экспирации).

По виду исходного актива:

- товарный;
- валютный;
- фондовый;
- процентный;
- индексный фьючерсный.

По виду права выбора:

- опцион на покупку, или кол;
- опцион на продажу, или пут (рис. 5.6).

В зависимости от соотношения цены страйк и рыночной цены:

- опцион «при деньгах» (*in the money* — **ИТМ-опцион**) — обладает внутренней стоимостью;

- опцион «за деньги» (*at the money* — ЛГМ-опцион) — цена страйк равна рыночной цене;
- опцион «без денег» (*out of the money* — ОГМ-опцион) — опцион, не имеющий внутренней стоимости.

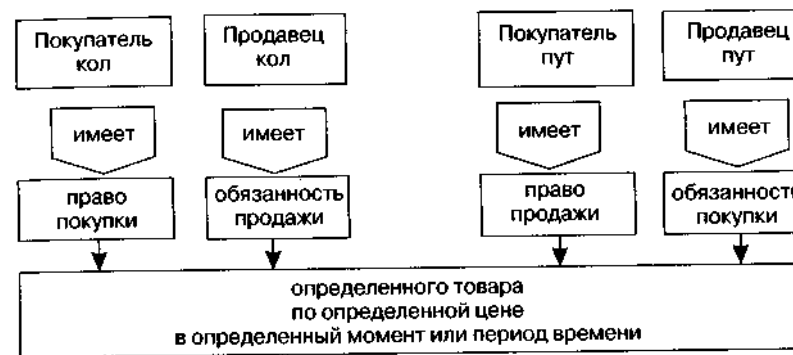


Рис. 5.6. Классификация биржевых опционов по виду права выбора

5.3.2. Понятие и сущность цены биржевого опциона

Цена биржевого опциона — это его премия или та сумма денег, которую покупатель опциона платит его продавцу. Премия есть рыночная цена, она складывается под воздействием имеющихся на рынке спроса и предложения.

Цена биржевого опциона раскладывается на две составляющие: на внутреннюю стоимость и на временную стоимость.

Внутренняя стоимость кол (C_k) = $C_a - C_{st}$

где C_a — текущая рыночная цена актива;

C_{st} — цена исполнения (страйк).

$C_a > C_{st} \Rightarrow$ опцион «при деньгах» (*in the money* — **ИТМ-опцион**); его немедленное исполнение позволяет покупателю кола получить прибыль: купить у продавца опциона актив по цене исполнения, а затем продать его на первичном рынке актива по текущей рыночной цене, которая выше, чем страйк.

$C_a \approx C_{st} \Rightarrow$ опцион нулевой (*at the money* — **АТМ-опцион**).

$C_a < C_{st} \Rightarrow$ опцион «без денег» (*out of the money* — **ОГМ-опцион**).

Внутренняя стоимость пут (C_p) = $C_{st} - C_a$

$C_{st} > C_a \Rightarrow$ опцион «при деньгах» (*in the money* — **ИТМ-опцион**); его немедленное исполнение позволяет покупателю пута получить прибыль: сначала купить актив на первичном рынке по текущей рыноч-

ной цене, которая ниже, чем страйк, а затем продать этот актив продавцу опциона пут по цене страйк.

$\Pi_{\text{н}} \approx \Pi_{\text{а}} \Rightarrow$ опцион нулевой (*at the money* – АТМ-опцион).

$\Pi_{\text{н}} < \Pi_{\text{а}} \Rightarrow$ опцион «без денег» (*out of the money* – ОТМ-опцион).

Временная стоимость биржевого опциона = π – Внутренняя стоимость.

Если внутренняя стоимость < 0 , временная стоимость = π .

Временная стоимость – это часть цены, уплаченная за право заработать деньги: вы платите цену за время, в течение которого есть возможность заработать. Временная стоимость уменьшается (амортизируется) с течением времени, т.е. с приближением даты экспирации. Это объясняется тем, что временная стоимость отражает вероятностный уровень колеблемости цен на актив опциона или уровень рыночного риска этого актива.

Относительно премии опционов кол и пут применительно понятие ее *верхней и нижней границы*.

5.3.3. Верхняя граница опциона кол

Верхняя граница премии опционов кол в любой момент времени действия контракта не должна быть выше спот-цены базисного актива. В том случае, если на акцию выплачивается дивиденд, то верхняя граница должна быть уменьшена на величину продисконтированного дивиденда, т.е.

$$\pi_{\text{max кол}} = \Pi_{\text{а}} - \frac{\text{Дивиденд}}{1 + r \times \frac{t}{12}},$$

где $\Pi_{\text{а}}$ – спот-цена базисного актива;

t – срок (в месяцах), через который произойдет выплата дивиденда.

При нарушении этого условия инвестор может совершить арбитражную операцию: он купит актив и выпишет на нее опцион.

Пример 5.9. Цена спот-акции – 100 руб., ставка без риска – 10% годовых. По акции через три месяца выплачивается дивиденд в размере 8 руб. Определить верхнюю границу премии трехмесячного европейского опциона кол на эту акцию с ценой исполнения 50 руб., если дивиденд на акцию выплачивается перед моментом истечения опциона.

Решение:

$$\pi_{\text{max кол}} = 100 - \frac{8}{1 + 0,10 \times \frac{3}{12}} = 92,2.$$

5.3.4. Верхняя граница опциона пут

К моменту истечения срока действия контракта *опцион пут должен стоить не больше цены исполнения*. Поэтому в момент его приобретения он должен стоить меньше приведенной стоимости цены исполнения. В противном случае инвестор может получить прибыль, выписав опцион и разместив сумму премии под процент без риска на период действия контракта.

$$\pi_{\text{max пут}} \leq \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \times \frac{t}{12}},$$

где $\Pi_{\text{и}}$ – цена исполнения;

t – срок действия фьючерсного контракта.

5.3.5. Нижняя граница премии опциона кол

Нижняя граница премии опциона кол на акции, по которым не выплачиваются дивиденды, составляет:

$$\pi_{\text{min кол}} = \Pi_{\text{а}} - \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \times \frac{t}{12}},$$

где t – срок (в месяцах) действия опционного контракта;

r – рыночная процентная ставка периода t .

В том случае, если за период действия опционного контракта на акцию выплачивается дивиденд, то его дисконтируют и наряду с продисконтированной ценой исполнения вычитают из спот-цены базисного актива:

$$\pi_{\text{min кол}} = \Pi_{\text{а}} - \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \times \frac{t}{12}} - \frac{\text{Дивиденд}}{1 + r \times \frac{t_1}{12}},$$

где t_1 – срок в месяцах, через который произойдет выплата дивидендов.

Пример 5.10. Цена спот-акции – 105 руб., цена исполнения – 100 руб., ставка без риска для 65 дней – 8% годовых. В последний день действия контракта на акцию выплачивается дивиденд в размере 2 руб.

Определить нижнюю границу премии европейского опциона кол, который заключается на 65 дней. Финансовый год равен 365 дням.

Решение:

$$\pi_{\text{min кол}} = 105 - \frac{100}{1 + 0,08 \times \frac{65}{365}} - \frac{2}{1 + 0,08 \times \frac{65}{365}} = 4,43.$$

5.3.6. Нижняя граница премии опциона пут

Нижняя граница премии опциона пут на акции, по которым не выплачивается дивиденд, равна:

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{C_n}{1 + r \times \frac{t}{12}} - C_a,$$

где C_n — цена исполнения;

C_a — спот-цена базисного актива;

t — период действия фьючерсного контракта.

В том случае, если за период действия опционного контракта на акцию выплачивается дивиденд, спот-цену акции уменьшают на величину продисконтированного дивиденда:

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{C_n}{1 + r \times \frac{t}{12}} - \left(C_a - \frac{\text{Дивиденд}}{1 + r \times \frac{t_1}{12}} \right),$$

где t_1 — срок (в месяцах), через который произойдет выплата дивидендов.

Пример 5.11. Цена спот-акции — 95 руб., на акцию через 60 дней выплачивается дивиденд в размере 3 руб., ставка без риска — 10% годовых. Европейский опцион пут на акцию с ценой исполнения 100 руб. истекает через 90 дней. Определить нижнюю границу премии опциона. База — 365 дней.

Решение:

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{100}{1 + 0,10 \times \frac{90}{365}} - \left(95 - \frac{3}{1 + 0,10 \times \frac{60}{365}} \right) = 5,54.$$

Особенности цены опциона:

- премия по колу и путу возрастает с отдалением срока поставки;
- премия по колу уменьшается с увеличением цены исполнения, а премия по путу увеличивается с увеличением цены исполнения;
- премия по колу связана с премией по путу через следующее теоретическое равенство для одного и того же актива с одинаковой датой экспирации и одинаковой ценой страйк:

$$C - P = C_a - \frac{C_n}{(1+r)^t} - \frac{d}{(1+r)^{t_0}},$$

где C — премия по колу;

P — премия по путу;

C_a — текущая рыночная цена базового актива (акции);

C_n — единая цена исполнения опционов кол и пут;

r — безрисковая ставка процента;

d — доход, приносимый ценной бумагой за время действия опциона;

t — время, оставшееся до окончания срока действия фьючерсного контракта;

t_0 — время до выплаты дохода по ценной бумаге.

5.3.7. Базисные стратегии на рынке опционных контрактов

1. Покупка кола (длинный кол) — покупка права на покупку актива по установленной цене $C_n = 100$ руб., $\pi = 5$ руб. (рис. 5.7).

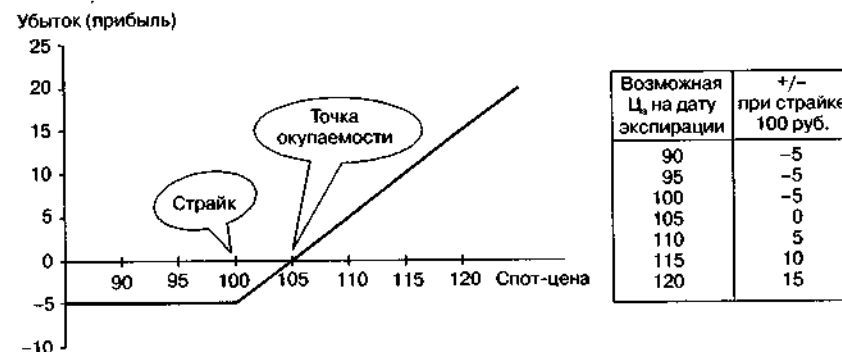


Рис. 5.7. Длинный кол

Прибыль (убыток) = Выручка от продажи — Затраты по покупке.

Прибыль (убыток) = $C_a - (C_n + \pi)$.

Выводы: *макс риск* — величина π ; *макс доход* — неограничен; *нулевая точка* — $(C_n + \pi)$; *область применения* — хеджирование от роста цен на базисный актив.

2. Продажа кола (короткий кол) — принятие обязанности продажи актива по требованию нашего контрагента (покупателя кола = держателя кола) за премию. $C_n = 100$ руб., $\pi = 5$ руб. (рис. 5.8).

Прибыль (убыток) = Выручка от продажи — Затраты по покупке.

Прибыль (убыток) = $(C_n + \pi) - C_a$.

Выводы: *макс риск* — неограничен; *макс доход* — величина π ; *нулевая точка* — $(C_n + \pi)$; *область применения* — в качестве одиночной самостоятельной стратегии не используется.

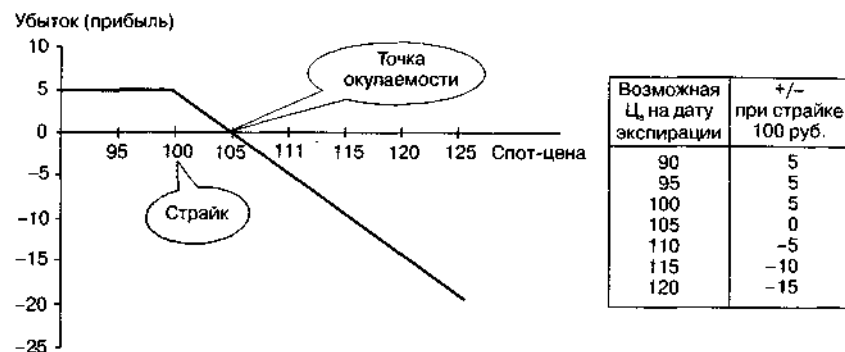


Рис. 5.8. Короткий кол

3. Покупка пута (длинный пут) — покупка права продать базисный актив по установленной цене или отказаться от сделки, если продажа невыгодна. $C_u = 100$ руб., $\pi = 5$ руб. (рис. 5.9).

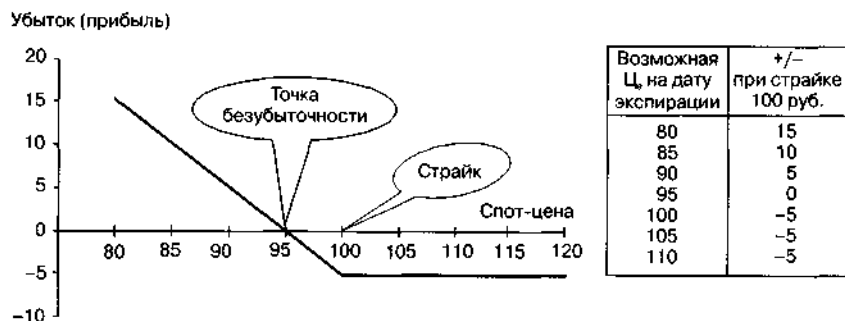


Рис. 5.9. Длинный пут

Прибыль (убыток) = Выручка от продажи - Затраты по покупке.
 Прибыль (убыток) = $C_u - (C_d + \pi)$.

Выводы: *max* риск — величина π ; *max* доход — неограничен; *нулевая точка* — $(C_u - \pi)$; *область применения* — страхование от падения цен на базисный актив. Кроме того, эта сделка *выгодна для участника, играющего на понижение, который хочет тем не менее ограничить свои потенциальные риски*.

4. Продажа пута (короткий пут) — за премию принимается обязанность купить базовый актив по цене страйк, если контрагент этого пожелает. $C_u = 100$ руб., $\pi = 5$ руб. (рис. 5.10).

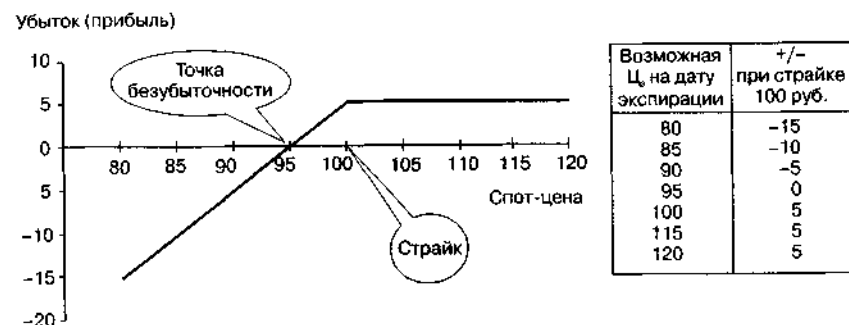


Рис. 5.10. Короткий пут

Прибыль (убыток) = Выручка от продажи - Затраты по покупке.
 Прибыль (убыток) = $(C_d + \pi) - C_u$.

Выводы: *max* риск — неограничен; *max* доход — π ; *нулевая точка* — $(C_u - \pi)$; *область применения* — в случае ожидания малой подвижности цен на рынке актива.

С помощью базисных опционных стратегий возможно построение так называемых синтетических стратегий.

Синтетический длинный кол — Покупка опциона пут + Покупка акции (рис. 5.11).

Например,

$$C_u = 100 \text{ руб.}, \pi = 5 \text{ руб.}$$

Синтетический длинный пут — покупка опциона кол + продажа акции.

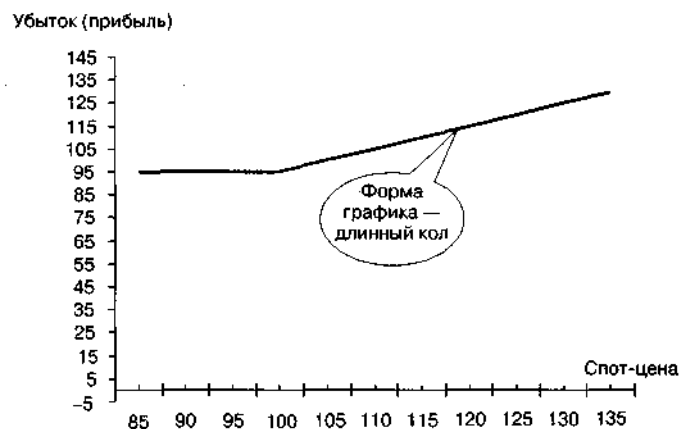
Синтетический короткий кол — продажа опциона пут + продажа акции.

Синтетический короткий пут — продажа опциона кол + покупка акции.

Синтетический фьючерс — комбинация кол- и пут-опционов.

Синтетическая длинная фьючерсная позиция образуется комбинацией длинных кол-опционов и коротких пут-опционов с одними и теми же сроками истечения и ценами исполнения.

Синтетическая короткая фьючерсная позиция образуется комбинацией длинных пут-опционов и коротких кол-опционов с одними и теми же сроками истечения и ценами исполнения.



Возможная Ц, на дату экспирации	Результат опциона при страйке 100 руб.	Результат от продажи акции	Итоговый результат
80	15	80	95
85	10	85	95
90	5	90	95
95	0	95	95
100	-5	100	95
105	-5	105	100
110	-5	110	105
115	-5	115	110
120	-5	120	115

Рис. 5.11. Синтетический длинный кол

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Как называется заранее установленная цена в опционном контракте?
2. Что такое опцион **ITM** (*in the money*)?
3. Как называются эквивалентные фьючерсам внебиржевые производные инструменты?
4. Как называется контракт, предоставляющий покупателю (держателю) право продать базисный актив по заранее установленной цене не позднее установленной даты, в обмен на уплату некоторой суммы продавцу контракта?
5. Как называется противоположная операция по покупке (продаже) аналогичного контракта, закрывающая позицию по фьючерсному контракту?
6. Что такое **контанго** (от **англ.** *contango*)?
7. Что такое **бэквордейшен** (от **англ.** *backwardation*)?
8. Какой опцион можно исполнить в любой день до истечения срока действия опционного контракта?

9. Какой тип из операций по производным инструментам наиболее приемлем для инвестора, не владеющего базисным активом в настоящий момент и желающего застраховаться от повышения его цены в будущем?
10. При каком соотношении страйка и **спотовой** цены европейский опцион кол исполняется?
11. Чему равна максимальная прибыль продавца опциона кол с ценой исполнения 100 руб. и премией 5 руб.?
12. В каком случае европейский опцион пут не исполняется?
13. Какими будут действия арбитражеров в случае, если к моменту исполнения фьючерсного контракта фьючерсная цена будет выше **спот-цены** базисного актива?
14. Рассчитайте внутреннюю стоимость для опциона пут на акцию с ценой исполнения 270 руб., если текущая цена акции 250 руб.
15. Рассчитайте временную стоимость для опциона кол с ценой исполнения 300 руб. и текущей ценой базисного актива 250 руб., если премия по нему равна 70 руб.
16. Цена базисного инструмента равна 100 ед., процентная ставка за привлечение заемных средств — 20% годовых, других затрат, связанных с приобретением базисного инструмента, нет. Чему равна цена фьючерса на шесть месяцев?
17. Рассчитайте цену четырехмесячного товарного фьючерса, если цена наличного инструмента равна **100 ед.**, процентная ставка на заемные средства составляет 12% **годовых**, расходы на хранение, страховку и транспортировку составляют 6% годовых.
18. Определите форвардную цену акции, по которой выплачивается дивиденд в размере 50 руб. на 60-й день с даты заключения трехмесячного форвардного контракта, если спот-цена акции равна 500 руб., а процентная ставка составляет 30% годовых (считать, что в месяце 30 дней).
19. Курс доллара: 1 дол. = 24,42 руб. Определите форвардный курс валюты на шесть месяцев, если процентная ставка по рублевому депозиту равна 12%, а по долларовому — 4%.
20. Опцион кол на фьючерс стоит 6 руб., пут — 4 руб., цена исполнения опционов — 100 руб. Определите, по какой цене открыта длинная синтетическая фьючерсная позиция, если процентная ставка равна нулю.
21. Имеется два американских трехмесячных опциона кол. Цена исполнения первого $X_1 = 95$ руб., второго — $X_2 = 100$ руб. Первый стоит $c_1 = 10$ руб., второй — $c_2 = 4$ руб. Определите, возможен ли арбитраж, и перечислите действия арбитражера.
22. Цена спот-акции — 105 руб., цена исполнения — 100 руб., ставка без риска равна 10% годовых. Через 60 дней на акцию выплачивается дивиденд в размере 3 руб. Определите нижнюю границу премии опциона кол, который заключается на 90 дней. Финансовый год равен 365 дням.

23. Перед истечением срока действия контракта цена опциона кол на фьючерсный контракт на акции РАО «ЕЭС» равна 70 руб., цена исполнения — 20 000 руб., фьючерсная цена — 20 050 руб. Определите величину арбитражной прибыли и перечислите действия арбитражера.
24. Инвестор купил двухмесячный американский опцион кол на фьючерсный контракт на акции РАО «ЕЭС» с ценой исполнения 10 500 руб. за 300 руб. На момент истечения контракта котировочная фьючерсная цена равна 10 750 руб. Инвестор исполнил опцион. Определите финансовый результат операции для инвестора.
25. Цена спот-акции — 100 руб., через два месяца на акцию выплачивается дивиденд в размере 5 руб. Определите трехмесячную форвардную цену акции, если ставка без риска на два месяца равна 4,4% годовых, на три месяца — 4,6% годовых.

ГЛАВА 6

ГРАЖДАНСКО-ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ ВЕДЕНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

6.1. ПОНЯТИЯ И ИЕРАРХИЯ ЗАКОНОДАТЕЛЬНО-НОРМАТИВНОЙ БАЗЫ

Российский рынок ценных бумаг регулируется гражданским правом посредством общеобязательных правовых актов, издаваемых органами государственной власти в установленной форме с соблюдением определенной процедуры — законодательства РФ.

Акты гражданского законодательства образуют иерархическую систему. На верхнем уровне находится Конституция Российской Федерации. Остальные акты законодательства не должны ей противоречить. В Конституции определены пределы полномочий субъектов РФ, в рамках которых они могут принимать собственные законодательные акты, а также полномочия Российской Федерации. Гражданское законодательство отнесено к ведению федеральных органов государственной власти и в своей основе едино на всей территории Российской Федерации.

Собственно гражданское законодательство имеет в качестве фундамента ГК РФ, в который включены основные понятия и их взаимоотношения. Остальные законы и другие правовые акты, регулирующие гражданские правовые отношения, не должны ему противоречить (ст. 1-4 ГК РФ).

Следующий уровень составляют законы РФ, например Закон о рынке ценных бумаг, Закон об акционерных обществах и др. Конституция, кодексы и законы относятся к законодательным актам. Однако законодательство ими не ограничивается: существует множество иных подзаконных актов. Рассмотрим вкратце их систему.

Указы Президента РФ занимают следующий за законами уровень, они не могут противоречить принятым законам РФ.

Органы исполнительной власти (Правительство РФ, министерства и ведомства) вправе принимать свои нормативные акты на основании и во исполнение актов законодательства и указов Президента.

Они должны ограничиваться областью компетенции издавшего их органа власти и, естественно, не противоречить законодательным актам.

К таким нормативным актам относятся постановления Правительства РФ, различные письма и инструкции, правила, положения и т.п.

В случае когда акт законодательства затрагивает права граждан или носит межведомственный характер, он подлежит регистрации в Министерстве юстиции Российской Федерации, после чего приобретает юридическую силу.

Компетенция территориальных органов власти и управления, а значит, и статус выпущенных ими правовых актов определяется законами, регулирующими их деятельность. Как правило, законы не имеют обратной силы, т.е. их действие не распространяется на правовые отношения, возникшие до вступления в силу соответствующего закона, однако возможны исключения, прямо оговоренные в законе.

В случаях когда в актах гражданского законодательства явно не указаны какие-либо нормы, регулирующие те или иные правоотношения, используются так называемые обычаи делового оборота или применение законодательства по аналогии.

Обычаем делового оборота (ст. 5 ГК РФ) признается сложившееся и широко применяемое в какой-либо области предпринимательской деятельности правило поведения, не предусмотренное законодательством, независимо от того, зафиксировано ли оно в каком-либо документе. Обычаи делового оборота, противоречащие обязательным для участников соответствующего отношения положениям законодательства или договору, не применяются.

Когда предусмотренные соответствующими статьями ГК РФ отношения прямо не урегулированы законодательством или соглашением сторон и отсутствует применимый к ним обычай делового оборота (ст. 6 ГК РФ), к таким отношениям, если это не противоречит их существу, применяется гражданское законодательство, регулирующее сходные отношения (аналогия закона). При невозможности использования аналогии закона права и обязанности сторон определяются исходя из общих начал и смысла гражданского законодательства (аналогия права) и требований добросовестности, разумности и справедливости.

Международные договоры, которые заключила Российская Федерация, так же как и общепризнанные нормы международного права, считаются частью российского законодательства, а следовательно, обязательны к исполнению. Более того, в случае разночтений международного и внутреннего гражданского законов приоритет отдается международному.

Иногда международный договор действует не непосредственно, но обязывает Российскую Федерацию принять соответствующий внут-

ренний закон. Типичным примером является Женевская конвенция 1930 г., которая предписывает принять соответствующий закон о переводном и простом векселе. Россия присоединилась к Конвенции в 1936 г., в 1937 г. был издан соответствующий акт, по сути являющийся переводом образца, введенного этой Конвенцией. В 1997 г. был принят новый Закон о переводном и простом векселе.

Гражданское законодательство можно разделить на два крупных раздела: вещное право и обязательственное право.

Вещное право отражает отношения субъектов права (физических и юридических лиц, государственной или местной власти), возникающие по поводу того или иного объекта, как правило, вещи. Право собственности устанавливает отношения собственника со всеми прочими субъектами права. В этом смысле оно фиксирует как бы моментальное отражение правоотношений. Правила возникновения и перехода права собственности от одного лица к другому также относятся к вещному праву.

6.2. СУБЪЕКТЫ И ОБЪЕКТЫ ГРАЖДАНСКОГО ПРАВА

К субъектам гражданского права, которые вступают в гражданско-правовые отношения, относятся физические лица (граждане России, иностранные граждане и лица без гражданства), юридические лица (российские и иностранные), государство или муниципальные образования.

По российскому законодательству физические лица становятся правоспособными (могут иметь права, например владеть недвижимостью) с момента рождения, но становятся полностью дееспособными, т.е. могут сами осуществлять действия во исполнение этих прав с 18 лет (табл. 6.1).

Таблица 6.1

Характеристика правоспособности и дееспособности	
Правоспособность	Дееспособность
Способность иметь гражданские права и обязанности	Способность своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их
Граждане: с момента рождения и до смерти	Возникает в полном объеме с наступлением совершеннолетия, т.е. по достижении 18 лет
Юридические лица: в момент его создания	Для юридического лица понятие дееспособности лишено смысла

Юридическое лицо — некая абстракция, описывающая организацию (возможно, состоящую даже из одного человека), способную само-

стоятельно выступать в качестве субъекта гражданского права. Не всякая организация является юридическим лицом. Например, отдел или факультет института таковыми не являются. Юридическое лицо характеризуется следующими свойствами:

- организационная целостность. Это свойство означает, что юридическое лицо обладает всеми подразделениями, необходимыми для его деятельности. Организационная целостность закрепляется в уставе юридического лица, в котором подробно описываются цели его деятельности, органы управления, отношения с учредителями и др.;
- имущественная обособленность. Это свойство означает, что юридическое лицо может иметь в своей собственности имущество, которое не принадлежит никому из физических лиц (в частности, его учредителям), и самостоятельно им распоряжаться;
- юридическое лицо от своего имени **вступает** в правовые отношения с другими лицами, является субъектом права. Для этого оно должно иметь наименование и место нахождения (юридический адрес), определяемое местом его регистрации;
- юридическое лицо отвечает по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом (за исключением учреждений, целиком финансируемых собственником).

Согласно ст. 48 ГК РФ, юридическим лицом признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество и отвечает по своим обязательствам этим имуществом, может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права, нести обязанности, быть истцом и ответчиком в суде. Юридические лица должны иметь самостоятельный баланс или смету. В связи с участием в образовании имущества юридического лица его учредители (участники) могут иметь обязательственные права в **отношении** этого юридического лица либо вещные права на его имущество.

Юридические лица, в отношении которых их участники имеют обязательственные права:

- хозяйственные товарищества;
- хозяйственные общества;
- производственные кооперативы;
- потребительские кооперативы.

Юридические лица, на имущество которых их учредители имеют право собственности или иное вещное право:

- государственные и муниципальные унитарные предприятия, в том числе дочерние предприятия;
- финансируемые собственником учреждения.

Юридические лица, в отношении которых их учредители (участники) не имеют имущественных прав:

- общественные и религиозные организации (объединения);
- благотворительные и иные фонды;
- объединения юридических лиц (ассоциации и союзы).

Одна из основных причин создания юридических лиц — возможность разделения имущественной ответственности между юридическим лицом и его учредителями или собственниками. Это может быть сделано разными способами, в зависимости от так называемой организационно-правовой формы юридического лица. В некоторых случаях ответственность собственников может быть ограничена фиксированной суммой, внесенной ими при учреждении лица (хозяйственные общества), в других — распространяться на все их имущество (хозяйственные товарищества).

Если юридическое лицо оказалось не в состоянии выполнить свои обязательства вследствие действий учредителя или собственника, которые могут давать этому лицу указания, обязательные для исполнения, они могут быть привлечены к ответственности вместе с обязанным юридическим лицом.

Чтобы организация приобрела права юридического лица, необходима соответствующая ее регистрация государственными органами. Этот момент и является моментом создания юридического лица, возникновения правоспособности.

Поскольку само по себе юридическое лицо не в состоянии принимать никаких действий (оно делает это через физических лиц — его представителей), говорить о его дееспособности не имеет смысла.

Согласно ст. 49 ГК РФ, юридическое лицо может иметь гражданские права, соответствующие целям деятельности, предусмотренным в его учредительных документах, и нести связанные с этой деятельностью обязанности. Коммерческие **организации**, за исключением унитарных предприятий и иных видов организаций, предусмотренных законом, могут иметь гражданские права и нести гражданские обязанности, необходимые для осуществления любых видов деятельности, не запрещенных законом.

Отдельными видами деятельности, перечень которых определяется законом, юридическое лицо может заниматься только на основании специального разрешения (лицензии). **Право юридического лица осуществлять деятельность, на занятие которой необходимо получение лицензии**, возникает с момента получения такой лицензии или в указанный в ней срок и прекращается по истечении срока ее действия, если иное не установлено законом или иными правовыми актами.

В частности, к видам деятельности, которыми разрешено заниматься только по специальному разрешению государственного органа — лицензии, относится профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг.

Если юридическое лицо ведет дела в разных местах, оно может открывать там представительства или филиалы. Филиал отличается от представительства тем, что может осуществлять там, где он расположен, все функции юридического лица, например производственную деятельность, в то время как представительство только представляет интересы юридического лица. Филиалы и представительства не являются юридическими лицами.

Правоспособность юридического лица реализуют его органы. Они могут быть выборными (совет директоров) или назначаемыми (директор муниципального предприятия), единоличными (директор) или коллегиальными (правление, совет директоров). Орган юридического лица представляет его без специального документа — доверенности, в то время как другие представители могут осуществлять это только по доверенности.

Юридическое лицо может обладать теми же правами, что и физическое, — правом собственности, правом требования и другими правами, но в то же время не обладает, например, правом избирать и быть избранным в органы власти. Таким образом, права юридического лица по сравнению с правами физического лица несколько сужены.

Юридические лица возникают по инициативе учредителей, которые (если их несколько) заключают между собой учредительный договор. Подробно правила функционирования общества, его внутренний распорядок, сфера деятельности и другие регулирующие положения записываются в уставе юридического лица или положении о нем (в случае учреждений).

Важным понятием является уставный капитал юридического лица. Он составляется из взносов его учредителей и собственников (например, при покупке акций) и составляет тот минимум средств, которым это лицо располагает и которым оно может отвечать по своим обязательствам. Отметим, что стоимость принадлежащего юридическому лицу имущества может превосходить уставный капитал и лицо отвечает по обязательствам всем принадлежащим ему имуществом.

Юридическое лицо может прекратить свое существование в результате ликвидации или реорганизации. Ликвидация — полное прекращение деятельности. Для этого создается особая ликвидационная комиссия, которая производит расчеты с кредиторами ликвидируемого юридического лица и раздел оставшегося имущества между учре-

дителями или собственниками. Существует зафиксированный в ГК РФ порядок удовлетворения требований различных кредиторов.

При реорганизации на месте юридического лица образуется одно или несколько новых. Это происходит путем преобразования (изменения организационно-правовой формы), слияния, разделения, выделения, присоединения. При присоединении присоединяемое юридическое лицо прекращает свою деятельность, но в отличие от ликвидации в этом случае действует механизм правопреемства. Лица, получающие имущество реорганизуемого лица и принимающие на себя его обязательства, именуется правопреемниками.

Разные организационно-правовые формы устанавливают различные права и обязательства учредителей или собственников по отношению к юридическому лицу и юридического лица по отношению к учредителям и собственникам. Так, в обществе с ограниченной ответственностью (ООО) в отличие от акционерного общества (АО) участник имеет право выйти из общества, изъяв принадлежащую ему долю имущества (ст. 94 ГК РФ). Таким образом, имущество ООО уменьшится. В отличие от ООО в акционерном обществе действует другой порядок: если акционер хочет выйти из АО, ему придется самостоятельно найти покупателя принадлежащих ему акций, при этом произойдет перерегистрация прав собственности на акции АО, но имущество АО не изменится.

В статье 128 ГК РФ указываются виды объектов гражданских прав:

- вещи, включая деньги и ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права;
- работы и услуги, информация;
- результаты интеллектуальной деятельности, в том числе нематериальные блага.

Вещи делятся на движимые и недвижимые (ст. 130 ГК РФ).

К недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, т.е. объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения. К недвижимым вещам относятся также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты, а также иное имущество, отнесенное законом к недвижимым вещам.

Вещи, не относящиеся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом. Государственной регистрации прав на движимые вещи не требуется, кроме случаев, указанных в законе.

Хотя ценные бумаги относятся к движимым вещам, в некоторых случаях (для именных ценных бумаг) требуется регистрация прав на них. Это установлено в Законе о рынке ценных бумаг. Правила перехода прав собственности на ценные бумаги будут рассмотрены ниже.

6.3. СОБСТВЕННОСТЬ В ГРАЖДАНСКОМ ПРАВЕ

Право собственности занимает центральное место в гражданском праве.

Право собственности подразделяется на права владения, распоряжения и пользования имуществом. В ст. 209 ГК РФ даны следующие определения:

- собственнику принадлежат права владения, пользования и распоряжения своим имуществом;
- собственник вправе по своему усмотрению совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и иным правовым актам и не нарушающие права и охраняемые законом интересы других лиц, в том числе отчуждать свое имущество в собственность другим лицам, передавать им, оставаясь собственником, права владения, пользования и распоряжения имуществом, отдавать имущество в залог и обременять его другими способами, распоряжаться им иным образом;
- владение, пользование и распоряжение землей и другими природными ресурсами в той мере, в какой их оборот допускается законом (ст. 129 ГК РФ), осуществляются их собственником свободно, если это не наносит ущерба окружающей среде и не нарушает прав и законных интересов других лиц;
- собственник может передать свое имущество в доверительное управление другому лицу (доверительному управляющему). Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода права собственности к доверительному управляющему, который обязан осуществлять управление имуществом в интересах собственника или указанного им третьего лица.

В зависимости от того, кто является собственником (субъектом права собственности) различают разные формы права собственности — государственную, муниципальную, частную (физических или юридических лиц) и иные. Права всех собственников защищаются равным образом.

В соответствии со ст. 212–215 ГК РФ в Российской Федерации признаются частная, государственная, муниципальная и иные формы собственности. Имущество может находиться в собственности граждан и юридических лиц, а также Российской Федерации, субъектов

РФ, муниципальных образований. Особенности приобретения и прекращения права собственности на имущество, владения, пользования и распоряжения им в зависимости от того, находится имущество в собственности гражданина или юридического лица, в собственности Российской Федерации, субъекта РФ или муниципального образования, могут устанавливаться лишь законом. Законом определяются виды имущества, которые могут находиться только в государственной или муниципальной собственности.

В собственности граждан и юридических лиц может находиться любое имущество, за исключением отдельных видов имущества, которое в соответствии с законом не может принадлежать гражданам или юридическим лицам.

Коммерческие и некоммерческие организации, кроме государственных и муниципальных предприятий, а также учреждений, финансируемых собственником, являются собственниками имущества, переданного им в качестве вкладов (взносов) их учредителями (участниками, членами), а также имущества, приобретенного этими юридическими лицами по иным основаниям.

Общественные и религиозные организации (объединения), благотворительные и иные фонды являются собственниками приобретенного ими имущества и могут использовать его лишь для достижения целей, предусмотренных их учредительными документами. Учредители (участники, члены) этих организаций утрачивают **право** на имущество, переданное ими в собственность соответствующей организации. В случае ликвидации такой организации ее имущество, оставшееся после удовлетворения требований кредиторов, используется в целях, указанных в ее учредительных документах.

Государственной собственностью в Российской Федерации является имущество, принадлежащее на праве собственности Российской Федерации (федеральная собственность), и имущество, принадлежащее на праве собственности субъектам РФ — республикам, краям, областям, городам федерального значения, автономной области, автономным округам (собственность субъекта РФ). Земля и другие природные ресурсы, не находящиеся в собственности граждан, юридических лиц либо муниципальных образований, являются государственной собственностью. Имущество, находящееся в государственной собственности, закрепляется за государственными предприятиями и учреждениями во владение, пользование и распоряжение в соответствии со ст. 294, 296 ГК РФ.

Имущество, принадлежащее на праве собственности городским и сельским поселениям, а также другим муниципальным образования-

ям, является муниципальной собственностью. От имени муниципального образования права собственника осуществляют органы местного самоуправления и лица, указанные в ст. 125 ГК РФ. Имущество, находящееся в муниципальной собственности, закрепляется за муниципальными предприятиями и учреждениями во владение, пользование и распоряжение в соответствии со ст. 294, 296 ГК РФ.

Отнесение того или иного имущества к государственной или муниципальной собственности имеет принципиальное значение. Дело в том, что, выпуская облигации, тот или иной орган власти отвечает перед их владельцами своим имуществом. При этом статус бумаг (государственные или муниципальные) естественно определять, отталкиваясь от формы собственности имущества, которым отвечает эмитент, — государственного (Российской Федерации и ее субъектов) или муниципального.

Важное значение имеют основания приобретения права собственности. Право собственности на имущество, которое имеет собственник, может быть приобретено другим лицом на основании договора купли-продажи, мены, дарения или иной сделки об отчуждении этого имущества.

В случае смерти гражданина право собственности на принадлежавшее ему имущество переходит по наследству к другим лицам в соответствии с завещанием или законом. В случае реорганизации юридического лица право собственности на принадлежавшее ему имущество переходит к юридическим лицам — правопреемникам реорганизованного юридического лица.

Для рынка ценных бумаг важно точное установление момента перехода права собственности. Его роль связана с тем, что на бирже в течение торговой сессии ценные бумаги могут многократно переходить из рук в руки, и установление факта перехода прав собственности на них важно для доказательства состоятельности сделок.

В статье 223 ГК РФ момент перехода прав собственности описан таким образом:

- право собственности у приобретателя вещи по договору возникает с момента ее передачи, если иное не предусмотрено законом или договором;
- в случаях когда отчуждение имущества подлежит государственной регистрации, право собственности у приобретателя возникает с момента такой регистрации, если иное не установлено законом.

Передачей вещи (ст. 224 ГК РФ) признается вручение вещи приобретателю, а равно сдача перевозчику для отправки приобретателю или сдача в организацию связи для пересылки приобретателю вещей,

отчужденных без обязательства доставки. Вещь считается врученной приобретателю с момента ее фактического поступления во владение приобретателя или указанного им лица. Если к моменту заключения договора об отчуждении вещи она уже находится во владении приобретателя, вещь признается переданной ему с этого момента. К передаче вещи приравнивается передача коносамента или иного товарораспорядительного документа на нее.

Легко видеть, что определения ГК РФ привязаны к материальной вещи (вручить можно только ее). В соответствии со сложившимся в России порядком практически все эмиссионные ценные бумаги выпущены в бездокументарной форме. Поэтому вопрос о моменте перехода прав собственности на них пришлось особо оговорить в Законе о рынке ценных бумаг.

Прекращение права собственности может быть вызвано как действиями собственника (продажа, дарение и т.п.), так и помимо его воли. Право собственности прекращается при отчуждении собственником своего имущества другим лицам, отказе собственника от права собственности, гибели или уничтожении имущества и при утрате права собственности на имущество в иных случаях, предусмотренных законом. Принудительное изъятие у собственника имущества не допускается, кроме случаев, когда по основаниям, предусмотренным законом, производится: обращение взыскания на имущество по обязательствам; отчуждение имущества, которое в силу закона не может принадлежать данному лицу; отчуждение недвижимого имущества в связи с изъятием участка; реквизиция; конфискация; отчуждение имущества в других случаях, предусмотренных ГК РФ.

По решению собственника в порядке, предусмотренном законами о приватизации, имущество, находящееся в государственной или муниципальной собственности, отчуждается в собственность граждан и юридических лиц.

Обращение в государственную собственность имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц (национализация), производится на основании закона с возмещением стоимости этого имущества и других убытков в порядке, установленном ст. 306 ГК РФ. Обращение взыскания на имущество по обязательствам собственника производится на основании решения суда, если иной порядок обращения взыскания не предусмотрен законом или договором (ст. 237 ГК РФ). Право собственности на имущество, на которое обращается взыскание, прекращается у собственника с момента возникновения права собственности на изъятое имущество у лица, к которому переходит это имущество.

6.4. СДЕЛКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВО И ДОВЕРЕННОСТИ В ГРАЖДАНСКОМ ПРАВЕ

До сих пор рассматривалось статическое состояние правоотношений. В то же время на рынке ценных бумаг наиболее интересны процессы, связанные с динамикой конкретных правоотношений. Так, купля-продажа ценных бумаг фактически сводится к изменению прав собственности на них и передаче соответствующей суммы денег в процессе осуществления этих изменений — сделок.

В соответствии со ст. 153 ГК РФ *сделками признаются действия граждан и юридических лиц, направленные на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей.*

Сделки могут быть двух- или многосторонними (договоры) и односторонними. Типичным примером односторонней сделки является завещание, в котором одно лицо выражает свою волю. Наиболее распространенной формой двусторонней сделки является договор, в котором присутствует воля обеих договаривающихся сторон.

Чтобы избежать разночтений в понимании воли сторон и условий сделки, требуется совершать их в определенной форме (ст. 158 ГК РФ). Простейшая форма — устная, применяется для малозначимых сделок или сделок, которые исполняются немедленно. Письменная (точнее, простая письменная) форма требует более точных формулировок, как, например, в договоре, которые отражаются в специальном документе, который заверяется подписями (и печатями для юридических лиц) сторон. Нотариальная форма отличается от простой тем, что документ, содержащий условия сделки, заверяется нотариусом. В некоторых случаях предусматривается даже необходимость государственной регистрации сделки, как, например, при сделках с недвижимостью.

Несоблюдение простой письменной формы сделки лишает стороны права в случае спора ссылаться в подтверждение сделки и ее условий на свидетельские показания, но не лишает их права приводить письменные и другие доказательства.

Суть этого ограничения можно пояснить на простом примере. Предположим, некто А одолжил Б сумму денег, передав ее при свидетелях, причем сделка не была оформлена в письменной форме. Если впоследствии Б обратится в суд для того, чтобы истребовать с А долг, он не сможет сослаться на свидетелей передачи денег для подтверждения совершения сделки или ее условий. Фактически, для того чтобы обезопасить себя от неблагоприятных последствий, нужно всегда придерживаться письменной формы.

Несоблюдение нотариальной формы, а в случаях, установленных законом, — требования государственной регистрации сделки, влечет

ее недействительность. Если одна из сторон полностью или частично исполнила сделку, требующую нотариального удостоверения, а другая сторона уклоняется от такого **удостоверения** сделки, суд вправе по требованию исполнившей сделку стороны признать сделку действительной. В этом случае последующее нотариальное удостоверение сделки не требуется. Если сделка, требующая государственной регистрации, совершена в надлежащей форме, но одна из сторон уклоняется от ее регистрации, суд вправе по требованию другой стороны вынести решение о регистрации сделки. В этом случае сделка регистрируется в соответствии с решением суда.

Таким образом, сделка, как это следует из ее определения, влечет за собой правовые последствия для ее сторон. Однако в ряде случаев сделка признается недействительной. Это происходит в основном из-за нарушения обязательно требуемой формы сделки, несоответствия ее воле одной из сторон или в случае, когда она противоречит закону.

Заклученная сделка может быть признана недействительной, т.е. не влекущей никаких правовых последствий для ее сторон, через решение суда или в бесспорном порядке. Первый путь — оспаривание сделки через суд. Такие сделки называются *оспоримыми*. Другой — признание ее недействительной в безусловном порядке, такие сделки называются *ничтожными*. Основания для оспаривания или признания ничтожности перечислены в ГК РФ. Важным моментом является то, что для признания сделки недействительной в суд могут обращаться лишь лица, перечисленные в ГК РФ.

Сделка, не соответствующая требованиям закона или иных правовых актов, ничтожна, если закон не **устанавливает**, что такая сделка оспорима или не предусматривает иных последствий нарушения. Иными словами, сделка, **совершаемая** в нарушение закона, признается недействительной даже без судебного разбирательства.

Особое внимание в ГК РФ уделяется так называемым мнимым и притворным сделкам. Типичным примером притворной сделки может быть сделка купли-продажи имущества, замаскированная выдачей доверенности на распоряжение им. Таким образом, стороны избегают сложной процедуры государственной регистрации, необходимой в таком случае, и снижают накладные расходы. Если будет доказана притворность этой сделки, она будет признана ничтожной.

В ГК РФ особо описаны случаи, когда сделка признается недействительной — в случае недееспособности физического лица вследствие психической болезни или недееспособности малолетнего. В соответствии со ст. 173 ГК РФ могут признаваться недействительными сделки, заключенные юридическим лицом. Сделка, совершенная юри-

дическим лицом в противоречии с целями, указанными в его учредительных документах, либо юридическим лицом, не имеющим лицензии на занятие соответствующей деятельностью, может быть признана судом недействительной по иску этого юридического лица, его учредителя (участника) или государственного органа, осуществляющего контроль или надзор за деятельностью юридического лица, если доказано, что другая сторона в сделке знала или заведомо должна была знать о ее незаконности.

На практике приходится сталкиваться со случаями, когда лицо превышает доверенные ему полномочия. Обычно это случается при работе с филиалами, полномочия которых устанавливаются соответствующим положением (ст. 55 ГК РФ), или с физическими лицами — представителями, полномочия которых устанавливаются доверенностью. В этих случаях сделка судом может быть признана недействительной.

Если полномочия лица на совершение сделки ограничены договором либо полномочия органа юридического лица — его учредительными документами по сравнению с тем, как они определены в доверенности, в законе либо, как они могут считаться очевидными из обстановки, в которой совершается сделка, и при ее совершении такое лицо или орган вышли за пределы этих ограничений, сделка может быть признана судом недействительной по иску лица, в интересах которого установлены ограничения, лишь в случаях, когда будет доказано, что другая сторона в сделке знала или заведомо должна была знать об указанных ограничениях (ст. 174 ГК РФ).

Нужно иметь в виду еще одно положение, защищающее стороны от недобросовестного контрагента в сделке (ст. 177 ГК РФ): сделка, совершенная гражданином, хотя и дееспособным, но находившимся в момент ее совершения в таком состоянии, когда он не был способен понимать значение своих действий или руководить ими, может быть признана судом недействительной по иску этого гражданина либо иных лиц, чьи права или охраняемые законом интересы нарушены в результате ее совершения.

Каждая из сторон такой сделки обязана возратить другой все полученное в натуральной форме, а при невозможности возратить — возместить его стоимость в деньгах. Дееспособная сторона обязана, кроме того, возместить другой стороне понесенный ею реальный ущерб, если дееспособная сторона знала или должна была знать о недееспособности другой стороны.

То же относится к действиям лица, введенного в заблуждение или под принуждением. В этом случае, однако, нужно в судебном порядке установить наличие подобных обстоятельств.

ГК РФ устанавливает сроки исковой давности, в течение которых можно подавать иск о признании сделки недействительной. *Иск о применении последствий недействительности ничтожной сделки* может быть предъявлен в течение трех лет со дня, когда началось ее исполнение. Иск о признании оспоримой сделки недействительной и о применении последствий ее недействительности может быть предъявлен в течение года со дня прекращения насилия или угрозы, под влиянием которых была совершена сделка, либо со дня, когда истец узнал или должен был узнать об иных обстоятельствах, являющихся основанием для признания сделки недействительной.

На практике очень часто случается, что одно лицо поручает или доверяет другому совершить некоторые действия. При этом в зависимости от формы поручения оно несет разную ответственность за действия второго лица.

Представитель открыто действует от имени (от лица) представляемого и в его интересах; все последствия сделки, заключенной представителем действительны для представляемого. Объем полномочий представителя оговаривается в выданной ему представляемым доверенности и не может превосходить объем полномочий самого представляемого лица.

Согласно ст. 182 ГК РФ, сделка, совершенная одним лицом (представителем) от имени другого лица (представляемого) в силу полномочия, основанного на доверенности, указании закона либо акте уполномоченного на то государственного органа или органа местного самоуправления, непосредственно создает, изменяет и прекращает гражданские права и обязанности представляемого.

Не являются представителями лица, действующие хотя и в чужих интересах, но от собственного имени (коммерческие посредники, конкурсные управляющие при банкротстве, душеприказчики при наследовании и т.п.), а также лица, уполномоченные на вступление в переговоры относительно возможных в будущем сделок.

Представитель не может совершать сделки от имени представляемого в отношении себя лично. Он не может также совершать такие сделки в отношении другого лица, представителем которого он одновременно является, за исключением случаев коммерческого представительства. Не допускается совершение через представителя сделок, которые по своему характеру могут быть совершены только лично, а равно в случае такого указания в законе.

ГК РФ различает представителя, действующего от имени представляемого лица, и профессионального представителя, действующего от своего имени, — коммерческого представителя. Таким предста-

вителем является, например, брокер, заключающий на бирже сделки в интересах клиента, хотя и от своего имени.

В соответствии со ст. 184 ГК РФ *коммерческим представителем* является лицо, постоянно и самостоятельно представляющее от имени предпринимателей при заключении ими договоров в сфере предпринимательской деятельности. Одновременное коммерческое представительство разных сторон в сделке допускается с согласия этих сторон и в других случаях, предусмотренных законом. При этом коммерческий представитель обязан исполнять данные ему поручения с добросовестностью обычного предпринимателя.

Коммерческий представитель вправе требовать уплаты обусловленного вознаграждения и возмещения понесенных им при исполнении поручения издержек от сторон договора в равных долях, если иное не предусмотрено соглашением между ними. Коммерческое представительство осуществляется на основании договора, заключенного в письменной форме и содержащего указания на полномочия представителя, а при отсутствии таких указаний — также и доверенности. Коммерческий представитель обязан сохранять в тайне ставшие ему известными сведения о торговых сделках и после исполнения данного ему поручения.

Представительство осуществляется на основании документа, удостоверяющего объем прав, переданных представляемым **представителю** доверенности. Доверенность оформляется в определенной законом письменной форме и должна быть заверена нотариально, если действия, которые доверяется совершить, требуют нотариального заверения или государственной регистрации. Несоблюдение формы доверенности может быть основанием для признания сделки, заключенной представителем, недействительной.

6.5. ОБЯЗАТЕЛЬСТВЕННОЕ ПРАВО

Обязательственное право регулирует обязательства, принятые на себя одним субъектом по отношению к другому (другим). Чаще всего такие обязательства возникают в процессе перехода прав собственности. С юридической точки зрения они определяют основной механизм товарооборота. Ввиду многообразия форм отношений, возникающих в этой связи, их регулирование занимает всю вторую часть ГК РФ.

Обязательство — это правоотношение между двумя лицами, одно из которых — кредитор — имеет право требовать от другого — должника — совершения некоторых деяний (действий или бездействия). Кредитор иначе называется **управомоченным** лицом, а должник — **обязанным**.

Субъекты обязательственного правоотношения называются сторонами обязательства, а действия, которые должник обязан совершить, — его содержанием. Действия должника приводят к изменению правового положения и, таким образом, представляют собой их динамику.

Обязательства возникают из разных источников. К основным источникам обязательств относятся:

- договоры— соглашения о возникновении обязательств (как правило, двусторонних);
- односторонние сделки —**например**, принятие наследства может породить обязательства;
- акты органов власти;
- другие источники, в основном связанные с возмещением ущерба.

Согласно ст. 307 ГК РФ, в силу обязательства одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие, как-то: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т.п. либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности. Обязательства возникают из договора вследствие причинения вреда и из иных оснований, указанных в ГК РФ.

В обязательстве в качестве каждой из его сторон — кредитора или должника — могут участвовать одно лицо или одновременно несколько лиц.

Обязательства должны исполняться надлежащим образом в соответствии с условиями обязательства и требованиями закона, иных правовых актов, а при отсутствии таких условий и требований — в соответствии с обычаями делового оборота или иными, обычно предъявляемыми требованиями.

Односторонний отказ от исполнения обязательства и одностороннее изменение его условий не допускаются, за исключением случаев, предусмотренных законом. Односторонний отказ от исполнения обязательства, связанного с осуществлением его сторонами предпринимательской деятельности, и одностороннее изменение условий такого обязательства допускаются также в случаях, предусмотренных договором, если иное не вытекает из закона или существа обязательства.

В ГК РФ также регламентируются некоторые особенности исполнения обязательств: места, сроков, возможности досрочного исполнения, исполнения обязательства третьим лицом взамен должника и др. Отдельно рассматриваются обязательства нескольких должников.

Ответственность нескольких лиц за исполнение обязательств бывает солидарной, долевой и субсидиарной.

При *долевой ответственности* каждый из должников несет только оговоренную долю обязательства, исполнив которую он освобождается от ответственности.

При *солидарной ответственности* кредитор вправе требовать от любого из должников полного исполнения обязательства. В сфере предпринимательства ответственность, как правило, является солидарной. Только договор или в отдельных случаях закон могут предусматривать иное.

Участник, выполнивший за других солидарное обязательство, вправе требовать от остальных должников возмещения. Это право называется *правом регресса*, а соответствующее обязательство остальных должников — *регрессным*.

Отдельный вопрос — возможность перемены лиц в обязательстве. Кредитор вправе передать свое право требования другому лицу, не спрашивая на то разрешения должника, он должен только уведомить последнего. Форма уступки требования, основанного на сделке, должна соответствовать форме сделки.

Обязательства прекращаются разными способами:

- исполнением его обязанной стороной, подтверждением чего является расписка кредитора;
- отступным, о котором могут договориться стороны;
- зачетом аналогичного встречного требования. Согласно ГК РФ для этого достаточно заявления одной стороны (ст. 410).

Основной способ возникновения обязательств — договоры между субъектами права. Они не могут противоречить правовым актам, но в остальном предоставляют договаривающимся сторонам свободу. В соответствии со ст. 420 ГК РФ *договором признается соглашение двух или нескольких лиц об установлении, изменении или прекращении гражданских прав и обязанностей*. К договорам применяются правила о двух- и многосторонних сделках, предусмотренные ГК РФ.

При этом граждане и юридические лица свободны в заключении договора. Понуждение к заключению договора не допускается, за исключением случаев, когда обязанность заключить договор предусмотрена законом или добровольно принятым обязательством. Стороны могут заключить договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами. Стороны могут заключить договор, в котором содержатся элементы различных договоров, предусмотренных законом или иными правовыми актами (смешанный договор). К отношениям сторон по смешанному договору применяются в соответствующих частях правила о договорах, элементы которых

содержатся в смешанном договоре, если иное не вытекает из соглашения сторон или существа смешанного договора.

Условия договора определяются по усмотрению сторон, кроме случаев, когда содержание соответствующего условия предписано законом или иными правовыми актами. В случаях, когда условие договора предусмотрено нормой, которая применяется постольку, поскольку соглашением сторон не установлено иное (диспозитивная норма), стороны могут своим соглашением исключить ее применение либо установить условие, отличное от предусмотренного в ней. При отсутствии такого соглашения условие договора определяется диспозитивной нормой. Если условие договора не определено сторонами или диспозитивной нормой, соответствующие условия определяются обычаями делового оборота, применимыми к отношениям сторон.

Договор должен соответствовать обязательным для сторон правилам, установленным законом и иными правовыми актами (императивным нормам), действующим в момент его заключения. Если после заключения договора принят закон, устанавливающий обязательные для сторон правила иные, чем те, которые действовали при заключении договора, условия заключенного договора сохраняют силу, кроме случаев, когда в законе установлено, что его действие распространяется на отношения, возникшие из ранее заключенных договоров.

Во второй части ГК РФ содержатся нормы, касающиеся основных типов договоров: купли-продажи; поставки товаров; контрактации; мены; дарения; аренды и проката; подряда; займа и кредита, в том числе банковских вкладов и счетов; хранения; страхования; поручения; комиссии; агентирования и др.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Как называется способность гражданина своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их?
2. С какого момента возникает право юридического лица осуществлять деятельность, на занятие которой необходимо получение лицензии?
3. С какого момента возникает правоспособность юридического лица?
4. Как называется обособленное подразделение юридического лица, расположенное вне места его нахождения, которое осуществляет все его функции или часть функций, в том числе функции представительства?
5. Что относится к юридическим лицам, на имущество которых их учредители имеют право собственности или иное вещное право?
6. Какая из организационно-правовых форм хозяйственных обществ предусматривает возможность выхода участника с выплатой ему стоимости части имущества, соответствующей его доле в уставном капитале?

7. В случае выпуска бездокументарных эмиссионных ценных бумаг, какой документ содержит данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой?
8. Как называется ценная бумага, если права, удостоверенные ей, могут принадлежать названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое уполномоченное лицо?
9. Как называется документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в нем количество ценных бумаг?
10. Укажите формы, в которых могут выпускаться эмиссионные ценные бумаги в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг.
11. Как называется индоссамент с указанием лица, которому или по приказу которого должно быть произведено исполнение?
12. Кем является лицо, передающее право по ордерной ценной бумаге?
13. Как называется эмиссионная ценная бумага, **закрепляющая** право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента?
14. Допускается ли обращение в государственную собственность имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц?
15. Какие действия признаются передачей вещи?
16. Если сделка, требующая государственной регистрации, **совершена** в надлежащей **форме**, но одна из сторон (В) уклоняется от регистрации, вправе ли суд по требованию стороны А вынести решение о государственной регистрации сделки?
17. Если одна из сторон (А) полностью исполнила сделку, требующую нотариального удостоверения, а другая сторона (В) уклоняется от такого удостоверения сделки, вправе ли суд по требованию исполнившей сделку стороны (А) признать сделку действительной?
18. Какое последствие для сторон сделки имеет несоблюдение ее простой **письменной** формы?
19. Укажите срок исковой давности по требованию о применении последствий недействительности ничтожной сделки.
20. Укажите срок исковой давности по требованию о признании оспоримой сделки недействительной и о применении последствий ее недействительности.
21. Укажите последствия несоблюдения нотариальной формы сделки.
22. Кем признается лицо, постоянно и самостоятельно представительствующее от имени предпринимателей при заключении ими договоров в сфере предпринимательской деятельности?
23. Допускается ли одновременное коммерческое представительство разных сторон в сделке?
24. Может ли представитель совершать сделки от имени представляемого в отношении другого лица, представителем которого он одновременно является?
25. В каком случае доверенность должна быть заверена нотариально?
26. Может ли односторонняя сделка создавать обязанности для других лиц?
27. Как называется ответственность, если кредитор вправе требовать исполнения как от всех должников совместно, так и от любого из них в отдельности, притом как полностью, так и в части долга?
28. Как называются обязательные для сторон правила, установленные законом и иными правовыми актами, действующими в момент его заключения?

ГЛАВА 7

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО

7.1. ЗНАЧЕНИЕ И ФАКТОРЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Любое законодательство об акционерных обществах, в том числе и российское, имеет своим предметом два крупных блока вопросов:

- внутренняя жизнь АО (создание, преобразование и ликвидация, права акционеров и компетенция органов управления);
- взаимоотношения акционерных обществ с внешней средой, служащей потенциальным источником капитала (выпуск акций и облигаций, условия приобретения крупных пакетов акций).

Вопросы внутреннего управления в АО и его взаимоотношений с внешней средой очень тесно переплетены. Эффективное управление способствует более продуктивной деятельности компании и формированию адекватной рыночной оценки акций, следовательно, понимание принципов управления АО очень важно как для потенциального инвестора и профессионального участника рынка ценных бумаг, так и для рядового акционера и представителя органов управления АО.

Обычно под корпоративным управлением и контролем понимается вся сфера деятельности корпорации (компании, АО), связанная с отношениями собственности и взаимодействием между различными ее субъектами, а также с отношениями между этими субъектами и другими заинтересованными группами (наемные руководители и работники, кредиторы, государственные органы). Именно такая деятельность требует четкого правового регулирования.

Что касается процедур управления и контроля в АО с точки зрения организации фирмы, т.е. структур функционального и линейного управления, схем административной подчиненности, должностного определения полномочий и прочих структурных факторов организации, то эти проблемы решаются каждой компанией самостоятельно с учетом ее собственных целей и стратегии и не требуют законодательного регулирования.

Независимо от различных определений и теоретических подходов ключевая задача корпоративного управления является общепризнанной: защита определенного круга участников корпоративных отношений от потенциального произвола (неэффективной деятельности) наемных менеджеров. Различие состоит в типах и степени вовлечения в сферу корпоративных отношений различных категорий таких потенциальных участников.

В самом узком понимании *корпоративное управление состоит в обеспечении деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах владельцев-акционеров*. Многие исследователи рассматривают корпоративное управление как пути и способы, с помощью которых всем финансовым внешним инвесторам гарантируется доход ~~на~~ свои инвестиции. К финансовым внешним инвесторам относятся не только держатели акций, но и кредиторы корпорации. Наконец, в *наиболее широкой трактовке корпоративное управление* — это учет и защита как финансовых, так и нефинансовых интересов инвесторов, вносящих свой вклад в деятельность корпорации (концепция **«соучастников»**). К нефинансовым инвесторам могут относиться служащие (специфические навыки для корпорации), поставщики (специфическое оборудование для корпорации), местные власти (инфраструктура и налоги в интересах **корпорации**) и др.

Очевидно, что степень охвата потенциальных «объектов защиты» посредством корпоративного управления во многом определяется экономическими, правовыми, историческими и этическими традициями в конкретном обществе. Среди важных факторов, которые оказывают влияние на формирование конкретной (национальной) модели корпоративного управления (контроля), следует выделить:

- 1) конкретную структуру владения акциями в корпорации;
- 2) специфику финансовой системы в целом как механизм трансформации сбережений в инвестиции (типы и распределение финансовых контрактов, состояние финансовых рынков, типы финансовых институтов, роль банковских институтов);
- 3) соотношение источников финансирования корпорации; макроэкономическую ситуацию и экономическую политику в стране;
- 4) политическую систему (существует ряд исследований, проводящих прямые параллели между устройством политической системы «избиратели — парламент — правительство» и моделью корпоративного управления «акционеры — совет директоров — **менеджеры**»);
- 5) историю развития и современные особенности правовой системы и культуры;
- 6) традиционную (исторически сложившуюся) национальную идеологию, сложившуюся практику деловых отношений;

7) традиции и степень вмешательства государства в экономику и его роль в регулировании правовой системы.

Определенная консервативность характерна для любой модели корпоративного управления, а формирование его конкретных механизмов обусловлено историческим процессом в конкретной стране. Это означает, в частности, что не следует ждать быстрых изменений модели корпоративного управления вслед за какими-либо радикальными правовыми изменениями.

Необходимо подчеркнуть, что для России в настоящее время характерны только формирующиеся и промежуточные модели корпоративного управления, которые зависят от выбранной модели приватизации. Для них типичны ожесточенная борьба за контроль в корпорации, недостаточная защита акционеров (инвесторов), недостаточно развитое правовое и государственное регулирование.

Среди наиболее важных специфических проблем, создающих дополнительные трудности формирования моделей корпоративного управления и контроля, следует выделить:

- недостаточно развитое и относительно противоречивое законодательство в целом;
- слабость инфраструктуры для обеспечения исполнения корпоративного законодательства (проблема **информента** — принудительного применения права);
- доминирование в экономике крупных корпораций и проблема монополизма;
- во многих случаях значительную первоначальную «распыленность» владения акциями;
- особую роль менеджеров (директоров) в корпоративном контроле;
- продолжающуюся борьбу за контроль в корпорациях и соответственно нестабильность системы прав собственности;
- социально-политические преграды для проведения реальных процедур банкротства убыточных корпораций;
- слабые и неликвидные (малоликвидные) рынки корпоративных ценных бумаг;
- слабо развитую систему финансовых институтов;
- проблему «прозрачности» эмитентов и рынков;
- отсутствие (неразвитость) внешнего контроля за менеджерами бывших государственных предприятий;
- слабость внутренних (национальных) инвесторов и опасения многих дополнительных рисков со стороны внешних (иностраных) инвесторов;

• отсутствие (забвение) традиций корпоративной этики и культуры;

- сохранение значительной доли собственности у государства;
- коррупцию и прочие криминальные аспекты проблемы.

В этом одно из принципиальных отличий российской практики от «классических» моделей, сложившихся в странах с развитой — рыночной экономикой, которые относительно стабильны и имеют более чем столетнюю историю.

Каждая модель (наиболее известны англосаксонская, германская и японская) формировалась в течение исторически длительного периода и отражает прежде всего специфические национальные условия социально-экономического развития, традиции и идеологию.

Принципиально важным правовым условием достижения прогресса в сфере корпоративного управления должно быть интенсивное государственное регулирование как долгосрочного характера (базовые законы), так и оперативного типа (защита инвесторов, регулирование **корпоративных** конфликтов, предотвращение злоупотреблений и мошенничества).

Центральной идеей как долгосрочного, так и оперативного государственного регулирования в этой области должна быть правовая защита инвесторов. Хотя основой для такой защиты должно быть законодательство о компаниях, эффективность правовой защиты зависит от многих сопряженных актов: о ценных бумагах, рынках ценных бумаг, банках, небанковских финансовых институтах, банкротствах и др.

7.2. ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

АО является собственником принадлежащего ему имущества, включая имущество, переданное ему акционерами в уставный капитал. Соответственно акционеры имеют по отношению к обществу имущественные права, выраженные акцией как ценной бумагой.

АО вправе выпускать только именные акции двух категорий — обыкновенные и привилегированные. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций общества должна быть не более 25% от уставного капитала АО.

Обыкновенная акция дает право:

- на участие в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам компетенции общего собрания;
- получение дивидендов;
- получение части имущества в случае ликвидации общества.

Все обыкновенные акции общества и привилегированные акции одного типа должны иметь одинаковую номинальную стоимость и предоставлять ее владельцу одинаковый объем прав.

Привилегированная акция предоставляет право:

- на получение дивиденда в виде фиксированной суммы или процента к номинальной стоимости акций;
- получение определенной в уставе части имущества АО в случае его ликвидации (ликвидационной стоимости).

Владельцы привилегированных акций имеют преимущества перед владельцами обыкновенных акций в получении соответствующих выплат (установленного размера дивиденда, ликвидационной стоимости).

Дивиденды по акциям выплачиваются из чистой прибыли или в случае привилегированных акций — за счет средств специально созданных для этих целей фондов, что позволяет обществу обеспечить дополнительную гарантию для владельцев привилегированных акций.

Дивиденды выплачиваются:

- ежеквартально;
- раз в полгода (промежуточные дивиденды);
- раз в год (годовые дивиденды).

Решение о выплате промежуточных дивидендов и их размере принимает совет директоров. Решение о выплате годовых дивидендов и их размере принимает общее собрание по рекомендации совета директоров. Годовой дивиденд не может быть меньше промежуточного и больше рекомендованного советом директоров.

*Существуют **обстоятельства**, при которых общество не вправе **выплачивать** дивиденды:*

- до полной оплаты уставного капитала;
- до выкупа акций, подлежащих выкупу;
- при наличии или появлении в результате выплаты дивидендов признаков несостоятельности (банкротства);
- если стоимость чистых активов меньше суммы уставного капитала, резервного фонда и превышения ликвидационной стоимости привилегированных акций над номинальной стоимостью.

Таким образом, голосующей акцией АО является обыкновенная или привилегированная акция, предоставляющая ее владельцу право голоса при решении вопроса, поставленного на голосование. *Право голоса акция предоставляет приобретателю **только** с момента ее полной оплаты*, за исключением акций, приобретенных учредителями в момент создания АО. По акциям, поступившим в распоряжение общества в случае неполной их оплаты в установленные при размещении сроки, а также при выкупе обществом акций у своих акционеров, право голоса не предоставляется.

В случае размещения дополнительных (выпущенных в порядке увеличения уставного капитала) акций и иных конвертируемых в ак-

ции ценных бумаг посредством открытой подписки с оплатой в денежной форме акционеры — ***владельцы** голосующих акций АО могут иметь, если это предусмотрено уставом, преимущественное право приобретения этих ценных бумаг общества.*

Преимущественное право не влияет на природу открытой подписки. Реализация этого права не превращает открытую подписку в закрытую, даже в случаях полного размещения дополнительно выпущенных акций среди акционеров акционерного общества. *Общее собрание акционеров вправе **принять** решение о неприменении преимущественного права на срок не более одного года.*

Акционеры, владеющие не менее чем 2% голосующих акций общества, имеют право вносить предложения в повестку дня годового общего собрания акционеров общества. Акционеры, владеющие не менее чем 10% голосующих акций общества, имеют право требовать от совета директоров проведения внеочередного общего собрания акционеров общества, а в случае отказа в этом имеют право созыва такого собрания.

Кумулятивные привилегированные акции предусматривают накопление невыплаченного дивиденда или его части с целью последующей выплаты. Тем не менее выплата дивидендов по привилегированным акциям не является обязательством АО в отличие от выплаты процентов по облигациям.

Таким образом, **привилегированные** акции представляют собой попытку найти компромисс между желанием общества привлечь дополнительные средства без обязательства их возврата (погашения номинальной суммы займа) и нежеланием «разводнять» контроль в АО путем увеличения числа лиц, имеющих право на участие в управлении обществом.

В случае предусмотренной в уставе конвертации привилегированных акций в обыкновенные акции привилегированные акции могут обладать правом голоса. С целью обеспечения возможности защиты владельцами привилегированных акций своих интересов законом предусмотрены ***обстоятельства**, при которых **владельцам** привилегированных акций предоставляется право голоса на общем собрании:*

- при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества;
- по всем вопросам компетенции общего собрания, начиная с собрания, следующего за годовым, на котором были не были приняты решения;
- при определении возможности конвертации акций реорганизуемых АО в акции вновь возникших обществ.

Каждый акционер имеет право требовать подтверждения его прав на акции путем выдачи выписки из реестра акционеров общества. *Выписка из реестра акционеров не является ценной бумагой*, и соответственно ее передача третьему лицу не означает совершения сделки и, конечно, не влечет перехода права собственности на акции.

7.3. СОЗДАНИЕ, РЕОРГАНИЗАЦИЯ И ЛИКВИДАЦИЯ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Деятельность акционерных обществ в России регулируется Законом об акционерных обществах, основой норм которого является **ГК РФ**, устанавливающий общие положения об акционерном обществе.

В соответствии со ст. 2 Закона об акционерных обществах *акционерным обществом* признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу. Акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Создание акционерного общества может осуществляться:

- путем учреждения нового юридического лица;
- путем реорганизации уже существующего юридического лица.

Учредителями общества могут являться как граждане, так и юридические лица, при этом допускается возможность учреждения акционерных обществ государственными органами или органами местного самоуправления.

Число учредителей открытого АО не ограничено, число учредителей в закрытых АО — не более 50. Закон об акционерных обществах содержит ограничение по составу учредителей — единственным учредителем общества не может быть другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

Единственным учредительным документом АО является устав. В целях защиты прав и интересов акционеров и потенциальных инвесторов Законом об акционерных обществах предусмотрено, что по требованию акционера, аудитора или любого заинтересованного лица общество обязано в разумные сроки предоставить им возможность ознакомиться с уставом общества, включая изменения и дополнения к нему. Изменения и дополнения в устав общества приобретают силу для третьих лиц с момента их государственной регистрации.

При учреждении общества учредители заключают между собой договор о его создании, в котором содержится информация о размере уставного капитала общества, типах акций и порядке **оплаты** акций,

подлежащих размещению среди учредителей. Денежная оценка имущества, вносимого учредителями в оплату акций, утверждается учредителями единогласно.

Юридическое значение уставного капитала заключается в том, что его размер определяет пределы минимальной имущественной ответственности общества по своим обязательствам. Экономическое и практическое значение создания уставного капитала состоит в возможности оперативного привлечения финансовых средств, необходимых для начала реальной хозяйственной деятельности.

Минимальный размер уставного капитала для открытого акционерного общества (ОАО) составляет 1000 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ), для закрытого акционерного общества (ЗАО) — 100 МРОТ (с 1 января 2009 г. МРОТ - 4330 руб./мес.).

Уставный капитал равен номинальной стоимости размещенных (т.е. приобретенных акционерами) акций. Объявленные акции представляют собой акции, которые АО вправе размещать дополнительно к уже размещенным акциям. Таким образом, дополнительные акции могут быть размещены только в пределах объявленных акций.

Законом об акционерных обществах установлена возможность *реорганизации обществ в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования*.

С целью защиты прав акционеров и кредиторов реорганизуемого АО Закон устанавливает для каждой формы реорганизации порядок:

- перехода прав и обязанностей реорганизуемого АО;
- действий совета директоров;
- принятия решения общим собранием АО;
- утверждения разделительного баланса или передаточного акта;
- принятия решения о выплате дивидендов или о неполной их выплате;
- принятия решения о полной выплате накопленных дивидендов по кумулятивным акциям, если такое решение должно быть принято.

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи к нему в соответствии с передаточным актом всех прав и обязанностей реорганизуемых АО с прекращением деятельности последних.

Общее собрание каждого АО, участвующего в слиянии, принимает решения о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора о слиянии, об утверждении передаточного акта. Утверждение устава и выборы совета директоров вновь возникшего АО проводятся на совместном общем собрании акционеров тех обществ, которые принимают участие в слиянии.

Присоединением общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому АО. При этой форме реорганизации передача имущества осуществляется посредством заключения договора о присоединении и утверждения передаточного акта между присоединяемым АО и обществом, к которому осуществляется присоединение.

Разделением общества признается прекращение его деятельности с передачей всех его прав и обязанностей к вновь создаваемым АО в соответствии с разделительным балансом. Общее собрание акционеров реорганизуемого АО утверждает решение о реорганизации общества в форме разделения, о создании новых АО, о порядке конвертации акций реорганизуемого АО в акции и (или) иные ценные бумаги вновь созданных обществ. Общее собрание каждого вновь создаваемого АО утверждает устав и избирает совет директоров.

Выделением АО признается создание одного или нескольких АО с передачей им в соответствии с разделительным балансом части прав и обязанностей реорганизуемого АО без прекращения деятельности последнего.

Преобразование юридического лица — это изменение его организационно-правовой формы. АО может быть преобразовано в *общество с ограниченной ответственностью* или в *производственный кооператив*. Имущественные права и обязанности реорганизованного АО переходят в соответствии с передаточным актом к вновь возникшему юридическому лицу с новым правовым статусом. Порядок обмена акций АО на вклады участников общества с ограниченной ответственностью или паи членов производственного кооператива утверждает общее собрание акционеров реорганизуемого АО.

С целью защиты прав кредиторов при любой форме реорганизации общество обязано уведомить кредиторов в письменной форме не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации.

С целью защиты прав акционеров закон предусматривает право акционера требовать от АО выкупа всех или части принадлежащих ему акций в случае принятия решения о реорганизации общества, если акционер голосовал против или не принимал участия в голосовании.

АО считается реорганизованным с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц, а при реорганизации в форме присоединения — с момента внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного общества.

Ликвидация АО — это прекращение его деятельности без перехода прав и обязанностей в порядке правопреемства. Акционерное **обще-**

ство может быть ликвидировано добровольно или по решению суда. Исключительным правом принятия решения по добровольной ликвидации общества обладает общее собрание акционеров (квалифицированным большинством в $\frac{3}{4}$ голосов акционеров, присутствующих на собрании, — владельцев голосующих акций).

Порядок ликвидации АО и очередность выплат кредиторам определяется в соответствии с ГК РФ.

Особенность ликвидации АО — порядок и очередность распределения между акционерами оставшегося после завершения расчетов с кредиторами имущества ликвидируемого общества:

1) выплаты по акциям, подлежащим выкупу обществом у акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании по вопросам:

- реорганизации общества,
- совершения крупной сделки,
- внесения изменений и дополнений в устав АО, ограничивающих права данных акционеров;

2) выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов и ликвидационной стоимости по привилегированным акциям;

3) распределение имущества между владельцами обыкновенных акций и всех типов привилегированных акций, по которым не определена ликвидационная стоимость.

7.4. КОМПЕТЕНЦИЯ ОРГАНОВ УПРАВЛЕНИЯ

В АО действует трехзвенная структура органов управления. Каждый из органов управления принимает решения по вопросам деятельности общества в соответствии со своей компетенцией. Разделение компетенции по управлению обществом между несколькими органами возникает в силу того, что текущее руководство деятельностью АО предполагает помимо профессионализма достаточную степень самостоятельности при принятии решений и, следовательно, необходимость контроля за деятельностью управляющего и сосредоточения функций принятия решений по наиболее важным для АО вопросам в тех органах, которые непосредственно представляют интересы акционеров.

Закон об акционерных обществах:

- определяет систему органов управления АО;
- устанавливает компетенцию каждого органа управления;
- определяет порядок образования и деятельности органов управления АО;
- предусматривает необходимость создания при определенных условиях дополнительных органов (ревизионная комиссия, счетная

комиссия), чья деятельность является вспомогательной и способствует эффективной работе органов управления АО и защите интересов акционеров;

- предусматривает возможность использования услуг сторонних организаций (независимого оценщика, аудитора).

В АО создаются и действуют:

- общее собрание акционеров;
- совет директоров (наблюдательный совет);
- исполнительный орган общества.

Исключением является АО с числом акционеров — владельцев голосующих акций — менее 50, в котором уставом может быть предусмотрено, что функции совета директоров может выполнять общее собрание акционеров.

Общее собрание акционеров является высшим органом управления акционерного общества. Посредством участия в его работе акционеры — владельцы голосующих акций реализуют свое право на участие в управлении АО. Собрание акционеров вправе рассматривать и принимать решения только по вопросам, отнесенным к его компетенции законом и уставом.

Уставом общества компетенция общего собрания не может быть расширена по сравнению с **компетенцией**, установленной законом, но может быть сужена. Исключением является случай, когда число акционеров — владельцев голосующих акций — менее 50. Совет директоров при этом отсутствует, и общее собрание принимает на себя часть вопросов исключительной компетенции совета директоров.

Компетенция общего собрания — это допустимый перечень вопросов, которые собрание в соответствии с законодательством вправе рассматривать и принимать по ним решения. Компетенция общего собрания делится на исключительную и альтернативную. Исключительная компетенция — это часть вопросов компетенции собрания акционеров, которая не может быть передана исполнительным органам общества. Компетенция общего собрания состоит из организационных и имущественно-правовых вопросов.

К организационным вопросам относится следующее:

- 1) внесение изменений и дополнений в устав, утверждение устава в новой редакции (кроме случаев, связанных с увеличением уставного капитала);

- 2) принятие решения по предложению совета директоров о реорганизации общества и назначении ликвидационной комиссии и утверждении промежуточного и окончательного балансов;

- 3) определение количественного состава совета директоров, **из-**брание ее членов и досрочное прекращение их полномочий;

- 4) определение количественного состава ревизионной комиссии, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;

- 5) утверждение аудитора общества;

- 6) избрание по предложению совета директоров членов счетной комиссии.

К имущественно-правовым вопросам компетенции общего собрания можно отнести следующее:

- принятие решения об увеличении или уменьшении уставного капитала;
- принятие решения о консолидации и дроблении размещенных акций;
- принятие решения о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет свыше 50% балансовой стоимости активов общества на дату принятия решения о совершении такой сделки.

Альтернативная компетенция — это часть вопросов компетенции собрания акционеров, которая может передаваться на решение другим органам управления.

К альтернативным вопросам компетенции общего собрания относятся:

- принятие решения об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, иных объединениях коммерческих организаций;
- принятие решения о выплате дивидендов, утверждении их размера, формы выплаты по акциям каждой категории, определение даты их выплаты;
- установление размеров вознаграждений и компенсаций членам совета директоров;
- утверждение, внесение изменений и дополнений в положение о ревизионной комиссии;
- установление размеров вознаграждений и компенсаций членам ревизионной комиссии по рекомендации совета директоров;
- принятие решения о проверке финансово-хозяйственной деятельности АО ревизионной комиссией.

Ряд вопросов компетенции общего собрания может передаваться на решение совета директоров общества:

- увеличение уставного капитала,
 - образование и досрочное прекращение полномочий исполнительного органа;
- на усмотрение как совета директоров, так и исполнительного органа:
- приобретение размещенных акций,

- участие в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, иных объединениях коммерческих организаций;
- иные вопросы, которые законодательство относит к компетенции общего собрания.

Вопросы, по которым общее собрание может принять решение, не могут быть расширены произвольно по усмотрению общего собрания.

Совет директоров (наблюдательный совет) как орган управления обществом осуществляет общее руководство его деятельностью в пределах своей компетенции. **Обязательно** создание совета директоров в акционерных обществах с числом акционеров — владельцев голосующих акций — более 50. В акционерных обществах с числом акционеров — владельцев голосующих акций — менее 50 устав может предусматривать наличие совета директоров, в противном случае его функции осуществляет общее собрание.

Основная задача совета директоров — выработка стратегической политики с целью увеличения прибыльности и обеспечения устойчивого финансово-экономического состояния общества, а также осуществление контроля за деятельностью исполнительных органов общества.

К исключительной компетенции совета директоров относятся следующие вопросы:

- определение приоритетных направлений деятельности АО;
- принятие решения о созыве общего годового собрания;
- принятие решения о созыве внеочередного общего собрания;
- заключение договоров с единоличным и коллегиальным исполнительным органом;
- утверждение итогов размещения дополнительных акций;
- принятие решения о приобретении размещенных акций общества в случаях, не связанных с целевым уменьшением уставного капитала;
- принятие решения о создании филиалов и открытии представительств общества, утверждение положений о них;
- принятие решения об участии общества в других организациях;
- принятие решения о заключении сделок, в совершении которых имеется заинтересованность;
- определение рыночной стоимости имущества, являющегося предметом крупной сделки;
- определение рыночной стоимости имущества, вносимого в оплату дополнительно размещаемых акций и иных ценных бумаг.

Альтернативная компетенция совета директоров — это вопросы, которые могут быть отнесены уставом в ведение общего собрания или

исполнительных органов. Число этих вопросов ограничено законодательством и не может быть расширено. Это такие вопросы, как:

- определение даты выплаты **годовых** дивидендов;
- назначение единоличного исполнительного органа и членов коллегиального исполнительного органа, а также досрочное прекращение их полномочий;
- заключение договоров с коммерческой организацией на исполнение функций исполнительного органа общества и др.

Эти положения ограничивают вмешательство совета директоров в повседневную деятельность исполнительного органа общества, гарантируя его самостоятельность в выполнении поставленных перед ним задач получения обществом прибыли.

Совет директоров ежегодно отчитывается перед общим собранием о своей деятельности. Решения общего собрания являются обязательными для них. Члены совета директоров должны действовать в интересах общества при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей. Они несут ответственность перед акционерным обществом за убытки, причиненные обществу их виновными действиями (или бездействием), если иные основания или размер ответственности не установлены законодательством РФ.

Акционерам предоставляется право на кумулятивное голосование.

Законом допускаются две процедуры выборов членов совета директоров — кумулятивное (совокупное) и раздельное голосование по каждому кандидату. *Если число акционеров — **владельцев** обыкновенных акций — в обществе превышает 1000, то выборы совета директоров должны проводиться **только** кумулятивным голосованием.*

В случае кумулятивного голосования проводится одно голосование по всему списку кандидатов. На каждую голосующую акцию приходится количество голосов, равное числу членов совета директоров общества, определенному в уставе. Каждый акционер имеет количество голосов, равное произведению количества принадлежащих ему обыкновенных акций и числа вакансий в избираемый совет директоров. Он может распределить свои голоса между любым числом выдвинутых кандидатов или отдать все голоса одному или не отдавать голоса ни одному из кандидатов.

Пример 7.1. Поясним процедуру кумулятивного голосования. Допустим, что общество состоит из трех акционеров. Г-н X владеет 20 акциями, г-н Y — 30, а г-ну Z **принадлежит** 50 обыкновенных акций общества. Уставом предусмотрено, что совет директоров состоит из пяти членов. Каждый акционер выдвигает от своего имени по две кандидатуры. Таким образом, на пять вакансии претендуют шесть соискателей. Акционер X будет

располагать 100 голосами (20 акций x 5 вакансий), акционер У — 150 голосами, а акционер Z — 250 голосами. Избранным в совет директоров считается кандидат, набравший большее относительно других число голосов. Если предположить, что акционеры X и Y отдали все голоса поровну между своими кандидатами, а Z распределил голоса между своими кандидатами в пропорции: 30% — одному кандидату и соответственно 0% второму, то в итоге в совет директоров будут избраны кандидаты от X, Y и кандидат от Z.

Таким образом, достоинства кумулятивного голосования состоят в том, что кумулятивное голосование:

- представляет собой эффективный способ формирования совета директоров, так как для избрания претенденту необходимо лишь опередить других соискателей независимо от набранной им абсолютной суммы голосов;
- снижает вероятность конфликтов внутри совета директоров, что способствует повышению стабильности в обществе;
- позволяет акционерам с относительно небольшим числом акций избрать своих кандидатов в совет директоров, например если группа акционеров, владеющая небольшим количеством обыкновенных акций, договорится и отдаст все свои голоса одному кандидату, то он сможет пройти в совет директоров даже при участии в выборах владельцев крупных пакетов акций.

Исполнительный орган осуществляет руководство всей текущей деятельностью акционерного общества. Исполнительный орган наделен так называемой остаточной компетенцией. Он вправе решать любые вопросы деятельности общества, которые законом отнесены к исключительной компетенции общего собрания и совета директоров.

Оперативное руководство деятельностью общества может осуществляться единоличным исполнительным органом (директором, генеральным директором) или параллельно единоличным исполнительным органом и коллегиальным исполнительным органом (правлением, дирекцией). Если в акционерном обществе создаются и единоличный, и коллегиальный исполнительный орган, то в уставе должна быть разграничена их компетенция, а функции председателя коллегиального исполнительного органа должен выполнять единоличный исполнительный орган.

Единоличный исполнительный орган в процессе руководства деятельностью общества без доверенности действует от его имени как вовне, совершая сделки, так и в рамках самого общества, издавая приказы и давая обязательные для работников общества указания. В обществе, где создан коллегиальный исполнительный орган, единолич-

ный орган действует самостоятельно только в рамках своей компетенции, подчиняясь в остальных решениям коллегиального органа.

Правление (дирекция) как коллегиальный исполнительный орган акционерного общества осуществляет текущее руководство деятельностью общества в пределах своей компетенции, определенной уставом, решениями общего собрания, внутренним документом общества, утвержденным советом директоров. Работа правления возглавляется генеральным директором и контролируется советом директоров. Основной целью деятельности этого органа управления является увеличение прибыльности общества на основе проведения выбранной им экономической политики. Правление выступает от имени общества в суде и в отношениях с государственными органами, юридическими и физическими лицами. К полномочиям правления относится свободный выбор сферы деятельности общества в пределах, установленных уставом и решениями общего собрания.

7.5. КРУПНЫЕ СДЕЛКИ: ВИДЫ, ПРЕДМЕТ СДЕЛКИ, УЧАСТНИКИ

В соответствии с Законом об акционерных обществах крупной считается сделка или несколько взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением, отчуждением или возможностью отчуждения обществом прямо или косвенно **имущества**, стоимость которого составляет 25 и более процентов балансовой стоимости активов общества, определенной по данным его бухгалтерской отчетности на последнюю отчетную дату.

Крупные сделки, отвечающие требованиям, установленным Законом об акционерных обществах, должны совершаться только в письменной форме, а в случаях, предусмотренных **ГК РФ**, подлежат государственной регистрации (например, сделки с недвижимостью).

Осуществление крупной сделки, связанной с приобретением имущества, означает не только покупку имущества, но и получение иной возможности пользоваться им (аренда, доверительное управление, совместная деятельность, поручение).

Не считаются крупными сделки:

- совершаемые в процессе обычной хозяйственной деятельности общества;
- связанные с размещением посредством подписки (реализацией) обыкновенных акций общества;
- связанные с размещением эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции общества.

Под сделками, совершаемыми в процессе обычной хозяйственной деятельности общества, понимаются сделки, связанные с **производ-**

ством продукции, обеспечением поставки сырья и материалов, оказанием финансовых услуг, реализацией готовой продукции, выполнением строительных и других работ. Сумма такой сделки в этих случаях не имеет значения.

Сделки, связанные с размещением (реализацией) обыкновенных акций, не могут относиться к крупным. Однако это верно только для акций общества, которое их выпустило. Если же общество приобретает или отчуждает акции либо ценные бумаги другого акционерного общества, то к таким сделкам применяются соответствующие нормы законодательства по совершению крупных сделок.

Стоимость самого имущества при совершении крупной сделки определяется следующим образом:

а) в случае отчуждения или возможности отчуждения имущества — по данным бухгалтерского учета;

б) в случае приобретения имущества — по цене приобретения.

При определении суммы крупной сделки в нее не включаются проценты, начисляемые за просрочку исполнения денежного обязательства, а также иные суммы, взимаемые с должника в порядке применения к нему мер ответственности (неустойка, штраф, пени). В то же время проценты, установленные кредитным договором за пользование кредитом в течение предусмотренного договором срока, должны учитываться при определении суммы сделки, поскольку они не являются мерой ответственности.

Для принятия советом директоров (наблюдательным советом) общества и общим собранием акционеров решения об одобрении крупной сделки цена отчуждаемого или приобретаемого имущества (услуг) определяется советом директоров (наблюдательным советом) общества. Цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества исходя из их рыночной стоимости.

Если лицо, заинтересованное в совершении одной или нескольких сделок, при которых цена (денежная оценка) имущества определяется советом директоров (наблюдательным советом) общества, является членом совета директоров (наблюдательного совета) общества, цена (денежная оценка) имущества определяется решением членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, не заинтересованных в совершении сделки. В обществе с числом акционеров 1000 и более цена (денежная оценка) имущества определяется независимыми директорами, не заинтересованными в совершении сделки.

Для определения рыночной стоимости имущества может быть **привлечен** независимый оценщик.

Привлечение независимого оценщика является обязательным для определения цены выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций в случаях:

- реорганизации общества или совершения крупной сделки, решение об одобрении которой принимается общим собранием акционеров в случае, если не достигнуто единогласие совета директоров об одобрении крупной сделки, если акционеры голосовали против принятия решения о его реорганизации или одобрении указанной сделки либо не принимали участия в голосовании по этим вопросам;
- внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава общества в новой редакции, ограничивающих их права, если акционеры голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании;
- а также в иных случаях, предусмотренных Законом об акционерных обществах.

В случае если владельцем более 2% голосующих акций общества являются государство и (или) муниципальное образование, для определения рыночной стоимости имущества обязательно привлечение государственного финансового контрольного органа.

Крупная сделка должна быть одобрена советом директоров (наблюдательным советом) общества или общим собранием акционеров.

Крупная сделка, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, должна быть одобрена всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) общества единогласно, при этом не учитываются голоса выбывших членов совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Крупная сделка, предметом которой является имущество стоимостью более 50% балансовой стоимости активов общества, должна быть одобрена общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.

Крупная сделка, совершенная с нарушением вышеуказанных положений, может быть признана недействительной по иску общества или акционера.

7.6. СДЕЛКИ, В СОВЕРШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЕТСЯ ЗАИНТЕРЕСОВАННОСТЬ

Сделками, в совершении которых имеется заинтересованность, признаются следующие сделки с участием:

- а) члена совета директоров (наблюдательного совета) общества;
- б) лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа общества (генерального директора);
- в) управляющей организации или управляющего;
- г) члена коллегиального исполнительного органа общества (правления);
- д) акционера общества, имеющего совместно с его аффилированными лицами 20 и более процентов голосующих акций общества;
- е) лица, имеющего право давать обществу обязательные для него указания.

Сделки, в совершении которых имеется заинтересованность, заключаются в особом порядке в соответствии с требованиями Закона об акционерных обществах. Особый порядок одобрения сделок с заинтересованностью предусматривается с целью не допустить причинения вреда интересам акционеров и общества в целом.

Все перечисленные выше лица признаются заинтересованными в совершении обществом сделки в случаях, если они, их супруги, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные и (или) их аффилированные лица:

- являются стороной, выгодоприобретателем, посредником или представителем в сделке;
- владеют (каждый в отдельности или в совокупности) 20 и более процентами акций (долей, паев) юридического лица, являющегося стороной, выгодоприобретателем, посредником или представителем в сделке;
- занимают должности в органах управления юридического лица, являющегося стороной, выгодоприобретателем, посредником или представителем в сделке, а также должности в органах управления управляющей организации такого юридического лица;
- в иных случаях, определенных уставом общества.

Положения о сделках, в совершении которых имеется заинтересованность, не применяются:

- к обществам, состоящим из одного акционера, который одновременно осуществляет функции единоличного исполнительного органа;
- к сделкам, в совершении которых заинтересованы все акционеры общества;

- при осуществлении преимущественного права приобретения размещаемых обществом акций;
- при приобретении и выкупе обществом размещенных акций;
- при реорганизации общества в форме слияния (присоединения) обществ, если другому обществу, участвующему в слиянии (присоединении), принадлежит более чем три четверти всех голосующих акций реорганизуемого общества.

Установление специального порядка заключения сделок, в совершении которых имеется заинтересованность определенного круга лиц, имеет своей целью защиту интересов всех акционеров и общества в целом от возможных недобросовестных действий указанных лиц. Такие сделки должны быть одобрены до их совершения советом директоров (наблюдательным советом) общества или общим собранием акционеров.

Для одобрения сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, Законом об акционерных обществах установлены правила в зависимости от численности акционеров в обществе и в зависимости от суммы сделки.

Если число акционеров — владельцев голосующих акций менее 1 **тыс.**, решение об одобрении сделки принимает совет директоров большинством голосов своих членов, не заинтересованных в ее совершении. Если же число незаинтересованных директоров составляет менее кворума для проведения заседания совета директоров общества, решение должно приниматься на общем собрании акционеров.

Если число акционеров больше 1 тыс., сделка должна быть одобрена большинством голосов независимых членов совета директоров, не заинтересованных в ее совершении. При этом независимым директором признается член совета директоров общества, не являющийся и не **являвшийся** в течение одного года, предшествовавшего принятию решения: 1) лицом, осуществлявшим функции единоличного исполнительного органа общества, в том числе его управляющим, членом коллегиального исполнительного органа или занимающим должности в органах управления управляющей организации; 2) лицом, супруг, родители, дети, полнородные или неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные которого являются лицами, занимающими должности в органах управления общества, управляющей организации общества либо являющимися управляющим общества; 3) аффилированным лицом общества, за исключением члена совета директоров общества.

Решение об одобрении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, принимается общим собранием акционеров боль-

шинством голосов всех не заинтересованных в сделке акционеров — владельцев голосующих акций в следующих случаях:

а) если предметом сделки или нескольких взаимосвязанных сделок является имущество, стоимость которого по данным бухгалтерского учета (цена предложения приобретаемого имущества) общества составляет 2 и более процентов балансовой стоимости активов общества по данным его бухгалтерской отчетности на последнюю отчетную дату;

б) если сделка или несколько взаимосвязанных сделок являются размещением посредством подписки или реализацией акции, составляющих более 2% обыкновенных акций, ранее размещенных обществом, и обыкновенных акций, в которые могут быть конвертированы ранее размещенные эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции;

в) если сделка или несколько взаимосвязанных сделок являются размещением посредством подписки эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, которые могут быть конвертированы в обыкновенные акции, составляющие более 2% обыкновенных акций, ранее размещенных обществом, и обыкновенных акций, в которые могут быть конвертированы ранее размещенные эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции.

Сделка, в совершении которой имеется заинтересованность, совершенная с нарушением требований к сделке, предусмотренных Законом об акционерных обществах, может быть признана недействительной по иску общества или акционера. При этом заинтересованное лицо несет перед обществом ответственность в размере убытков, причиненных им обществу. В случае если ответственность несут несколько лиц, их ответственность перед обществом является солидарной.

7.7. ПРИОБРЕТЕНИЕ КРУПНОГО ПАКЕТА АКЦИЙ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Согласно ст. 84¹ Закона об акционерных обществах, лицо, которое имеет намерение приобрести более 30% общего количества обыкновенных акций и привилегированных акций открытого общества, предоставляющих право голоса с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, вправе направить в открытое общество публичную оферту, адресованную акционерам — владельцам акций соответствующих категорий (типов), о приобретении принадлежащих им акций открытого общества. Такая оферта есть *добровольное предложение*.

Добровольное предложение считается сделанным всем владельцам соответствующих ценных бумаг с момента его поступления.

В добровольном предложении должны быть указаны:

- имя или наименование лица, направившего добровольное предложение, и иные сведения;
- количество акций открытого общества, принадлежащих лицу, направившему добровольное предложение, и его аффилированным лицам;
- вид, категория (тип) и количество приобретаемых ценных бумаг;
- предлагаемая цена приобретаемых ценных бумаг или порядок ее определения;
- срок, порядок и форма оплаты приобретаемых ценных бумаг;
- срок принятия добровольного предложения (срок, в течение которого заявление о продаже ценных бумаг должно быть получено лицом, направившим добровольное предложение), который не может быть менее чем 70 дней и более чем 90 дней с момента получения добровольного предложения открытым обществом;
- почтовый адрес, по которому должны направляться заявления о продаже ценных бумаг;
- порядок передачи ценных бумаг и срок, в течение которого ценные бумаги должны быть зачислены на лицевой счет (счет депо) лица, направившего добровольное предложение;
- сведения о лице, направившем добровольное предложение, подлежащие указанию в распоряжении о передаче ценных бумаг;
- сведения о гаранте, предоставившем банковскую гарантию.

Если лицо, направившее добровольное предложение, действует в интересах третьих лиц, но от своего имени, в добровольном предложении должно быть указано также имя или наименование лица, в интересах которого действует лицо, направившее добровольное предложение.

К добровольному предложению должна быть приложена банковская гарантия, которая должна предусматривать обязательство гаранта уплатить прежним владельцам ценных бумаг цену проданных ценных бумаг в случае неисполнения лицом, направившим добровольное предложение, обязанности оплатить в срок приобретаемые ценные бумаги.

Срок действия банковской гарантии должен истекать не ранее чем через шесть месяцев после истечения срока оплаты приобретаемых ценных бумаг, указанного в добровольном предложении.

Лицо, которое приобрело более 30% общего количества акций открытого общества с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, в течение 35 дней с момента внесения соот-

ветствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) или с момента, когда это лицо узнало или должно было узнать о том, что оно самостоятельно или совместно с его аффилированными лицами владеет указанным количеством таких акций, обязано направить акционерам — владельцам остальных акций соответствующих категорий (типов) и владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, публичную оферту о приобретении у них таких ценных бумаг (обязательное предложение).

Обязательное предложение считается сделанным всем владельцам соответствующих ценных бумаг с момента его поступления в открытое общество.

До истечения срока принятия обязательного предложения лицо, направившее обязательное предложение, не вправе приобретать ценные бумаги, в отношении которых сделано обязательное предложение, на условиях, отличных от условий обязательного предложения.

В обязательном предложении должны быть указаны:

- имя или наименование лица, направившего обязательное предложение;
- имя или наименование акционеров открытого общества, являющихся аффилированными лицами лица, направившего обязательное предложение;
- количество акций открытого общества, принадлежащих лицу, направившему обязательное предложение, и его аффилированным лицам;
- вид, категория (тип) приобретаемых ценных бумаг;
- предлагаемая цена приобретаемых ценных бумаг или порядок ее определения;
- срок принятия обязательного предложения (срок, в течение которого заявление о продаже ценных бумаг должно быть получено лицом, направившим обязательное предложение), который не может быть менее чем 70 и более чем 80 дней с момента получения обязательного предложения открытым обществом;
- почтовый адрес, по которому должны направляться заявления о продаже ценных бумаг;
- срок, в течение которого ценные бумаги должны быть зачислены на лицевой счет (счет депо) лица, направившего обязательное предложение. При этом указанный срок не может быть менее чем 15 дней со дня истечения срока принятия обязательного предложения;
- срок оплаты ценных бумаг, который не может быть более чем 15 дней с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) лица, направившего обязательное предложение;

- порядок и форма оплаты ценных бумаг;
- сведения о лице, направившем обязательное предложение, подлежащие указанию в распоряжении о передаче ценных бумаг;
- сведения о гаранте, предоставившем банковскую гарантию.

В случае определения рыночной стоимости ценных бумаг независимым оценщиком к обязательному предложению, направляемому в открытое общество, должна прилагаться копия отчета независимого оценщика о рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг.

Направление добровольного или обязательного предложения владельцам ценных бумаг, которым оно адресовано, осуществляется через открытое общество.

После получения открытым обществом добровольного или обязательного предложения совет директоров (наблюдательный совет) открытого общества обязан принять рекомендации в отношении полученного предложения, включающие оценку предложенной цены приобретаемых ценных бумаг и возможного изменения их рыночной стоимости после приобретения, оценку планов лица, направившего добровольное или обязательное предложение, в отношении открытого общества, в том числе в отношении его работников.

Открытое общество в течение 15 дней с даты получения добровольного или обязательного предложения обязано направить указанное предложение вместе с рекомендациями совета директоров (наблюдательного совета) открытого общества всем владельцам ценных бумаг, которым оно адресовано, в порядке, предусмотренном Законом об акционерных обществах.

В случае если уставом открытого общества определено печатное издание для опубликования сообщений о проведении общего собрания акционеров, добровольное или обязательное предложение и рекомендации совета директоров (наблюдательного совета) открытого общества должны быть опубликованы открытым обществом в этом печатном издании в течение 15 дней с даты получения добровольного или обязательного предложения.

Владельцы ценных бумаг, которым адресовано добровольное или обязательное предложение, вправе принять его путем направления заявления о продаже ценных бумаг по почтовому адресу, указанному в добровольном или обязательном предложении, или, если это предусмотрено соответствующим предложением, путем представления такого заявления лично по адресу, указанному в добровольном или обязательном предложении.

В заявлении о продаже ценных бумаг должны быть указаны вид, категория (тип) и количество ценных бумаг, которые владелец цен-

ных бумаг согласен продать лицу, направившему добровольное **или** обязательное предложение, а также выбранная форма их оплаты. В заявлении о продаже акций на основании добровольного предложения может быть также указано минимальное количество акций, которое акционер согласен продать.

Владелец ценных бумаг вправе отозвать заявление о продаже ценных бумаг до истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения в случае направления им заявления о продаже этих ценных бумаг лицу, направившему в открытое общество конкурирующее предложение.

Владелец ценных бумаг обязан передать ценные бумаги свободными от любых прав третьих лиц.

Лицо, направившее добровольное или обязательное предложение, не позднее чем через 30 дней с даты истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения обязано направить в открытое общество и федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчет об итогах принятия соответствующего предложения. Требования к отчету об итогах принятия добровольного или обязательного предложения и порядку его представления устанавливаются федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Лицо, направившее добровольное или обязательное предложение, вправе внести в предложение изменения об увеличении цены приобретаемых ценных бумаг и (или) о сокращении сроков оплаты приобретаемых ценных бумаг.

В случае увеличения цены приобретаемых ценных бумаг на основании добровольного или обязательного предложения вместе с соответствующими изменениями к добровольному или обязательному предложению предоставляется банковская гарантия, обеспечивающая исполнение обязательств по такому предложению в полном объеме с учетом увеличения цены приобретаемых ценных бумаг.

Вносимые в добровольное или обязательное предложение изменения имеют силу для всех владельцев ценных бумаг, в том числе для владельцев ценных бумаг, направивших заявления о продаже ценных бумаг до изменения соответствующего предложения.

В открытое общество можно направить другое конкурирующее предложение.

После поступления в открытое общество добровольного или обязательного предложения любое лицо вправе направить другое добровольное предложение в отношении соответствующих ценных бумаг (далее — конкурирующее предложение). Конкурирующее предложение должно быть направлено в открытое общество не позднее чем за

25 дней до истечения срока принятия последнего из ранее полученных открытым обществом предложений.

Цена приобретаемых ценных бумаг, указанная в конкурирующем предложении, не может быть ниже цены приобретаемых ценных бумаг, указанной в направленном ранее добровольном или обязательном предложении. Количество приобретаемых ценных бумаг, указанное в конкурирующем предложении, не может быть меньше количества приобретаемых ценных бумаг, указанного в направленном ранее добровольном или обязательном предложении, либо в конкурирующем предложении должно предусматриваться приобретение всех ценных бумаг соответствующих вида, категории (типа).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Какие отношения входят в понятие корпоративного управления и контроля?
2. Почему проблемы корпоративного управления и контроля важны для развития акционерного общества?
3. Как осуществляется преобразование общества?
4. В каком порядке происходит распределение имущества ликвидируемого общества?
5. В каких формах проводится реорганизация акционерного общества?
6. В чем различие между слиянием и присоединением общества?
7. Какими способами создается акционерное общество?
8. Кто может быть учредителем акционерного общества, какие существуют ограничения для учредителей?
9. Какие требования предъявляются к уставному капиталу акционерного общества?
10. Какие права предоставляет обыкновенная акция?
11. Какие права предоставляет привилегированная акция?
12. Кто — владельцы привилегированных акций или владельцы обыкновенных акций — имеют преимущественное право на получение дивиденда?
13. При каких обстоятельствах акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды?
14. При каких обстоятельствах общество не вправе объявлять о выплате дивидендов?
15. Кому и в каких случаях принадлежит преимущественное право приобретения ценных бумаг общества?
16. С какого момента считается сделанным добровольное предложение?
17. Как адресуется добровольное и обязательное предложение?
18. Когда истекает срок действия банковской гарантии?
19. Что такое исключительная и альтернативная компетенция общего собрания акционеров?

ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

20. Укажите основные функции совета директоров (наблюдательного совета)
21. Что такое кумулятивное голосование, как оно происходит?
22. Что является учредительным документом акционерного общества?
23. Укажите различия между выделением и разделением акционерного общества.
24. Какие права акционеру предоставляет дробная акция?
25. Какие сделки акционерного общества считаются крупными?
26. Каков срок действия преимущественного права на приобретение дополнительных акций?
27. В течение какого срока рассматриваются жалобы и заявления инвесторов федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг?
28. Какое акционерное общество вправе проводить размещение акций посредством закрытой подписки?

8.1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Под эмиссией ценных бумаг понимается установленная законодательством последовательность действий эмитента по выпуску и размещению ценных бумаг. Благодаря этому процессу в обращение попадают эмиссионные ценные бумаги. Под эмиссионной ценной бумагой понимается любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Все эмиссионные ценные бумаги в зависимости от порядка переуступки реализации прав по ним делятся на определенные группы (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Классификация ценных бумаг

По способу уступки и осуществления закрепляемых прав	
именные эмиссионные ценные бумаги	эмиссионные ценные бумаги на предъявителя
Информация об их владельцах доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг. Переход прав на них и осуществление прав по ним требуют обязательной идентификации владельца	Переход прав на них и осуществление прав по ним не требуют обязательной идентификации владельца

По способу удостоверения закрепляемых прав	
эмиссионные бездокументарные ценные бумаги	эмиссионные документарные ценные бумаги
Владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг на основании записи по счету депо	Владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или в случае депонирования такового на основании записи по счету депо

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.

На каждую эмиссионную ценную бумагу на предъявителя ее владельцу выдается сертификат. По требованию владельца может выдаваться один сертификат на две и более приобретаемые им эмиссионные ценные бумаги на предъявителя одного выпуска. Это положение не применяется к эмиссионным ценным бумагам на предъявителя с обязательным централизованным хранением.

Сертификат эмиссионных ценных бумаг на предъявителя должен содержать реквизиты, установленные Законом о рынке ценных бумаг. Требования к бланкам сертификатов эмиссионных ценных бумаг на предъявителя, за исключением бланков сертификатов эмиссионных ценных бумаг на предъявителя с обязательным централизованным хранением, устанавливаются нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Общее количество эмиссионных ценных бумаг на предъявителя, указанное во всех выданных эмитентом сертификатах, не должно превышать количество эмиссионных ценных бумаг на предъявителя в данном выпуске.

Решением о выпуске эмиссионных ценных бумаг на предъявителя, а в случаях, предусмотренных федеральными законами, решением о выпуске именных эмиссионных ценных бумаг может быть определено, что такие бумаги подлежат обязательному хранению в определенном эмитентом депозитарии (эмиссионные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением). Сертификат эмиссионных ценных бумаг на предъявителя с обязательным централизованным хранением не может быть выдан на руки владельцу (владельцам) таких ценных бумаг.

Любые имущественные и неимущественные права, закрепленные в документарной или бездокументарной форме, независимо от их

наименования являются эмиссионными ценными бумагами, если условия их возникновения и обращения соответствуют совокупности признаков эмиссионной ценной бумаги, указанной в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг.

Право на предъявительскую документарную 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.

Право на именную бездокументарную 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 системе ведения реестра — с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя.

Права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг.

Осуществление прав по предъявительским эмиссионным ценным бумагам производится по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом.

В случае хранения сертификатов документарных эмиссионных ценных бумаг в депозитариях права, закрепленные ценными бумагами, осуществляются на основании предъявленных этими депозитариями сертификатов по поручению, предоставляемому депозитарными договорами владельцев, с приложением списка этих владельцев. Эмитент в этом случае обеспечивает реализацию прав по предъявительским ценным бумагам лица, указанного в этом списке.

Осуществление прав по именным бездокументарным эмиссионным ценным бумагам производится эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра.

В случае если данные о новом владельце такой ценной бумаги не были сообщены держателю реестра соответствующего выпуска или номинальному держателю ценной бумаги к моменту закрытия реестра

ра для исполнения обязательств эмитента, составляющих ценную бумагу (голосование, получение дохода и др.), исполнение обязательств по отношению к владельцу, зарегистрированному в реестре в момент его закрытия, признается надлежащим. Ответственность за своевременное уведомление лежит на приобретателе ценной бумаги.

В случае если законодательством РФ или иными нормативными правовыми актами Российской Федерации установлены ограничения на долю участия иностранных лиц в капитале российских эмитентов, о совершенных сделках по приобретению иностранными владельцами акций, выпущенных такими российскими эмитентами, сторонам по сделке надлежит уведомлять федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и иные органы в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Подлинность подписи физических лиц на документах о переходе прав на ценные бумаги и прав, закрепленных ценными бумагами (за исключением случаев, предусмотренных законодательством РФ), могут быть заверены нотариально или профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Для эмиссионных ценных бумаг характерно их деление на *виды, категории и типы*.

В настоящее время существует *три вида* эмиссионных ценных бумаг: акции, облигации и опционы эмитента.

Понятие *категории* используется только для одного вида эмиссионных ценных бумаг — акций. Различают две категории акций: *обыкновенные* акции и *привилегированные* акции.

Понятие типа используется еще более узко, а именно применительно только к одной из категорий акций — привилегированным акциям. Так, под *типом* понимается совокупность привилегированных акций, предоставляющих их владельцам одинаковый объем прав и имеющих одинаковую номинальную стоимость.

Применительно к другому виду эмиссионных ценных бумаг — облигациям — может использоваться также понятие *серии*. Эмитент может размещать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определенные сроки. Одну серию облигаций могут образовывать облигации с одинаковыми сроками погашения, в том числе различающиеся по объему предоставляемых прав. В этой связи серия является более общим понятием, чем выпуск, поскольку в одну серию могут входить облигации нескольких выпусков.

Таким образом, эти понятия соотносятся следующим образом: вид ценных бумаг $\Rightarrow$ категория ценных бумаг $\Rightarrow$ тип ценных бумаг $\Rightarrow$ выпуск ценных бумаг.

Размещаются эмиссионные ценные бумаги путем *эмиссии*. Процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам при помощи заключения гражданско-правовых сделок является *размещением*, а заключение гражданско-правовых сделок с эмиссионными ценными бумагами, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги, является *обращением эмиссионных ценных бумаг*.

В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг эмитентами могут быть:

- юридические лица;
- органы исполнительной власти;
- органы местного самоуправления.

За исполнение обязательств, удостоверяемых эмиссионной ценной бумагой, несет ответственность эмитент.

Согласно Закону о рынке ценных бумаг, *эмиссия* ценных бумаг включает пять этапов:

- 1) принятие решения о размещении ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 3) государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- 4) размещение эмиссионных ценных бумаг;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска.

Рассмотрим перечисленные этапы подробнее.

Принятие решения о размещении ценных бумаг. Решениями о размещении ценных бумаг являются решения, определяющие порядок и основные условия размещения ценных бумаг и являющиеся основанием для их размещения. К таким решениям относятся:

а) договор о создании (решение единственного учредителя об учреждении) акционерного общества;

б) решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем увеличения номинальной стоимости акций;

в) решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций;

г) решение о дроблении акций;

д) решение о консолидации акций;

е) решение о внесении в устав акционерного общества изменений и (или) дополнений в части прав, предоставляемых привилегированными акциями;

ж) решение о размещении дополнительных акций, в которые осуществляется конвертация ранее размещенных привилегированных

акций, конвертируемых в обыкновенные акции или привилегированные акции иного типа;

з) договор о слиянии акционерных обществ;

и) договор о присоединении одного акционерного общества к другому акционерному обществу;

к) решение о реорганизации акционерного общества в форме разделения;

л) решение о реорганизации акционерного общества в форме выделения;

м) решение о преобразовании юридического лица в акционерное общество;

н) решение о размещении облигаций;

о) решение о размещении опционов эмитента.

В общем случае решение о размещении ценных бумаг принимается общим собранием участников (акционеров) или советом директоров (наблюдательным советом) эмитента.

Орган управления акционерного общества, принимающий наиболее важное решение о размещении ценных бумаг — решение об увеличении уставного капитала, определяется в том числе в зависимости от способа увеличения уставного капитала и способа размещения акций. Так, решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем увеличения номинальной стоимости акций принимается общим собранием акционеров, а решение об **увеличении** уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций — общим собранием акционеров или советом директоров (наблюдательным советом) акционерного общества, если в соответствии с уставом акционерного общества ему предоставлено право принимать такое решение. При этом в ряде случаев решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций, а также решение о размещении ценных бумаг, конвертируемых в акции, принимается только общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, если необходимость большего числа голосов для принятия этого решения не предусмотрена уставом акционерного общества. Такими случаями, согласно Закону об акционерных обществах, являются:

а) размещение дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем закрытой подписки;

б) размещение путем открытой подписки дополнительных обыкновенных акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций;

в) размещение путем открытой подписки ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции, которые могут быть конвертированы в обыкновенные акции, составляющие более 25% ранее размещенных обыкновенных акций.

В случае если решение об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций принимается советом директоров (наблюдательным советом) акционерного общества, такое решение должно быть принято единогласно всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества, при этом не учитываются голоса выбывших членов совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества.

В общем случае решением о размещении ценных бумаг должны быть определены:

- вид, категория (тип) размещаемых ценных бумаг;
- количество размещаемых ценных бумаг и номинальная стоимость каждой размещаемой ценной бумаги;
- способ размещения ценных бумаг;
- цена размещения ценных бумаг, размещаемых посредством подписки, или порядок ее определения, в том числе цена размещения или порядок определения цены размещения акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, акционерам, имеющим преимущественное право приобретения размещаемых ценных бумаг;
- форма оплаты ценных бумаг, размещаемых посредством подписки.

Решением о размещении ценных бумаг также могут быть определены иные условия размещения ценных бумаг.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг, размещаемых посредством подписки, должно содержать:

- наименование брокера, который будет оказывать эмитенту услуги по размещению эмиссионных ценных бумаг, размещаемых посредством подписки;
- дату принятия решения о размещении эмиссионных ценных бумаг.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг составляется в трех экземплярах. После государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг один экземпляр решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг остается на хранении в регистрирующем органе, а два других экземпляра выдаются эмитенту. В случае если ведение реестра владельцев именных эмиссионных ценных бумаг эмитента осуществляется регистратором, а также в случае если размещаемые эмитентом эмис-

сионные ценные бумаги на предъявителя являются эмиссионными ценными бумагами с обязательным централизованным хранением, один экземпляр решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг передается эмитентом на хранение регистратору или депозитарию, осуществляющему обязательное централизованное хранение. При наличии в текстах экземпляров решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг расхождений преимущественную силу имеет текст документа, хранящегося в регистрирующем органе.

При государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг на каждом экземпляре решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг делается отметка о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и указывается присвоенный выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг государственный регистрационный номер.

Решением о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, установленных федеральными законами или нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, должно быть предусмотрено, что эмиссионные ценные бумаги предназначены для квалифицированных инвесторов.

Утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. В соответствии со ст. 17 Закона о рынке ценных бумаг решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества. **Решение** о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг юридических лиц иных организационно-правовых форм утверждается высшим органом управления, если иное не установлено федеральными законами.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, кроме такого решения при размещении ценных бумаг при учреждении акционерного общества и при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения и преобразования, должно быть утверждено не позднее шести месяцев с момента принятия решения об их **размещении**¹. Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, размещенных

при учреждении акционерного общества и при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения и преобразования, должно быть утверждено после государственной регистрации созданного юридического лица и до представления документов в регистрирующий орган для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) и отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг подписывается лицом, занимающим должность единоличного исполнительного органа эмитента, и скрепляется печатью эмитента.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций с обеспечением, предоставленным третьим лицом, должно быть также подписано лицом, предоставившим такое обеспечение.

Решение о выпуске облигаций, исполнение обязательств эмитента по которым обеспечивается залогом, банковской гарантией или иными предусмотренными законодательством РФ способами, должно также содержать сведения о лице, предоставившем обеспечение, и об условиях обеспечения. Состав сведений о лице, предоставляющем обеспечение, определяется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. В этом случае решение о выпуске облигаций должно быть также подписано лицом, предоставляющим такое обеспечение. Облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается одним из указанных способов, предоставляет ее владельцу также права требования к лицу, предоставившему такое обеспечение.

Решение о выпуске именных облигаций или документарных облигаций с обязательным централизованным хранением должно также содержать указание даты, на которую составляется список владельцев облигаций для исполнения эмитентом обязательств по облигациям. Такая дата не может быть ранее 14 дней до наступления срока исполнения обязательств по облигациям. При этом исполнение обязательства по отношению к владельцу, включенному в список владельцев облигаций, признается надлежащим, в том числе в случае отчуждения облигаций после даты составления списка владельцев облигаций.

Эмитент не вправе изменить решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг в части объема прав по эмиссионной ценной бумаге, установленных этим решением, после государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг должно содержать следующее:

- полное наименование эмитента, место его нахождения и почтовый адрес;

¹ Пункт 2.3.4 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (утв. приказом ФСФР России от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н с **послед.** изм.).

- дату принятия решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего решение о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- дату утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- наименование уполномоченного органа эмитента, утвердившего решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- вид, категорию (тип) эмиссионных ценных бумаг;
- права владельца, закрепленные эмиссионной ценной бумагой;
- условия размещения эмиссионных ценных бумаг;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг в конкретном выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
- указание общего количества эмиссионных ценных бумаг в определенном выпуске, размещенных ранее (в случае размещения дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг);
- указание, являются эмиссионные ценные бумаги именными или на предъявителя;
- номинальную стоимость эмиссионных ценных бумаг в случае, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством РФ;
- подпись лица, осуществляющего функции исполнительного органа эмитента, и печать эмитента;
- иные сведения, предусмотренные федеральными законами о ценных бумагах.

К решению о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг в документарной форме прилагается описание или образец сертификата.

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или иным регистрирующим органом. Эмиссионные ценные бумаги, выпуск (дополнительный выпуск) которых не прошел государственную регистрацию, не подлежат размещению, если иное не предусмотрено Законом о рынке ценных бумаг.

При учреждении акционерного общества или реорганизации юридических лиц, осуществляемой в форме слияния, разделения, выделения и преобразования, размещение эмиссионных ценных бумаг осуществляется до государственной регистрации их выпуска, а государственная

регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг осуществляется одновременно с государственной регистрацией выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Регистрирующий орган определяет порядок ведения реестра и ведет реестр эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о зарегистрированных им выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг и об аннулированных индивидуальных номерах (кодах) выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг, а регистрирующий орган, являющийся федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, — также о выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, не подлежащих в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг и иными федеральными законами государственной регистрации. Регистрирующий орган вносит изменения в реестр эмиссионных ценных бумаг в течение трех дней после принятия соответствующего решения или получения документа, являющегося основанием для внесения таких изменений¹.

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг осуществляется на основании заявления эмитента. К заявлению о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг прилагаются решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства РФ, определяющих **порядок** и условия принятия решения о размещении ценных бумаг, утверждения решения о выпуске ценных бумаг, и других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии ценных бумаг, и в случае, если регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией **проспекта** ценных бумаг, проспект ценных бумаг. Исчерпывающий перечень таких документов определяется ФСФР России.

Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в течение 30 дней с даты получения документов, представленных для государственной регистрации. Регистрирующий орган вправе провести проверку достоверности сведений, содержащихся в до-

¹ Это требование не распространяется на государственные, муниципальные ценные бумаги и облигации Банка России.

кументах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных **ценных** бумаг. В этом случае вынесение решения о регистрации или отказе в регистрации может быть приостановлено на время проведения проверки, но не более чем на 30 дней.

При государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг ему присваивается индивидуальный государственный регистрационный номер. При государственной регистрации дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг ему присваивается индивидуальный государственный регистрационный номер, состоящий из индивидуального государственного регистрационного номера, присвоенного выпуску эмиссионных ценных бумаг, и индивидуального номера (кода) дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг. По истечении трех месяцев с момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг или с момента представления в регистрирующий орган уведомления об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг индивидуальный номер (код) дополнительного выпуска аннулируется.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту информации, содержащейся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг являются:

- нарушение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах **сведений**, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству РФ 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 Закона о рынке ценных бумаг и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти **по** рынку ценных бумаг;
- непредставление в течение 30 дней по запросу регистрирующего органа 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 (недостовверных сведений).

Решение об отказе в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и проспекта ценных бумаг может быть обжаловано в суд или арбитражный суд.

Государственная регистрация должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг в случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500.

Проспект ценных бумаг должен содержать:

- общие сведения об эмитенте (в том числе сведения о работах эмитента, информация о планах его будущей деятельности);
- сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг (в том числе сведения о расходах, **связанных** с эмиссией);
- сведения о финансовом положении эмитента (в том числе о фактах, повлекших за собой разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 5%).

Проспект ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета) этого хозяйственного общества. Проспект ценных бумаг юридических лиц иных организационно-правовых форм утверждается лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента, если иное не установлено федеральными законами. Проспект ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером (иным лицом, выполняющим его функции), подтверждающими тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг. Проспект ценных бумаг также должен быть подписан аудитором, а в случаях, предусмотренных нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, независимым оценщиком, подтверждающими достоверность информации в указанной ими части проспекта ценных бумаг. Проспект ценных бумаг по усмотрению эмитента может быть подписан финансовым консультан-

том на рынке ценных бумаг, подтверждающим достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, за исключением части, подтверждаемой аудитором и (или) оценщиком. Финансовым консультантом на рынке ценных бумаг не может являться аффилированное лицо эмитента.

В случае выпуска облигаций с обеспечением лицо, предоставившее обеспечение, обязано подписать проспект ценных бумаг, подтверждая достоверность информации об обеспечении.

Лица, подписавшие проспект ценных бумаг, при наличии их вины несут солидарно субсидиарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в проспекте недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации, подтвержденной ими. При этом срок исковой давности для возмещения ущерба составляет три года со дня начала размещения ценных бумаг, а в случае если государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг не сопровождалась регистрацией проспекта ценных бумаг, — со дня начала публичного обращения эмиссионных ценных бумаг.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, любым заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения этой информации. В случае открытой подписки эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска/дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг, указав порядок доступа любых заинтересованных лиц к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее 10 тыс. экземпляров. В случае закрытой подписки, сопровождающейся регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, указав порядок доступа потенциальных владельцев эмиссионных ценных бумаг к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее 1 тыс. экземпляров.

При регистрации проспекта ценных бумаг каждый этап эмиссии должен сопровождаться раскрытием информации.

Под раскрытием информации понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение.

Любое открытое акционерное общество обязано раскрывать следующую информацию:

- годовой отчет общества;
- годовую бухгалтерскую отчетность;
- сообщение о проведении общего собрания акционеров.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан осуществлять раскрытие следующей информации:

- ежеквартального отчета эмитента. Ежеквартальный отчет эмитента — это информация, состав и объем которой соответствуют информации, составляющей проспект ценных бумаг эмитента, за исключением информации о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг. Ежеквартальный отчет эмитента должен быть подписан единоличным исполнительным органом эмитента и главным бухгалтером эмитента. Ежеквартальный отчет эмитента представляется в регистрирующий орган не позднее чем за 45 дней со дня окончания отчетного квартала;
- сведений о реорганизации зависимых обществ эмитента;
- сведений о принятии решения о размещении эмиссионных ценных бумаг и об утверждении решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), касающихся финансово-хозяйственной деятельности эмитента эмиссионных ценных бумаг.

Обязанность по раскрытию информации в форме сообщений о существенных фактах возникает с даты, следующей за днем регистрации проспекта ценных бумаг эмитента. Сообщение о существенном факте должно быть опубликовано только в ленте новостей и на странице в Интернете. Раскрытие эмитентом информации с момента наступления существенного факта должно осуществляться путем опубликования сообщения на странице в Интернете не позднее двух дней.

Существенными фактами признаются сведения:

- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- этапах процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг, приостановлении и возобновлении эмиссии эмиссионных ценных бумаг, признании выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;
- дате закрытия реестра акционеров эмитента, сроках **исполнения** обязательств эмитента перед владельцами, решениях общих собраний;
- начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента.

Владелец обыкновенных акций обязан раскрыть информацию о приобретении 5 и более процентов общего количества размещенных обыкновенных акций, а также о любом изменении, в результате которого доля принадлежащих ему таких акций стала более или менее 5, **10, 15, 20, 25, 30, 50** или 75% размещенных обыкновенных акций путем направления уведомления:

- эмитенту указанных акций;
- в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Размещение эмиссионных ценных бумаг. Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска, если иное не установлено Законом о рынке ценных бумаг.

Размещение ценных бумаг включает:

- совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам;
- внесение приходных записей по лицевым счетам или по счетам депо первых владельцев (в случае размещения именных ценных бумаг), либо по счетам депо первых владельцев в депозитарию, осуществляющим централизованное хранение документарных облигаций с обязательным централизованным хранением (в случае размещения документарных облигаций с обязательным централизованным хранением);
- выдачу сертификатов документарных облигаций их первым владельцам (в случае размещения документарных облигаций без **обязательного** централизованного хранения).

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. Эмитент может разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. Фактическое количество размещенных ценных бумаг указывается в отчете об итогах выпуска, представляемом на регистрацию, а если в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг и иными федеральными законами эмиссия ценных бумаг осуществляется без государственной регистрации отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска) — в уведомлении об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Доля неразмещенных ценных бумаг из числа, указанного в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг, при которой эмиссия считается несостоявшейся, устанавливается федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Возврат средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии производится в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Эмитент обязан завершить размещение выпускаемых эмиссионных ценных бумаг не позднее одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких ценных бумаг.

Запрещается размещение путем подписки эмиссионных ценных бумаг выпуска, государственная регистрация которого сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, ранее чем через две недели после опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг в соответствии со ст. 23 Закона о рынке ценных бумаг. Информация о цене размещения эмиссионных ценных бумаг может раскрываться в день начала размещения эмиссионных ценных бумаг.

Запрещается при публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг включать преимущества при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцем перед другими. Это положение не применяется в следующих случаях:

1) при эмиссии государственных ценных бумаг;

2) при предоставлении акционерам акционерных обществ преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;

3) при введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Общество вправе осуществлять размещение дополнительных акций и иных эмиссионных ценных бумаг посредством подписки и конвертации. В случае увеличения уставного капитала общества за счет его имущества общество должно осуществлять размещение дополнительных акций посредством распределения их среди акционеров.

Открытое общество вправе проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции, посредством **как** открытой, так и закрытой подписки. Уставом общества и правовыми актами Российской Федерации может быть ограничена возможность проведения закрытой подписки открытыми обществами. Закрытое общество не вправе проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции, посредством открытой подписки или иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. При этом разрешается производить размещение этих ценных бумаг посредством открытой подписки не ранее двух

недель после опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска ценных бумаг.

В случае если порядок определения цены размещения дополнительных акций эмитента предусматривает ее определение после окончания срока действия преимущественного права их приобретения лицами, имеющими такое право, этот срок не может быть менее 20 дней с момента направления (вручения) этим лицам или опубликования уведомления этих лиц о возможности осуществления ими такого права.

Оплата акций общества при его учреждении производится его учредителями по цене не ниже номинальной стоимости этих акций. Оплата дополнительных акций общества и иных эмиссионных ценных бумаг, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со ст. 77 Закона об акционерных обществах, но не ниже их номинальной стоимости. Цена размещения дополнительных акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, лицам, осуществляющим преимущественное право приобретения акций, может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10%. Размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении дополнительных акций общества посредством подписки, не должен превышать 10% цены размещения акций.

Акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента государственной регистрации общества, если меньший срок не предусмотрен договором о создании общества. Не менее 50% акций общества, распределенных при его учреждении, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации общества. Акция, принадлежащая учредителю общества, не предоставляет права голоса до момента ее полной оплаты, если иное не предусмотрено уставом общества.

В случае неполной оплаты акций в течение установленного срока право собственности на акции, цена размещения которых соответствует неоплаченной сумме (стоимости имущества, не переданного в оплату акций), переходит к обществу. Договором о создании общества может быть предусмотрено взыскание неустойки (штрафа, пени) за неисполнение обязанности по оплате акций.

Дополнительные акции и иные эмиссионные ценные бумаги общества, размещаемые путем подписки, размещаются при условии их полной оплаты.

Оплата акций, распределяемых среди учредителей общества при его учреждении, дополнительных акций, размещаемых посредством

подписки, может осуществляться деньгами, ценными бумагами, другими вещами или имущественными правами либо иными правами, имеющими денежную оценку. Форма оплаты акций общества при его учреждении определяется договором о создании общества, а дополнительных акций — решением об их размещении. Оплата иных эмиссионных ценных бумаг может осуществляться только деньгами. Устав общества может содержать ограничения на виды имущества, которым могут быть оплачены акции общества. Денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций при учреждении общества, производится по соглашению между учредителями. При оплате дополнительных акций неденежными средствами денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций, производится советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со ст. 77 Закона об акционерных обществах.

При оплате акций неденежными средствами для определения рыночной стоимости такого имущества должен привлекаться независимый оценщик, если иное не установлено федеральным законом. Величина денежной оценки имущества, произведенной учредителями общества и советом директоров (наблюдательным советом) общества, не может быть выше величины оценки, произведенной независимым оценщиком.

Эмитент не имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг посредством открытой подписки:

- ранее государственной регистрации выпуска;
- ранее чем через две недели после опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска.

В соответствии с законодательством РФ оказывать услуги эмитенту по размещению эмиссионных ценных бумаг может профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность.

Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг. С момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг аннулируется индивидуальный номер (код) дополнительного выпуска по истечении трех месяцев. Государственная регистрация отчета об **итогах** выпуска эмиссионных ценных бумаг совпадает с государственной регистрацией выпуска эмиссионных ценных бумаг в случае размещения ценных бумаг при реорганизации юридических лиц в форме выделения. Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных

ценных бумаг эмитент обязан представить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В отчете об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должна быть указана следующая информация:

- даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
- фактическая цена (цены) размещения ценных бумаг;
- количество размещенных ценных бумаг;
- доля размещенных и не размещенных ценных бумаг выпуска;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги,

в том числе: объем денежных средств в рублях, внесенных в оплату размещенных ценных бумаг;

- объем денежных средств в иностранной валюте, внесенных в оплату размещенных ценных бумаг и выраженных в валюте Российской Федерации по курсу Банка России на момент внесения;

- объем материальных и нематериальных активов, внесенных в качестве платы за размещенные ценные бумаги, выраженных в валюте Российской Федерации;

- о сделках, признаваемых федеральными законами крупными сделками и сделками, в совершении которых имеется заинтересованность, которые совершены в процессе размещения ценных бумаг.

Для акций в отчете об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг наряду с информацией дополнительно указывается список владельцев пакетов эмиссионных ценных бумаг, размер которых определяется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Эмитент вправе представить в регистрирующий орган уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в случае оказания брокером услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки и осуществления фондовой биржей их листинга, в том числе при размещении дополнительного выпуска ценных бумаг, если листинг ценных бумаг соответствующего **выпуска** был осуществлен **ранее**. В случае невключения фондовой биржей размещенных эмиссионных ценных бумаг в котируемый список эмитент обязан в срок не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг представить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Это положение не распространяется на эмиссию акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляемую эмитентами, являющимися кредитными организациями.

Уведомление об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг должно содержать следующую информацию:

- наименование брокера, оказывавшего услуги по размещению ценных бумаг;
- наименование фондовой биржи, на которой осуществлен листинг размещенных эмиссионных ценных бумаг;
- дату листинга размещенных эмиссионных ценных бумаг.

Отчет (уведомление) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером (иным лицом, выполняющим его функции), а уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) — также брокером, оказывавшим услуги по размещению эмиссионных ценных бумаг, подтверждающими тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в отчете (уведомлении) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Лица, подписавшие отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, при наличии их вины **несут** солидарно субсидиарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в указанном отчете недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации, подтвержденной ими.

Одновременно с отчетом об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган представляются заявление о его регистрации и документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства РФ, определяющих порядок и условия размещения ценных бумаг, утверждения отчета об итогах выпуска ценных бумаг, раскрытия информации, и иных требований, соблюдение которых необходимо при размещении ценных бумаг.

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в двухнедельный срок и при отсутствии связанных с эмиссией ценных бумаг нарушений регистрирует его. Регистрирующий орган отвечает за полноту зарегистрированного им отчета.

Отчет об итогах дополнительного выпуска обыкновенных акций, размещенных посредством подписки, должен содержать следующую информацию:

- фактическую цену размещения акций;
- доли размещенных и не размещенных акций;
- сведения о крупных сделках, совершенных в процессе размещения акций.

Нарушение установленной процедуры эмиссии, согласно Закону о рынке ценных бумаг является недобросовестной эмиссией.

Согласно Кодексу Российской Федерации об административных правонарушениях (КоАП РФ), недобросовестная эмиссия влечет наложение штрафа:

- на должностных лиц эмитентов — в размере от 40 до 50 МРОТ;
- эмитентов — в размере от 400 до 500 МРОТ.

Размер ущерба, причиненного гражданам, организациям или государству, от размещения эмитентом эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственной регистрации, для возникновения уголовной ответственности в отношении должностных лиц такого эмитента должен превышать 1 млн руб.

Максимальное уголовное наказание за размещение эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственной регистрации, — лишение свободы на срок до трех лет.

Эмиссия может быть приостановлена при обнаружении регистрирующим органом следующих нарушений:

- нарушение условий размещения эмиссионных ценных бумаг, установленных в решении об их выпуске и выявленных в пределах срока их размещения;
- осуществление недобросовестной рекламы ценных бумаг выпуска, выявленное в ходе их размещения;
- обнаружение в документах, на основании которых был зарегистрирован выпуск эмиссионных ценных бумаг, недостоверной информации.

Выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан несостоявшимся в следующих случаях:

- неразмещение ни одной ценной бумаги выпуска;
- осуществление недобросовестной рекламы ценных бумаг выпуска в ходе их размещения;
- отказ регистрирующего органа в регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан недействительным в случае обнаружения в документах, на основании которых был зарегистрирован отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг, недостоверной информации.

В случае нарушения эмитентом установленной процедуры эмиссии регистрирующий орган вправе принять следующие меры:

- отказать в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
- приостановить эмиссию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;

- признать выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся.

8.2. ОСОБЕННОСТИ ВЫПУСКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

АО вправе выпускать:

- облигации, обеспеченные имуществом;
- облигации, обеспеченные гарантиями третьих лиц;
- необеспеченные облигации. Их можно выпускать не ранее третьего года существования АО и при условии надлежащего утверждения как минимум двух годовых балансов. При этом размер облигационного займа не должен превышать величину уставного капитала.

Если размер облигационного займа превышает размер уставного капитала, то требуется обеспечение или гарантии третьих лиц. При этом величина обеспечения и гарантий должна перекрывать размер облигационного займа в полном объеме.

Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается:

- залогом;
- поручительством;
- банковской гарантией;
- государственной или муниципальной гарантией.

Погашение облигаций может производиться деньгами и иным имуществом.

Имущество, являющееся предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением, подлежит оценке оценщиком.

Государственная регистрация учреждением юстиции решения о выпуске облигаций, обеспеченных ипотекой, осуществляется после государственной регистрации выпуска таких облигаций.

В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств по облигациям с залоговым обеспечением имущество, являющееся предметом залога, подлежит реализации по письменному требованию любого из владельцев таких ценных бумаг.

8.3. ОСОБЕННОСТИ ВЫПУСКА БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Эмитентом биржевых облигаций может быть только открытое акционерное общество. Акции эмитента биржевых облигаций должны быть включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам. Эмитент биржевых облигаций должен существовать не менее трех лет.

Размещение биржевых облигаций осуществляется путем открытой подписки на торгах фондовой биржи. Их эмиссия может осуществляться без государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), без регистрации их проспекта и без государственной регистрации отчета об итогах их выпуска.

Срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать одного года с даты начала их размещения.

Биржевые облигации выпускаются только в документарной форме. Оплата и погашение биржевых облигаций осуществляются только деньгами.

Эти облигации не могут выпускаться с залоговым обеспечением. Размещение биржевых облигаций должно быть завершено в срок, установленный решением об их выпуске (дополнительном выпуске). Представление отчета об итогах **выпуска** (дополнительного выпуска) биржевых облигаций не требуется.

Размещение биржевых облигаций, допущенных к торгам на фондовой бирже, может быть приостановлено по решению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг или фондовой биржи. Возобновление размещения биржевых облигаций, допущенных к торгам на фондовой бирже, осуществляется по решению органа, приостановившего размещение.

8.4. ОСОБЕННОСТИ ВЫПУСКА ОПЦИОНОВ ЭМИТЕНТА

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца 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.

Эмитент не вправе размещать свои опционы, если количество объявленных акций эмитента меньше количества акций, право приобретения которых предоставляют такие опционы.

Количество акций определенной категории, право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5% акций этой категории, 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.

Количество акций определенной категории, право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать

5% акций этой категории, размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

Андеррайтинг при размещении ценных бумаг. Под андеррайтингом понимается оказание услуг эмитенту по размещению его ценных бумаг среди инвесторов. По своей сути андеррайтинг является финансовым посредничеством между эмитентом и инвесторами.

В соответствии с российским законодательством оказывать услуги эмитенту по размещению эмиссионных ценных бумаг может профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг не может совершать сделки по размещению ценных бумаг эмитента от имени эмитента и за свой счет.

В мировой практике присутствуют следующие виды андеррайтинга:

- андеррайтинг «с твердыми обязательствами». В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. В первом случае, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения ценных бумаг. Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке (как это было на международных рынках в октябре 1987 г.), то андеррайтер может понести огромные курсовые потери;

- андеррайтинг «с ожиданием». При этой форме андеррайтинга андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, которая предназначалась для реализации подписных прав и осталась невыкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них подписные права;

- андеррайтинг «на базе лучших усилий». В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспространенной части эмиссии. Тем самым финансовые риски, связанные с нерасмещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Нераспроданная часть эмиссии возвращается эмитенту. Обязательством андеррайтера является приложение максимальных усилий для размещения ценных бумаг, однако финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет;

- андеррайтинг «все или ничего». Действие соглашения по андеррайтингу прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию;

- договорный андеррайтинг. При этой форме андеррайтинга ценовые условия эмиссии (цена выпуска акций у эмитента, спред между указанной ценой и ценой, по которой размещает эмиссию синдикат) устанавливаются на основе переговоров между эмитентом и единственным менеджером синдиката (см. *конкурентный андеррайтинг*);

- конкурентный андеррайтинг. При этом виде андеррайтинга подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут *несколько андеррайтеров* (инвестиционных компаний — в российской терминологии), каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. (естественно, скрытно от другого). Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Например, если андеррайтер А при прочих равных предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 10 тыс. руб., а андеррайтер Б — по 9,5 тыс. руб., то, естественно, эмитент (обычно известное, находящееся в хорошем финансовом положении предприятие) предпочтет андеррайтера А;

- андеррайтинг на основе опциона подразумевает, что андеррайтер за определенную плату принимает на себя обязательство покупки новых выпусков акций или облигаций. Продажа опционов пут дает такой же результат, за исключением того, что продавец опциона пут может передумать покупать эти акции и решит выкупить свой опцион для аннулирования своего обязательства, в то время как это невозможно при обязательствах по этому виду андеррайтинга.

В мировой практике временное объединение нескольких андеррайтеров в целях размещения выпуска ценных бумаг эмитента среди инвесторов называют эмиссионным синдикатом. При этом андеррайтер, входящий в эмиссионный синдикат, несет ответственность за размещение выпуска ценных бумаг в пределах своего участия в синдикате и не отвечает за другие нерасплаченные ценные бумаги. Это называется принципом «раздельного счета».

Организацию, которая координирует работу эмиссионного синдиката, называют **лид-менеджером**. К его исключительной функции относится подготовка презентаций (*road-show*).

В соответствии с российским законодательством размер вознаграждения брокера, оказывающего услуги эмитенту по размещению эмиссионных ценных бумаг, не должен превышать 10% цены размещения акций.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Кто может являться эмитентом в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг?
2. Кто несет ответственность за исполнение обязательств, удостоверяемых эмиссионной ценной бумагой?
3. Какими признаками должны одновременно характеризоваться эмиссионные ценные бумаги?
4. Как называется процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцем путем заключения гражданско-правовых сделок?
5. Как называется установленная Законом о рынке ценных бумаг последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг?
6. По истечении какого срока с момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг аннулируется индивидуальный номер (код) дополнительного выпуска?
7. Кем должна осуществляться государственная регистрация дополнительного выпуска обыкновенных акций региональной страховой компании, размещаемых посредством открытой подписки, если общий объем выпуска не превышает 100 млн руб.?
8. С чего начинается процедура эмиссии дополнительных акций?
9. На каком этапе осуществляется официальная фиксация обязательств эмитента, удостоверяемых эмиссионными ценными бумагами, выпуск которых подлежит государственной регистрации?
10. В каком случае государственная регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг совпадает с государственной регистрацией выпуска эмиссионных ценных бумаг?
11. Что должно быть определено в решении о размещении эмиссионных ценных бумаг?
12. Кем должно быть принято решение о размещении посредством открытой подписки дополнительных обыкновенных акций акционерного общества, составляющих менее 25% ранее размещенных обыкновенных акций общества?
13. Кем должно быть принято решение о размещении посредством открытой подписки неконвертируемых облигаций акционерного общества?
14. Какие эмиссионные ценные бумаги могут быть размещены посредством открытой подписки в соответствии с уставом акционерного общества по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества?
15. Что должно содержать решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг, размещаемых посредством подписки?
16. Кем должно быть утверждено решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг акционерного общества с числом акционеров — владельцев голосующих акций — более 50?
17. Какая информация в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг должна содержаться в проспекте ценных бумаг?

18. Кем утверждается проспект ценных бумаг акционерного общества?
19. Кем подписывается проспект ценных бумаг акционерного общества?
20. Кто из перечисленных ниже лиц несет ответственность за ущерб, причиненный эмитентом владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в зарегистрированном проспекте ценных бумаг недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации?
21. Сколько экземпляров решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг направляется эмитентом на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг?
22. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг какие документы обязан представить эмитент для государственной регистрации выпуска дополнительных акций, если объем эмиссии составляет 50 тыс. руб., а число инвесторов — 300?
23. Что является основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг?
24. Укажите способы размещения акций общества в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах.
25. Укажите способы размещения облигаций общества в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах.
26. Укажите способы размещения опционов эмитента в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах.
27. Когда эмитент не имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг посредством открытой подписки?
28. Не ранее какого срока после опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска ценных бумаг разрешается производить размещение ценных бумаг посредством открытой подписки?
29. Возможно ли при публичном размещении ценных бумаг закладывать преимущество при приобретении ценных бумаг одним потенциальным владельцем перед другими?
30. Какую информацию должен содержать отчет об итогах дополнительного выпуска обыкновенных акций, размещенных посредством подписки?
31. Укажите срок рассмотрения регистрирующим органом отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг.
32. Какую информацию должно содержать уведомление об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг?
33. Что является недобросовестной эмиссией согласно Закону о рынке ценных бумаг?
34. Каким должен быть размер ущерба, причиненного гражданам, организациям или государству, от размещения эмитентом эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственной регистрации, для возникновения уголовной ответственности в отношении должностных лиц такого эмитента?

35. Какое максимальное уголовное наказание предусмотрено за размещение эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственной регистрации?
36. При обнаружении каких нарушений эмиссия может быть приостановлена регистрирующим органом?
37. В каких случаях выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан несостоявшимся?
38. Какие меры вправе принять регистрирующий орган в случае нарушения эмитентом установленной процедуры эмиссии?
39. В момент учреждения учредители общества приобрели 100 акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. Уставом общества определено, что общее количество объявленных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. составляет 500. Чему равен уставный капитал общества, если общество не производило размещение дополнительных акций?
40. Общество учреждено с уставным капиталом 100 тыс. руб. Уставом общества определено, что общее количество объявленных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. составляет 2000. Общество произвело размещение 1 тыс. дополнительных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. Чему равен уставный капитал общества?
41. Уставом общества определено, что общее количество объявленных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. составляет 5 тыс. Уставный капитал общества состоит из 1 тыс. обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. Общество увеличивает уставный капитал путем размещения 4 тыс. дополнительных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. Год спустя общество принимает решение об увеличении уставного капитала. Какое количество дополнительных акций может общество разместить, не внося изменений в устав об увеличении общего количества объявленных акций?
42. В каких случаях допускается размещение акционерным обществом облигаций без обеспечения?
43. Что понимается под раскрытием информации?
44. Где должно быть опубликовано сообщение о государственной регистрации выпуска ценных бумаг, размещаемых посредством открытой подписки?
45. Раскрытие какой информации обязан осуществлять эмитент в случае регистрации проспекта ценных бумаг?
46. На каких этапах процедуры эмиссии эмитент обязан осуществлять раскрытие информации, если государственная регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг?
47. Что представляет собой ежеквартальный отчет эмитента?
48. Какие сведения не признаются сообщениями о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента и подлежащих раскрытию?

СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

49. Когда у эмитента возникает обязанность по раскрытию информации в форме сообщений о существенных фактах?
50. Где должно быть опубликовано сообщение о существенном факте?
51. В какие сроки с момента наступления существенного факта должно осуществляться раскрытие эмитентом информации?
52. Определите первичный источник информации о курсе ценной бумаги эмитента.
53. Какую информацию об эмитентах и их ценных бумагах, из каких источников и на каких условиях может получить инвестор?
54. В каких случаях права владельцев эмиссионных ценных бумаг могут удостоверяться только записями на лицевых счетах в системе ведения реестра?
55. В каких случаях права владельцев эмиссионных ценных бумаг могут удостоверяться записями по счетам депо в депозитариях?
56. Каким образом производится осуществление прав по эмиссионным ценным бумагам на предъявителя?
57. Может ли одно и то же лицо быть зарегистрировано в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг одного и того же вида в качестве владельца и номинального держателя?
58. По отношению к какому лицу производится исполнение обязательств эмитентом в случае, если к моменту закрытия реестра для исполнения обязательств не были сообщены данные о новом владельце ценных бумаг?
59. Каким образом производится осуществление прав по эмиссионным ценным бумагам на предъявителя в случае хранения сертификатов в депозитариях?
60. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг в каких случаях момент перехода прав собственности на эмиссионные ценные бумаги может являться осуществление приходной записи по лицевому счету приобретателя в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг?

9.1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Основной задачей всей системы государственного регулирования рынка является формирование и обеспечение соблюдения правил деятельности всех его субъектов, при которых рынок ценных бумаг наиболее эффективно выполняет свои основные макроэкономические функции — мобилизацию свободных ресурсов для развития экономики и формирование доходных и надежных инструментов сбережения для населения.

В этом случае к субъектам, деятельность которых является объектом регулирования, относятся:

- эмитенты ценных бумаг;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- компании и организации, непосредственно участвующие в системе коллективных инвестиций;
- саморегулируемые организации.

К этому перечню необходимо добавить такую категорию, как сторонние организации, привлекаемые указанными выше субъектами для выполнения требований законодательства, а также для исполнения своих обязательств перед инвесторами. В частности, к таким организациям относятся аудитор и оценщик. Подобные организации наравне с другими субъектами подпадают под систему регулирования рынка ценных бумаг.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем:

- установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов;
- государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и кон-

троля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;
- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Формирование финансовых рынков в Российской Федерации основывалось преимущественно на американском опыте, это определило в дальнейшем схожие черты системы регулирования этих рынков в Российской Федерации и США. Так, например, во Франции основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг принадлежит государству, а в Российской Федерации, также как и в США, регулирование рынка ценных бумаг разделяется между государством в лице специализированного органа и саморегулируемыми организациями. При этом в США роль саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг выполняют фондовые биржи и ассоциации, объединяющие брокеров и дилеров.

В целом регулирование рынка осуществляется посредством правовых норм, закрепленных в федеральных законах и нормативно-правовых актах Правительства РФ и федеральных органов исполнительной власти. Основными из них являются Закон о рынке ценных бумаг, а также различные нормативно-правовые акты федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФСФР России), которые регулируют профессиональную деятельность на этом рынке.

9.2. ФЕДЕРАЛЬНАЯ СЛУЖБА ПО ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ

В качестве основного регулирующего органа рынка ценных бумаг выступает Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации, которая является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков, за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности. Руководство этим органом осуществляет Правительство РФ через руководителя ФСФР России, который имеет следующие полномочия:

- издавать соответствующие приказы по вопросам своей компетенции;

- назначать на должность и освобождать от должности руководителей территориальных органов ФСФР России;
- утверждать положения о территориальных органах ФСФР России;
- осуществлять контроль за деятельностью своих территориальных органов.

Руководитель ФСФР России и его заместители назначаются и освобождаются от должности Правительством РФ.

Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг выполняет функции по регулированию рынка, по надзору и контролю на рынке, по защите прав и законных интересов инвесторов на рынке, по принуждению к исполнению законодательства о ценных бумагах и т.д.

В рамках функции по регулированию рынка ФСФР России имеет право:

- принимать решение о приостановлении действия или об аннулировании лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в случае неоднократного нарушения в течение одного года профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства РФ;
- квалифицировать новые виды ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ;
- устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг, за исключением кредитных организаций, нормативы достаточности собственных средств и иные требования, направленные на снижение рисков профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- применять меры к должностным лицам и специалистам профессиональных участников в случае нарушения законодательства РФ о ценных бумагах.

Надзорно-контрольные функции осуществляются посредством:

- анализа отчетности;
- осуществления функций по лицензированию деятельности и регистрации документов;
- проведения непосредственных проверок деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- установления контроля за системами управления рисками профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- установления нормативов и осуществления контроля за их соблюдением.

Для непосредственного осуществления контрольных функций ФСФР России устанавливает процедуру проведения проверки деятельности в отношении следующих организаций:

- эмитентов;
- акционерных инвестиционных фондов;
- ипотечных агентов;
- профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- управляющих компаний инвестиционных фондов;
- саморегулируемых организаций;
- бюро кредитных историй.

В целях защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг ФСФР России имеет право обращаться в суд с исками и заявлениями:

- в защиту охраняемых законом интересов инвесторов;
- о ликвидации юридических лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг без лицензии;
- признании сделок с ценными бумагами недействительными.

В рамках функций принуждения по исполнению законодательства о ценных бумагах ФСФР России обладает полномочиями:

1) по выдаче предписаний, обязательных для исполнения всеми субъектами;

2) приостановлению или аннулированию лицензий у профессиональных участников;

3) наложению штрафов в установленном размере в случаях совершения профессиональными участниками правонарушений;

4) обращению с исками в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным;

5) обращению с исками в суд о ликвидации юридических лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг без **лицензии**;

6) применению мер воздействия к специалистам, в том числе аннулирование квалификационных аттестатов.

В повседневной деятельности стандартными функциями ФСФР России являются:

- разработка единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами;
- утверждение процедуры эмиссии ценных бумаг путем утверждения стандартов эмиссии ценных бумаг и проспектов их эмиссии, в том числе и иностранных эмитентов, но за исключением утверждения процедуры эмиссии государственных долговых обязательств и ценных бумаг субъектов РФ;

- запрет или временное ограничение на проведение профессиональным участником отдельных операций на рынке ценных бумаг на срок, не превышающий шесть месяцев;

- проведение плановых выездных проверок участников рынка ценных бумаг, о которых ФСФР России обязан уведомить не менее чем за пять рабочих дней.

Для информирования участников и инвесторов на рынке ценных бумаг ФСФР России учредила официальное издание, где в обязательном порядке публикуется следующая информация:

1) об аннулировании или о приостановлении действия лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;

2) о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг;

3) об административных взысканиях, наложенных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

9.3. САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Помимо федерального органа, регулирующего рынок ценных бумаг и его региональных представительств, важным элементом системы регулирования являются саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО).

Их роль заключается в том, чтобы на основании опыта, накопленного непосредственно участниками рынка, вырабатывать детальные нормы и требования, предъявляемые к работе на рынке ценных бумаг, контролировать их соблюдение и тем самым приближать регулятора рынка к его участнику.

Согласно законодательству, саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг является основанная на членстве некоммерческая организация, созданная профессиональными участниками рынка ценных бумаг и осуществляющая свою деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности в качестве саморегулируемой организации, выданной ФСФР России.

Основными внутренними документами, регулирующими деятельность СРО, являются положения, правила и прочие документы. По необходимости СРО может внести в них изменения, при этом организация обязана представлять в ФСФР России данные обо всех изменениях, вносимых в указанные документы (в том числе изменения в документы о создании организации), с кратким обоснованием причин и целей таких изменений. Если федеральный орган в течение 30 календарных дней с момента их поступления не направил письменное

уведомление об отказе в утверждении этих изменений с указанием причин, изменения вступают в силу.

СРО учреждается не менее чем десятью профессиональными участниками и функционирует на принципах некоммерческой организации.

Основными функциями СРО являются:

- 1) обеспечение условий профессиональной деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- 2) соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;
- 3) защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;
- 4) установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Для осуществления своих функций СРО обладают набором полномочий, к которым относятся:

- право получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов, осуществляемых в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (региональным отделением федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг);
- право разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, обязательные для соблюдения членами СРО;
- право контролировать соблюдение членами СРО принятых правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности;
- осуществлять обучение граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также в случае, если СРО соответствующим образом аккредитовано федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, принимать квалификационные экзамены и выдавать квалификационные аттестаты.

Однако полномочия СРО в отношении своих членов не ограничиваются контролем за исполнением документов СРО. Помимо этого СРО по своей инициативе или на основании обращений ФСФР России и иных государственных органов, а также на основании жалоб и заявлений инвесторов осуществляют контроль за исполнением членами СРО законодательства о защите прав инвесторов.

Порядок рассмотрения жалоб и заявлений инвесторов на действия ее участника (члена), его должностных лиц и специалистов преду-

сматривается учредительными документами, правилами и стандартами деятельности саморегулируемой организации.

При выявлении нарушений со стороны своего участника СРО имеет право принять следующее решение:

- применить к нарушителю санкции, установленные правилами и стандартами деятельности этой организации;
- рекомендовать своему участнику возместить инвестору причиненный ущерб во внесудебном порядке;
- исключить профессионального участника из числа своих участников и обратиться в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг с заявлением о принятии мер по аннулированию или приостановлению действия лицензии профессионального участника на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- направить материалы по жалобе и заявлению в правоохранительные и иные федеральные органы исполнительной власти в соответствии с их компетенцией для рассмотрения.

О решении, принятом по итогам рассмотрения жалобы и заявления, саморегулируемая организация обязана сообщить в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

СРО вправе создавать компенсационные и иные фонды с целью возмещения понесенного инвесторами — физическими лицами — ущерба в результате деятельности профессиональных участников — участников (членов) саморегулируемой организации. Помимо СРО такие фонды вправе создавать только общественные объединения инвесторов. СРО может компенсировать ущерб инвесторов за счет средств этих фондов, а также рекомендовать своему участнику возместить причиненный ущерб во внесудебном порядке.

9.4. ОСНОВНЫЕ СФЕРЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

9.4.1. Лицензирование

Регулирование вопросов, связанных с процедурой получения, обладания и отзыва лицензии, осуществляется на основании Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденного приказом ФСФР России от 6 марта 2007 г. № **07-21/пз-н**, Закона о рынке ценных бумаг, Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (далее — Закон о защите прав инвесторов), а также на основании приказа ФСФР России от 13 ноября 2007 г. № **07-107/пз-н** «Об утверждении административного регламен-

та по исполнению Федеральной службой по финансовым рынкам государственной функции контроля и надзора».

Субъектами, полномочными определять лицензионные требования на рынке ценных бумаг, являются только ФСФР России и Банк России.

К участникам рынка ценных бумаг, деятельность которых лицензируется, относятся только профессиональные участники, компании и организации, непосредственно участвующие в системе коллективных инвестиций, и саморегулируемые организации. Эмитенты и инвесторы не относятся к этой категории. Необходимо также учитывать, что существуют организации, сочетающие в себе оба статуса одновременно. Например, акционерные инвестиционные фонды одновременно представляют форму коллективного инвестирования и обладают статусом акционерного общества, т.е. являются эмитентами ценных бумаг.

При лицензировании для работы на рынке ценных бумаг предъявляются требования, которые условно можно разделить на общие и специальные.

Общими лицензионными требованиями и условиями являются:

1) соблюдение законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

2) исполнение вступивших в законную силу судебных актов по вопросам осуществления лицензируемого вида деятельности на рынке ценных бумаг;

3) соответствие собственных средств лицензиата и иных его финансовых показателей нормативам достаточности собственных средств и иным показателям, ограничивающим риски при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, установленным законодательством РФ о ценных бумагах;

4) соответствие работников лицензиата квалификационным требованиям, установленным законодательством РФ о ценных бумагах;

• 5) наличие у лицензиата не менее одного контролера, для которого работа у лицензиата является основным местом работы;

6) наличие у руководителя соискателя лицензии опыта работы в должности руководителя отдела или иного структурного подразделения организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг и (или) деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и (или)

управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, в должностные обязанности которого входило принятие (подготовка) решений по вопросам в области финансового рынка, или федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг не менее одного года, за исключением случаев, когда лицензиат является кредитной организацией;

7) отсутствие судимости за преступления в сфере экономической деятельности и (или) преступления против государственной власти у лиц, входящих в состав совета директоров (наблюдательного совета), членов коллегиального исполнительного органа, руководителя и контролера лицензиата;

8) обеспечение лицензиатом условий для осуществления лицензирующим органом надзорных полномочий, включая проведение им проверок.

Перечень специальных требований зависит от того, на какой вид лицензии претендует соискатель; к каждому виду профессиональной деятельности предъявляется свой перечень специальных требований.

Так, например, при осуществлении брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами соискатель должен обеспечить наличие в штате организации ряда специалистов. В частности необходимо:

1) иметь в штате организации не менее одного сотрудника, в обязанности которого входит ведение внутреннего учета операций с ценными бумагами;

2) иметь в штате организации не менее одного сотрудника по каждому из указанных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Эти сотрудники должны соответствовать квалификационным требованиям, установленным законодательством РФ о ценных бумагах.

К лицензиату, осуществляющему деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг и (или) фондовой биржи, предъявляется специфический набор требований и условий, которым он обязан соответствовать:

1) наличие программно-технического обеспечения, необходимого для осуществления деятельности организатора торговли на рынке ценных бумаг и (или) фондовой биржи и соответствующего требованиям законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе нормативных правовых актов ФСФР России, а также требованиям документов, представленных в лицензирующий орган организатором торговли на рынке ценных бумаг и (или) фондовой биржи;

2) наличие самостоятельного структурного подразделения, отвечающего за обеспечение надлежащего режима работы с коммерческой, служебной и иной информацией;

3) наличие самостоятельного структурного подразделения, отвечающего за листинг (делистинг) ценных бумаг;

4) наличие биржевого совета (советов секций);

5) наличие самостоятельного структурного подразделения для оказания услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами (в том числе с инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов) с оказанием услуг, непосредственно способствующих заключению сделок, исполнение обязательств по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений индексов, рассчитываемых на основании совокупности цен на ценные бумаги (фондовых индексов), в том числе сделок, предусматривающих исключительно обязанность сторон уплачивать (уплатить) денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений фондовых индексов;

6) наличие у лицензиата — фондовой биржи, совмещающей свою деятельность с деятельностью валютной биржи и (или) товарной биржи (деятельностью по организации биржевой торговли) и (или) клиринговой деятельностью, самостоятельного структурного подразделения для осуществления каждого из указанных видов деятельности.

В рамках процедуры лицензирования нередко устанавливаются лицензионные требования к показателям эффективности работы лицензиата на рынке ценных бумаг. Так, например, к фондовой бирже предъявляется требование иметь по истечении шести месяцев с момента получения лицензии не менее 75 профессиональных участников рынка ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже.

Подобные требования предъявляются к организациям, осуществляющим деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Эти организации обязаны обеспечить по истечении шести месяцев с даты получения лицензии не менее 50 договоров с эмитентами и не менее 15 эмитентов, выпуски эмиссионных ценных бумаг которых прошли государственную регистрацию в соответствии с законодательством РФ, с числом владельцев ценных бумаг более 500 у каждого, ведение реестров владельцев ценных бумаг которых осуществляется лицензиатом.

Основаниями для аннулирования лицензии являются:

- неоднократное нарушение в течение одного года профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- неоднократное нарушение в течение одного года профессиональными участниками рынка ценных бумаг требований, предусмотренных ст. 6 и 7 (за исключением п. 3 ст. 7) Федерального закона от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма»;

- **непредставление** в лицензирующий орган в срок, установленный в предписании, документов, подтверждающих устранение нарушений, явившихся основанием для приостановления действия лицензии, и (или) подтверждающих принятие мер, направленных на недопущение совершения нарушений в дальнейшем;

- неуплата государственной пошлины за предоставление лицензии в течение трех месяцев с даты принятия лицензирующим органом решения о выдаче лицензии;

- инициатива лицензиата.

9.4.2. Аттестация специалистов

В соответствии с законодательством на специфичном рынке, которым является рынок ценных бумаг, должны присутствовать только специализированные субъекты — профессиональные участники, однако при этом качество и профессионализм этих субъектов не могут определяться только наличием лицензии. По этой причине государство **предъявляет** свои требования не только к самим профессиональным участникам, но и к их персоналу, от добросовестности и грамотности которого зависит состояние рынка ценных бумаг.

Аттестация специалистов финансового рынка осуществляется аккредитованными организациями согласно приказу ФСФР России от 8 августа 2006 г. № 06-87/пз-н «Об утверждении положения об аккредитации организаций, осуществляющих аттестацию специалистов финансового рынка».

В целях аккредитации организация, претендующая на осуществление аттестации специалистов финансового рынка, должна соответствовать следующим условиям:

1) претендент должен являться юридическим лицом, созданным в соответствии с законодательством РФ;

2) наличие у претендента аттестационной комиссии, сформированной не менее чем из пяти членов, и соответствующего документа, определяющего порядок работы такой комиссии;

3) наличие у претендента программно-технического обеспечения, позволяющего формировать экзаменационные тесты (далее — тесты) в соответствии с программами квалификационных экзаменов для специалистов финансового рынка, утверждаемыми ФСФР России;

4) наличие у претендента соответствующего документа, регламентирующего проведение квалификационных экзаменов для специалистов финансового рынка.

В том случае, если претендент является образовательным учреждением, то он должен дополнительно удовлетворять следующим условиям:

а) осуществление претендентом образовательной деятельности в течение не менее пяти лет, предшествующих подаче документов для получения аккредитации;

б) подготовка (в форме обучения) претендентом не менее 200 дипломированных специалистов (бакалавров, магистров) по специализациям: «Ценные бумаги», «Рынок ценных бумаг», «Фондовые рынки» или «Финансовые рынки», — относящимся к специальности высшего профессионального образования «Финансы и кредит», либо в течение трех лет, предшествующих подаче документов для получения аккредитации, — не менее 3000 граждан для сдачи квалификационных экзаменов ФСФР России.

В соответствии с приказом ФСФР России от 21 сентября 2006 г. № **06-102/пз-н** «О типах и форме квалификационных аттестатов» установлены следующие типы квалификационных аттестатов:

- квалификационный аттестат первого типа — аттестат специалиста финансового рынка по брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами;
- квалификационный аттестат второго типа — аттестат специалиста финансового рынка по организации торговли на рынке ценных бумаг (деятельности фондовой биржи) и клиринговой деятельности;
- квалификационный аттестат третьего типа — аттестат специалиста финансового рынка по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- квалификационный аттестат четвертого типа — аттестат специалиста финансового рынка по депозитарной деятельности;
- квалификационный аттестат пятого типа — аттестат специалиста финансового рынка по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;
- квалификационный аттестат шестого типа — аттестат специалиста финансового рынка по деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

В соответствии с приказом ФСФР России от 20 апреля 2005 г. № **05-17/пз-н** «Об утверждении положения о специалистах финансо-

вого рынка», выданный аттестат может быть аннулирован. Основанием дисквалификации (аннулирования аттестата) аттестованного лица является неоднократное или грубое нарушение им законодательства РФ о ценных бумагах. Рассмотрение вопроса и принятие решения об аннулировании аттестата относятся к компетенции ФСФР России.

При наличии оснований для аннулирования аттестата инициатором рассмотрения этого вопроса может выступить организация, осуществляющая деятельность на финансовом рынке, либо территориальный орган ФСФР России. Эта инициатива может быть реализована путем направления в ФСФР России ходатайства об аннулировании.

9.4.3. Административная ответственность

Административное наказание является установленной государством мерой ответственности за совершение административного правонарушения и применяется в целях предупреждения совершения новых правонарушений как самим правонарушителем, так и другими лицами.

За совершение административных правонарушений могут устанавливаться и применяться следующие административные наказания:

- 1) предупреждение;
- 2) административный штраф;
- 3) возмездное изъятие орудия совершения или предмета административного правонарушения;
- 4) конфискация орудия совершения или предмета административного правонарушения;
- 5) лишение специального нрава, предоставленного физическому лицу;
- 6) административный арест;
- 7) административное выдворение за пределы Российской Федерации иностранного гражданина или лица без гражданства;
- 8) дисквалификация;
- 9) административное приостановление деятельности.

В отношении юридического лица могут применяться административные наказания, указанные в п. 1, 2, 3, 4, 9.

Предупреждение, административный штраф, лишение специального права, предоставленного физическому лицу, административный арест, дисквалификация и административное приостановление деятельности могут устанавливаться и применяться только в качестве основных административных наказаний.

Возмездное изъятие орудия совершения или предмета административного правонарушения, конфискация орудия совершения или

предмета административного правонарушения, а также административное выдворение за пределы Российской Федерации иностранного гражданина или лица без гражданства может устанавливаться и применяться в качестве как основного, так и дополнительного административного наказания.

За одно административное правонарушение может быть назначено основное либо основное и дополнительное административное наказание.

Административный штраф является денежным взысканием, выражается в рублях и устанавливается для граждан в размере, не превышающем 5 тыс. руб.; для должностных лиц — 50 тыс. руб.; для юридических лиц — 1 млн руб., или может выражаться в величине, кратной:

1) стоимости предмета административного правонарушения на момент окончания или пресечения административного правонарушения;

2) сумме неуплаченных и подлежащих уплате на момент окончания или пресечения административного правонарушения налогов, сборов или таможенных пошлин, либо сумме незаконной валютной операции, либо сумме денежных средств или стоимости внутренних и внешних ценных бумаг, списанных и (или) зачисленных с невыполнением установленного требования о резервировании, либо сумме валютной выручки, не проданной в установленном порядке, либо сумме денежных средств, не зачисленных в установленный срок на счета в уполномоченных банках, либо сумме денежных средств, не возвращенных в установленный срок в РФ, либо сумме неуплаченного административного штрафа;

3) сумме выручки правонарушителя от реализации товара (работы, услуги), на рынке которого совершено административное правонарушение, за календарный год, предшествующий году, в котором было выявлено административное правонарушение, либо за предшествующую дате выявления административного правонарушения часть календарного года, в котором было выявлено административное правонарушение, если правонарушитель не осуществлял деятельность по реализации товара (работы, услуги) в предшествующем календарном году.

Размер административного штрафа не может быть менее **100 руб.**

Необходимо учитывать, что лицо не может дважды нести ответственность за одно и то же административное правонарушение, а назначение административного наказания не освобождает лицо от исполнения обязанности, за неисполнение которой административное наказание было назначено.

При назначении административного наказания физическому лицу учитываются характер совершенного им административного правонарушения, личность виновного, его имущественное положение, обстоятельства, смягчающие административную ответственность, и обстоятельства, отягчающие административную ответственность.

При назначении административного наказания юридическому лицу учитываются характер совершенного им административного правонарушения, имущественное и финансовое положение юридического лица, обстоятельства, смягчающие административную ответственность, и обстоятельства, отягчающие административную ответственность.

При совершении двух и более административных правонарушений административное наказание назначается за каждое совершенное административное правонарушение, при этом может быть назначено как основное, так и дополнительное наказание.

Сроки давности:

1. Общий срок — два месяца.

2. По делам о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма — один год.

При даче административного правонарушения срок давности исчисляется со дня обнаружения административного правонарушения.

Административный штраф должен быть уплачен не позднее 30 дней со дня вступления постановления о наложении административного штрафа.

9.4.4. Антимонопольное регулирование

При совершении сделок с ценными бумагами государство определяет порядок приобретения акций в уставном капитале коммерческих организаций, поскольку это может явиться причиной установления условий недобросовестной конкуренции или монопольного положения субъекта на рынках.

Законом предусмотрено получение предварительного согласия антимонопольных органов в случае, если в результате сделки приобретатель получит в совокупности с акциями, уже имеющимися в его распоряжении или в распоряжении группы лиц, право распоряжаться более чем 20% акций с правом голоса в уставном капитале хозяйственного общества.

Административная ответственность в рамках антимонопольного регулирования определяется на основании законодательства об административных правонарушениях (КоАП РФ). Что касается граждан-

ско-правовой ответственности (убытки), то эти отношения регулируются гражданским законодательством (ГК РФ).

9.4.5. Защита прав инвесторов

При проведении операций с ценными бумагами на рынке ценных бумаг в целях гарантии и защиты прав и интересов инвесторов к профессиональным участникам рынка предъявляется ряд требований.

Организатор торговли в указанных целях должен предпринимать определенные действия. Он обязан раскрывать практически всю информацию, связанную с торгами, а именно:

1) информацию о совершенных в течение торгового дня сделках по каждой ценной бумаге, в том числе общее количество сделок, общий объем сделок, общее количество ценных бумаг, являющихся предметом сделок, наибольшую цену одной ценной бумаги (срочной сделки), наименьшую цену одной ценной бумаги (срочной сделки);

2) цену и объем первой сделки по каждой ценной бумаге;

3) цену и объем последней сделки по каждой ценной бумаге;

4) рыночную цену, текущую рыночную цену, текущую цену и признаваемые котировки для каждой ценной бумаги, определенные в соответствии с требованиями нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, на конец торгового дня.

Профессиональный участник при предложении инвестору услуг на рынке ценных бумаг обязан предоставить ему копию своей лицензии, а также свидетельство с основным государственным регистрационным номером (ОГРН) или сведения об уставном капитале, о размере собственных средств и резервном фонде профессионального участника.

Если инвестор отчуждает ценные бумаги, профессиональный участник должен дополнительно предоставить инвестору сведения о ценах, по которым он продавал и покупал эти ценные бумаги в течение предшествовавших дате предъявления инвестором требований о предоставлении информации шести недель, и сведения о ценах и котировках этих ценных бумаг на организованных рынках ценных бумаг в течение предшествовавших шести недель. Если инвестор покупает ценные бумаги, то профессиональный участник дополнительно к сведениям о ценах и котировках предоставляет сведения, содержащиеся в решении о выпуске ценных бумаг. Но надо учитывать, что вся дополнительная информация предоставляется за плату, не превышающую затрат на ее копирование.

В целях защиты инвестора профессиональный участник не имеет права заключать с ним договоры, содержащие условия, ограничиваю-

щие его права. Если такие договоры все же будут заключены, то эти условия являются ничтожными, а лицензия профессионального участника в этом случае может быть приостановлена или аннулирована.

С точки зрения государства права инвесторов должны соблюдать не только профессиональные участники, но и эмитенты ценных бумаг. В связи с этим устанавливается ряд требований и ограничений к процедуре эмиссии ценных бумаг.

Лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, солидарно несут субсидиарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие содержащейся в проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации.

Проспект ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером, подтверждающими тем самым полноту и достоверность всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг.

В случаях публичного размещения и (или) публичного обращения эмиссионных ценных бумаг проспект ценных бумаг может быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг.

В целях защиты прав и интересов инвесторов запрещается:

1) реклама и предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию;

2) реклама и предложение неограниченному кругу лиц документов, удостоверяющих денежные обязательства и не являющихся ценными бумагами;

3) реклама и предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг эмитентов, публично размещающих свои ценные бумаги, не раскрывающих информацию в объеме, установленном законодательством;

4) совершение владельцами ценных бумаг сделок с ценными бумагами до регистрации отчета об итогах их выпуска;

5) совершение владельцами ценных бумаг сделок с ценными бумагами до их полной оплаты.

В случае причинения эмитентом ущерба владельцу ценных бумаг вследствие недостоверной информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, иск о возмещении может быть предъявлен не позднее трех лет с начала размещения ценных бумаг.

Инвестору для защиты его прав предоставляется самое основное полномочие — подача жалобы или заявления о защите его прав и интересов, которые должны быть рассмотрены в течение двух недель со дня подачи.

9.4.6. Специализированный надзор и контроль деятельности на рынке ценных бумаг

Государством разработана политика по надзору и контролю деятельности хозяйствующих субъектов, направленная на противодействие легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.

В этих целях создан специальный субъект, уполномоченный государством на осуществление этой политики, — Федеральная служба по финансовому мониторингу (**Росфинмониторинг**), основными функциями которой являются:

1) осуществление контроля и надзора за выполнением юридическими и физическими лицами требований законодательства РФ о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, привлечение к ответственности лиц, допустивших нарушение этого законодательства;

2) выявление признаков операций (сделок) с денежными средствами или иным имуществом, связанных с легализацией (отмыванием) доходов, полученных преступным путем, или финансированием терроризма;

3) подготовка проекта перечня организаций и физических лиц, в отношении которых имеются сведения об их участии в экстремистской деятельности, и представление его в Минфин России;

4) издание постановлений о приостановлении операций с денежными средствами или иным имуществом.

Для реализации своих функций Росфинмониторинг обладает следующими полномочиями:

1) запрашивать в установленном порядке сведения, необходимые для принятия решений по вопросам установленной сферы деятельности;

2) создавать совещательные и экспертные органы (советы, комиссии, группы, коллегии);

3) пресекать факты нарушения законодательства РФ в установленной сфере деятельности, а также применять предусмотренные законодательством РФ меры ограничительного, предупредительного и профилактического характера, направленные на недопущение и (или) ликвидацию последствий нарушений юридическими лицами и гражданами обязательных требований в установленной сфере деятельности;

4) проводить проверочные мероприятия по вопросу выполнения юридическими и физическими лицами требований законодательства РФ о противодействии легализации (отмыванию) доходов, получен-

ных преступным путем, и финансированию терроризма в части соблюдения порядка фиксирования, хранения и представления информации об операциях (сделках) с денежными средствами или иным имуществом, подлежащих обязательному контролю, а также организации внутреннего контроля;

5) давать юридическим и физическим лицам разъяснения по вопросам, отнесенным к компетенции Росфинмониторинга.

В целях осуществления своих полномочий Росфинмониторинг взаимодействует с иными государственными органами путем:

1) создания совместно с другими федеральными органами исполнительной власти межведомственных органов для рассмотрения вопросов установленной сферы деятельности;

2) обращения в правоохранительные органы с предложением о привлечении к ответственности лиц, допустивших нарушение законодательства РФ о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма;

3) координирования деятельности федеральных органов исполнительной власти в установленной сфере деятельности;

4) направления и представления по запросам информации в правоохранительные органы при наличии достаточных оснований, свидетельствующих о том, что операция (сделка) связана с легализацией (отмыванием) доходов, полученных преступным путем, или финансированием терроризма.

В целях надзора устанавливается перечень операций, подлежащих обязательному контролю:

1. Операция с денежными средствами или иным имуществом подлежит обязательному контролю, если сумма, на которую она совершается, равна или превышает 600 тыс. руб. либо равна сумме в иностранной валюте, эквивалентной 600 тыс. руб., или превышает ее, а по своему характеру эта операция относится к одному из следующих видов операций:

1) операции с денежными средствами в наличной форме:

- снятие со счета или зачисление на счет юридического лица денежных средств в наличной форме в случаях, если это не обусловлено характером его хозяйственной деятельности,
- покупка или продажа наличной иностранной валюты физическим лицом,
- приобретение физическим лицом ценных бумаг за наличный расчет,
- получение физическим лицом денежных средств по чеку на предъявителя, выданному нерезидентом,

- обмен банкнот одного достоинства на банкноты другого достоинства,
- внесение физическим лицом в уставный (складочный) капитал организации денежных средств в наличной форме;

2) зачисление или перевод на счет денежных средств, предоставление или получение кредита (займа), операции с ценными бумагами в случае, если хотя бы одной из сторон является физическое или юридическое лицо, имеющее регистрацию, место жительства или место нахождения в государстве, которое не участвует в международном сотрудничестве в сфере противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, либо одной из сторон является лицо, владеющее счетом в банке, зарегистрированном в таком государстве. Перечень таких государств (территорий) определяется в порядке, устанавливаемом Правительством РФ на основе перечней, утвержденных международными организациями, занимающимися противодействием легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, и подлежит опубликованию;

3) операции по банковским счетам (вкладам):

- размещение денежных средств во вклад (на депозит) с оформлением документов, удостоверяющих вклад (депозит) на предъявителя,
- открытие вклада (депозита) в пользу третьих лиц с размещением в него денежных средств в наличной форме,
- перевод денежных средств за границу на счет (вклад), открытый на анонимного владельца, и поступление денежных средств из-за границы со счета (вклада), открытого на анонимного владельца,
- зачисление денежных средств на счет (вклад) или списание денежных средств со счета (вклада) юридического лица, период деятельности которого не превышает трех месяцев со дня его регистрации, либо зачисление денежных средств на счет (вклад) или списание денежных средств со счета (вклада) юридического лица в случае, если операции по указанному счету (вкладу) не производились с момента его открытия;

4) иные сделки с движимым имуществом:

- помещение драгоценных металлов, драгоценных камней, ювелирных изделий из них и лома таких изделий или иных ценностей в ломбард,
- выплата физическому лицу страхового возмещения или получение от него страховой премии по страхованию жизни или

иным видам накопительного страхования и пенсионного обеспечения,

- получение или предоставление имущества по договору финансовой аренды (лизинга),
- переводы денежных средств, осуществляемые некредитными организациями по поручению клиента,
- скупка, купля-продажа драгоценных металлов и драгоценных камней, ювелирных изделий из них и лома таких изделий,
- получение денежных средств в виде платы за участие в лотерее, тотализаторе (взаимном пари) и иных основанных на риске играх, в том числе в электронной форме, и выплата денежных средств в виде выигрыша, полученного от участия в этих играх,
- предоставление юридическими лицами, не являющимися кредитными организациями, беспроцентных займов физическим лицам и (или) другим юридическим лицам, а также получение такого займа.

Сделка с недвижимым имуществом подлежит обязательному контролю, если сумма, на которую она совершается, равна или превышает 3 млн руб. либо равна сумме в иностранной валюте, эквивалентной 3 млн руб., или превышает ее.

2. Операция с денежными средствами или иным имуществом подлежит обязательному контролю в случае, если хотя бы одной из сторон является организация или физическое лицо, в отношении которых имеются полученные в установленном порядке сведения об их причастности к экстремистской деятельности или терроризму, либо юридическое лицо, прямо или косвенно находящееся в собственности или под контролем таких организаций или лица, либо физическое или юридическое лицо, действующее от имени или по указанию таких организации или лица.

Порядок определения и доведения до сведения организаций, осуществляющих операции с денежными средствами или иным имуществом, перечня таких организаций и лиц устанавливается Правительством РФ.

Основаниями для включения организации или физического лица в этот перечень являются:

- вступившее в законную силу решение суда Российской Федерации о ликвидации или запрете деятельности организации в связи с ее причастностью к экстремистской деятельности или терроризму;

- вступивший в **законную** силу приговор суда Российской Федерации о признании физического лица виновным в совершении преступления террористического характера;
- решение Генерального прокурора Российской Федерации или подчиненного ему прокурора о приостановлении деятельности организации в связи с его обращением в суд с заявлением о привлечении организации к ответственности за террористическую деятельность;
- постановление следователя о возбуждении уголовного дела в отношении лица, совершившего преступление террористического характера;
- составляемые международными организациями, осуществляющими борьбу с терроризмом, или уполномоченными ими органами и признанные Российской Федерацией перечни организаций и физических лиц, связанных с террористическими организациями или террористами;
- признаваемые в Российской Федерации в соответствии с международными договорами Российской Федерации и федеральными законами приговоры (решения) судов и решения иных компетентных органов иностранных государств в отношении организаций или физических лиц, осуществляющих террористическую деятельность;
- включение организации в соответствии с Федеральным законом от 6 марта 2006 г. № 35-ФЗ «О противодействии терроризму» в единый федеральный список организаций, в том числе иностранных и международных организаций, признанных судами Российской Федерации террористическими.

Сведения об операциях с денежными средствами или иным имуществом, подлежащих обязательному контролю, представляются непосредственно в уполномоченный орган организациями, осуществляющими операции с денежными средствами или иным имуществом.

Также законодательством определяется перечень основным мер, направленных на противодействие легализации:

- 1) обязательные процедуры внутреннего контроля;
- 2) обязательный контроль;
- 3) запрет на информирование клиентов и иных лиц о принимаемых мерах противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.

В случае нарушения законодательства о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма к организациям применяются меры ответственности в виде административного штрафа и отзыва лицензии.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Кому принадлежит основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг?
2. Какую информацию федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг обязан публиковать в своем официальном издании в соответствии с законодательством о защите прав инвесторов?
3. Кем осуществляется руководство федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг?
4. Что относится к функциям саморегулируемой организации профессиональных участников?
5. Что является основаниями для аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг?
6. Что является основанием для аннулирования квалификационного аттестата?
7. Кто принимает решение об аннулировании квалификационного аттестата аттестованного лица?
8. В течение какого срока федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг уведомляет организации о проведении плановой выездной проверки?
9. В отношении каких организаций федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг осуществляет функции надзора и контроля и устанавливает процедуру проведения проверки деятельности?
10. Какие документы предоставляются инспектору во время проведения проверки деятельности организации — профессионального участника?
11. В какой срок федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг обязан рассмотреть жалобу и заявление инвестора?
12. Какие виды административных наказаний могут использоваться только в качестве основных?
13. Сколько месяцев составляет общий срок давности привлечения к административной ответственности со дня совершения административного правонарушения?
14. В течение какого срока со дня совершения административного правонарушения может быть вынесено постановление по делу об административном правонарушении?
15. В течение какого срока со дня вступления постановления о наложении административного штрафа в силу должен быть уплачен административный штраф лицом, привлеченным к административной ответственности?
16. Какие документы должен предоставить соискатель в лицензирующий орган для получения лицензии на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев **ценных бумаг**?
17. Какую информацию обязан раскрывать организатор торговли в соответствии с требованиями нормативных правовых актов?

18. В соответствии с Федеральным законом от 7 августа 2001 г. № **115-ФЗ** «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» укажите меры, направленные на противодействие легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.
19. Какие права имеет Федеральная служба по финансовому мониторингу для реализации своих полномочий?
20. Перечислите виды наказаний за нарушение законодательства о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма организациями, осуществляющими операции с денежными средствами и иным имуществом.
21. Какие решения вправе принять саморегулируемая организация в соответствии с Законом о защите прав инвесторов по итогам рассмотрения жалобы и заявления инвесторов?
22. Каков порядок рассмотрения саморегулируемой организацией жалоб и заявлений инвесторов?
23. Какие виды санкций в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершивших нарушения прав и законных **интересов** инвесторов вправе применить саморегулируемая организация в соответствии с Законом о защите прав инвесторов?
24. В соответствии с Законом о защите прав инвесторов с какой целью саморегулируемые организации вправе создавать компенсационные фонды?
25. Укажите участников рынка ценных бумаг, в основе регулирования деятельности которых лежит лицензирование.
26. Перечислите функции федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.
27. Какими правами наделен федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг для осуществления функций регулирования рынка ценных бумаг и контроля деятельности его участников?
28. Укажите минимальное необходимое число профессиональных участников рынка ценных бумаг при учреждении организации для получения ею статуса саморегулируемой.
29. В каком случае профессиональный участник вправе потребовать плату от инвестора за предоставление ему в письменной форме информации в размере, не превышающем затрат на ее копирование?
30. Какие последствия имеет заключение профессиональным участником рынка ценных бумаг договоров с инвестором, содержащих условия, ограничивающие права инвесторов, предусмотренные законодательством РФ?
31. В соответствии с законодательством РФ какой максимальный административный штраф установлен на должностных лиц и юридических лиц?
32. Какие ограничения, связанные с эмиссией и обращением ценных бумаг, установлены законодательством о защите прав инвесторов?

33. На какой максимальный срок федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг может запретить или временно ограничить проведение профессиональным участником рынка ценных бумаг отдельных операций на рынке ценных бумаг?
34. Какие решения по отношению к своему члену, допустившему нарушения, вправе принять СРО по итогам рассмотрения жалоб, поступивших от инвесторов?
35. Какие полномочия имеет федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг для защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг?
36. Какие полномочия имеет саморегулируемая организация для защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг?
37. В соответствии с законодательством о защите прав инвесторов какие сведения по требованию инвестора обязан предоставить профессиональный участник при предложении своих услуг на рынке ценных бумаг?
38. Какой максимальный штраф вправе наложить федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг на юридических лиц или индивидуальных предпринимателей за непредоставление инвестору информации, установленной законодательством о защите прав инвесторов?
39. Какой максимальный административный штраф может налагаться на юридических лиц в соответствии с законодательством РФ?
40. Какую информацию обязан предоставить профессиональный участник по требованию инвестора при отчуждении ценных бумаг инвестором (в соответствии с законодательством о защите прав инвесторов)?

10.1. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Говоря о роли государства на рынке ценных бумаг, следует отметить, что оно выполняет следующие функции:

- 1) выступает эмитентом государственных ценных бумаг, инициируя тем самым функционирование рынка этих бумаг;
- 2) выступает инвестором, приобретая ценные бумаги других эмитентов;
- 3) является инициатором национализации и приватизации в экономике;
- 4) выступает посредником (в лице Банка России) при проведении операций на открытом рынке;
- 5) осуществляет регулирование финансового рынка в целом и взаимодействие его участников.

Порядок выпуска и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг регламентируется Законом об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

В соответствии с этим законом федеральными государственными ценными бумагами признаются ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации; ценными бумагами субъектов РФ признаются ценные бумаги, выпущенные от имени субъекта РФ; муниципальными ценными бумагами признаются ценные бумаги, выпущенные от имени муниципального образования.

Решение об эмитенте ценных бумаг Российской Федерации принимается Правительством РФ. Эмитентом ценных бумаг Российской Федерации выступает федеральный орган исполнительной власти, являющийся юридическим лицом, к функциям которого решением Правительства РФ отнесено составление и (или) исполнение федерального бюджета.

Эмитентом ценных бумаг субъекта РФ выступает орган исполнительной власти субъекта РФ, осуществляющий эти функции в порядке, установленном законодательством субъекта РФ.

Эмитентом ценных бумаг муниципального образования выступает исполнительный орган местного самоуправления, осуществляющий эти функции в порядке, установленном законодательством РФ и уставом муниципального образования.

Государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг, удостоверяющих право их владельца на получение от эмитента ценных бумаг денежных средств или в зависимости от условий эмиссии иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями эмиссии.

В случае выпуска именных государственных и муниципальных ценных бумаг в документарной форме с обязательным централизованным хранением имя владельца этих ценных бумаг не является обязательным реквизитом глобального сертификата. В этом случае в глобальном сертификате указывается наименование депозитария, которому эмитент передает на хранение этот сертификат, с указанием против его наименования реквизита депозитария. Указание в глобальном сертификате наименования депозитария не влечет за собой перехода к депозитарию прав на ценные бумаги выпуска, оформленного этим глобальным сертификатом.

По именованным ценным бумагам Российской Федерации реестр владельцев именных ценных бумаг не ведется.

Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг может осуществляться отдельными выпусками. В рамках выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг могут устанавливаться серии, разряды, номера ценных бумаг. Решением о выпуске государственных или муниципальных ценных бумаг может быть установлено деление выпуска на транши.

Транш — часть ценных бумаг определенного выпуска, размещаемая в рамках объема этого выпуска в любую дату в течение периода обращения ценных бумаг этого выпуска, не совпадающую с датой первого размещения.

Размещение траншей одного выпуска осуществляется на основании документов, регламентирующих размещение этого выпуска в соответствии с Законом об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг. Отдельный выпуск

государственных или муниципальных ценных бумаг, отличающийся от одного из выпусков ценных бумаг только датой выпуска (датой размещения), признается частью существующего выпуска, и ему присваивается государственный регистрационный номер существующего выпуска (дополнительный выпуск).

Обязательства Российской Федерации, субъекта РФ и муниципального образования, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг Российской Федерации, ценных бумаг субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг и составляющие внутренний долг, должны быть выражены в валюте Российской Федерации.

Иностранная валюта, условные денежные единицы и драгоценные металлы могут быть указаны в Генеральных условиях эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг, а также в реквизитах сертификатов в качестве соответствующей оговорки, на основании которой определяется величина платежа по данным государственным и муниципальным ценным бумагам.

Обязательства Российской Федерации, субъекта РФ и муниципального образования, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг Российской Федерации, ценных бумаг субъектов РФ 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.

Государственные и муниципальные ценные бумаги, удостоверяющие право на получение в качестве дохода каких-либо имущественных прав, а также предусматривающие право на получение при погашении вместо номинальной стоимости ценной бумаги иного имущественного эквивалента, являются частью внутреннего долга и должны быть выражены в валюте Российской Федерации.

Обязательства Российской Федерации и субъекта РФ, возникшие в результате эмиссии соответствующих государственных ценных бумаг и составляющие внешний долг Российской Федерации и внешний долг субъекта РФ, должны быть выражены в иностранной валюте. Условные денежные единицы и драгоценные металлы могут быть указаны в Генеральных условиях эмиссии и обращения государственных ценных бумаг, а также в реквизитах сертификатов в качестве соответствующей оговорки, на основании которой определяется величина платежа по определенным ценным бумагам. Обязательства Российской Федерации и субъекта РФ, 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.

10.2. УСЛОВИЯ ВЫПУСКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Субъекты РФ могут осуществлять эмиссию государственных ценных бумаг, приводящую к образованию внешнего долга, при условии:

- представления при государственной регистрации проспекта эмиссии государственных ценных бумаг сведений о доходах, расходах, размере дефицита бюджета и источниках его финансирования за три последних года, предшествующих эмиссии;
- обеспечения исполнения своих бюджетов в соответствии с бюджетным законодательством РФ и налоговым законодательством РФ;
- получения в соответствии с международными стандартами кредитного рейтинга, определяемого не менее чем двумя ведущими международными рейтинговыми агентствами;
- соблюдения требований к объему заимствований и объему расходов на погашение и обслуживание всех видов долговых обязательств, установленных статьей Закона об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

Выпуск внешних облигационных займов субъектов РФ осуществляется с учетом приоритета государственных внешних заимствований Российской Федерации.

Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг допускается только в случае утверждения федеральным законом, законом субъекта РФ или решением органа местного самоуправления о бюджете соответствующего уровня на текущий финансовый год следующих значений:

- предельного размера соответствующего государственного долга, а также муниципального долга;
- предельного объема заемных средств¹, направляемых Российской Федерацией, субъектом РФ или муниципальным образованием в течение текущего финансового года на финансирование дефицита бюджета соответствующего уровня или программ развития субъекта РФ или муниципального образования. При этом предельный объем заемных средств, направляемых субъектом РФ и муниципальным образованием в течение текущего финансового года на указанные цели, не должен превышать: для субъекта РФ — 30% объема собственных доходов бюджета субъекта РФ на текущий финансовый год без учета финансовой помощи из федерального бюджета и привлеченных в те-

¹ В составе предельного объема заемных средств не учитываются средства, привлекаемые и полностью используемые в текущем финансовом году на погашение (реструктуризацию) имеющегося долга.

кушем финансовом году заемных средств; для муниципального образования — **15%** объема доходов местного бюджета на текущий финансовый год без учета финансовой помощи из федерального бюджета и бюджета субъекта РФ, а также без учета привлеченных в текущем финансовом году заемных средств;

- расходов на обслуживание (за исключением расходов на погашение) соответствующего государственного долга и муниципального долга в текущем финансовом году. При этом предельный объем расходов на обслуживание государственного долга субъекта РФ или муниципального образования в текущем финансовом году не должен превышать 15% объема расходов бюджета соответствующего уровня.

Правительство РФ, орган исполнительной власти субъекта РФ, орган местного самоуправления утверждают Генеральные условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг в форме нормативных правовых актов соответственно Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований.

Генеральные условия должны включать указание:

- на вид ценных бумаг;
- форму выпуска ценных бумаг;
- срочность данного вида ценных бумаг (краткосрочные, долгосрочные, среднесрочные);
- валюту обязательств;
- особенности исполнения обязательств, предусматривающих право на получение иного, чем денежные средства, имущественного эквивалента;
- ограничения (при наличии таковых) оборотоспособности ценных бумаг, а также на ограничение круга лиц, которым данные ценные бумаги могут принадлежать на праве собственности или ином вещном праве.

Эмитент в соответствии с Генеральными условиями принимает документ в форме нормативного правового акта, содержащий условия эмиссии и обращения государственных или муниципальных ценных бумаг, включающие указание:

- на вид ценных бумаг;
- минимальный и максимальный сроки обращения этого вида государственных или муниципальных ценных бумаг. Отдельные выпуски ценных бумаг могут иметь разные сроки обращения;
- номинальную стоимость одной ценной бумаги в рамках одного выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг;
- порядок размещения государственных или муниципальных ценных бумаг;

- порядок осуществления прав, **удостоверенных** ценными бумагами;
- размер дохода или порядок его расчета;
- иные существенные условия эмиссии, имеющие значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по государственным или муниципальным ценным бумагам.

Условия эмиссии ценных бумаг субъектов РФ или муниципальных ценных бумаг должны также содержать информацию:

- о бюджете заемщика на год выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг с разбивкой на бюджет развития и текущий бюджет;
- суммарной величине долга заемщика на момент выпуска государственных или муниципальных ценных бумаг;
- исполнении бюджета заемщика за последние три завершенных финансовых года.

Условия эмиссии ценных бумаг Российской Федерации подлежат государственной регистрации в порядке, **установленном** для государственной регистрации нормативных правовых актов федеральных органов исполнительной власти.

Нормативный правовой акт, содержащий условия эмиссии ценных бумаг субъекта РФ или муниципальных ценных бумаг, подлежит государственной регистрации в федеральном органе исполнительной власти, уполномоченном Правительством РФ на составление и (или) исполнение федерального бюджета.

Эмитенты ценных бумаг Российской Федерации, ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг принимают нормативный правовой акт, содержащий отчет об итогах эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

Основаниями для отказа в государственной регистрации условий эмиссии ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг могут служить:

- **нарушение** эмитентом требований бюджетного законодательства РФ, а также законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
- несоответствие представленных на государственную регистрацию условий эмиссии ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг требованиям законодательства Российской Федерации, а также иным нормативным правовым актам Российской Федерации;
- нарушение эмитентом норм и предельных значений, установленных представительными и исполнительными органами государственной власти субъектов РФ и **органами** местного самоуправления

в соответствии с Законом об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

В случае отказа в государственной регистрации условий эмиссии ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг регистрирующий орган обязан в письменной форме сообщить эмитенту основания, послужившие причиной отказа. Эмитент вправе обжаловать отказ в суд.

Правительство РФ не является участником биржевого рынка государственных ценных бумаг. Интересы Правительства РФ на биржевом рынке государственных ценных бумаг представляет Минфин России. К функциям Минфина России на рынке государственных ценных бумаг относятся следующие:

- осуществление эмиссии и обслуживание выпусков государственных ценных бумаг;
- принятие нормативных правовых актов, устанавливающих базовые требования к порядку обслуживания и обращения выпусков государственных ценных бумаг;
- осуществление государственной регистрации выпусков государственных ценных бумаг и присвоение им государственных регистрационных номеров.

Раскрытие информации о государственных и муниципальных ценных бумагах осуществляется путем:

- опубликования нормативного правового акта — Генеральных условий;
- опубликования нормативного правового акта — условий эмиссии;
- опубликования и (или) раскрытия иным способом информации, содержащейся в решении о выпуске;
- опубликования и (или) раскрытия иным способом информации, связанной с решением о выпуске.

Функционирование рынка государственных облигаций обеспечивается следующими организациями:

а) дилерами рынка государственных облигаций. Дилером на рынке государственных ценных бумаг является юридическое лицо, являющееся профессиональным участником рынка ценных бумаг, совершающее в соответствии с действующим законодательством гражданско-правовые сделки с государственными ценными бумагами от своего имени как за свой счет, так и в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, и заключившее договор с Банком России на выполнение функций дилера на рынке государственных ценных бумаг. Для получения статуса дилера на

рынке государственных ценных бумаг профессиональный участник рынка ценных бумаг должен заключить договор с Банком России;

б) депозитарием. Депозитарий на биржевом рынке государственных ценных бумаг не может быть дилером, инвестором или выполнять функции торговой или расчетной системы на рынке государственных ценных бумаг. Субдепозитарием на биржевом рынке государственных ценных бумаг может быть только лицо, получившее статус дилера на рынке государственных ценных бумаг. Субдепозитарий не имеет права вести счета депо эмитента государственных ценных бумаг. Депозитарий на биржевом рынке государственных ценных бумаг не может совмещать свою деятельность с деятельностью регистратора на рынке ценных бумаг. Депозитарное обслуживание инвесторов на биржевом рынке государственных ценных бумаг осуществляется исключительно в депозитарии;

в) клиринговыми организациями. Клиринг на биржевом рынке государственных ценных бумаг осуществляет торговая система.

10.3. ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Выпуск и размещение государственных ценных бумаг приводит к образованию государственного долга. Государственный долг Российской Федерации — долговые обязательства Российской Федерации перед физическими и юридическими лицами, иностранными государствами, международными организациями и иными субъектами международного права, включая обязательства по государственным гарантиям, предоставленным Российской Федерацией.

Государственный долг Российской Федерации полностью и без условий обеспечивается всем находящимся в федеральной собственности имуществом, составляющим государственную казну.

Государственный долг может существовать в форме:

- кредитных соглашений и договоров, заключенных от имени Российской Федерации как заемщика с кредитными организациями, иностранными государствами и международными финансовыми организациями;
- государственных займов, осуществленных путем выпуска ценных бумаг от имени Российской Федерации;
- договоров и соглашений о получении Российской Федерацией бюджетных кредитов от бюджетов других уровней бюджетной системы Российской Федерации;
- договоров о предоставлении Российской Федерацией государственных гарантий;

- соглашений и договоров, в том числе международных, заключенных от имени Российской Федерации, о пролонгации и реструктуризации долговых обязательств Российской Федерации прошлых лет.

Долговые обязательства Российской Федерации могут быть:

- краткосрочными (до одного года);
- среднесрочными (свыше одного года до пяти лет);
- долгосрочными (свыше пяти лет до 30 лет).

Долговые обязательства Российской Федерации не могут быть «до востребования».

Изменение условий выпущенного в обращение государственного займа, в том числе сроков выплаты и размера процентных платежей, срока обращения, не допускается.

Управление государственным долгом Российской Федерации осуществляется Правительством РФ, а государственным долгом субъекта РФ осуществляется органом исполнительной власти субъекта РФ.

В качестве метода управления государственным долгом, предусмотренного Бюджетным кодексом РФ, применяется его реструктуризация.

Предельные объемы государственного внутреннего долга и государственного внешнего долга Российской Федерации на очередной финансовый год утверждаются федеральным законом о федеральном бюджете на очередной финансовый год с разбивкой долга по формам обеспечения обязательств.

Верхний предел долга субъекта РФ, муниципального долга с указанием в том числе предельного объема обязательств по государственным или муниципальным гарантиям должен быть установлен законом субъекта РФ о бюджете, правовым актом органа местного самоуправления о местном бюджете на очередной финансовый год.

Государственная или муниципальная гарантия — способ обеспечения гражданско-правовых обязательств, в силу которого соответственно Российская Федерация, субъект РФ или муниципальное образование — гарант дает письменное обязательство отвечать за исполнение лицом, которому дается государственная или муниципальная гарантия, обязательства перед третьими лицами полностью или частично.

Несоблюдение письменной формы государственной или муниципальной гарантии влечет ее недействительность (ничтожность), а лишает должника по гарантированному гарантом обязательству ссылаться в подтверждение выдачи гарантии на свидетельские показания.

Обслуживание государственного внутреннего долга Российской Федерации осуществляется Банком России и его учреждениями при помощи операций:

- по размещению долговых обязательств;

- погашению долговых обязательств;
- выплате доходов в виде процентов и иной форме по долговым обязательствам.

Государственная долговая книга Российской Федерации ведется Минфином России и представляет собой Государственные книги внутреннего и внешнего долга Российской Федерации.

10.4. БАНК РОССИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Банк России на рынке государственных ценных бумаг:

- выполняет роль Генерального агента по обслуживанию выпусков государственных ценных бумаг;
- проводит операции в качестве дилера и регулятора денежно-кредитной политики;
- организует денежные расчеты по сделкам с государственными ценными бумагами;
- осуществляет контроль и надзор за рынком государственных ценных бумаг;
- заключает договоры с организациями на выполнение функций дилера на рынке государственных ценных бумаг.

При этом Банк России не определяет параметры эмитируемых выпусков государственных ценных бумаг и не осуществляет государственной регистрации выпусков государственных ценных бумаг.

Основными инструментами и методами денежно-кредитной политики Банка России являются:

- процентные ставки по операциям Банка России;
- нормативы обязательных резервов, депонируемых в Банке России (резервные требования);
- операции на открытом рынке.

К операциям на открытом рынке, проводимым Банком России, относятся:

- купля-продажа Банком России государственных облигаций, а также краткосрочные операции с этими ценными бумагами с совершением позднее обратной сделки;
- купля-продажа Банком России облигаций Банка России, а также краткосрочные операции с этими облигациями с совершением позднее обратной сделки;
- купля-продажа Банком России казначейских векселей, а также краткосрочные операции с ними с совершением позднее обратной сделки;
- купля-продажа Банком России государственных ценных бумаг, а также краткосрочные операции с ними с совершением позднее обратной сделки.

Основной целью проведения Банком России операций на открытом рынке является регулирование ликвидности банковской системы для достижения целей денежно-кредитной политики.

К операциям на открытом рынке, проводимым Банком России, относятся операции прямого **РЕПО**.

В соответствии с требованиями нормативных правовых актов Банка России сделки прямого РЕПО — это сделки РЕПО с блокировкой обеспечения, по которым продавцом облигаций по первой части и покупателем облигаций по второй части является кредитная организация, а покупателем облигаций по первой части и продавцом облигаций по второй части является Банк России.

В качестве обеспечения сделок прямого РЕПО с Банком России могут использоваться следующие ценные бумаги:

- государственные краткосрочные облигации;
- облигации федерального займа;
- облигации внешних облигационных займов;
- облигации Банка России.

10.5. ГОСУДАРСТВЕННОЕ УПРАВЛЕНИЕ ИМУЩЕСТВОМ В ВИДЕ АКЦИЙ

Помимо выпуска в обращение государственных ценных бумаг государство осуществляет государственное управление имуществом в форме вложений в акции.

Целями государственного управления имуществом в форме вложений в акции являются:

- увеличение неналоговых доходов федерального бюджета, создающее предпосылки для снижения государством налогов на результаты деятельности;
- обеспечение выполнения хозяйственными товариществами и обществами общегосударственных функций (оборона, безопасность, социальные программы, регулирование естественных монополий);
- стимулирование развития производства, улучшение финансово-экономических показателей деятельности хозяйственных товариществ и обществ, привлечение инвестиций;
- осуществление институциональных преобразований в экономике (реструктуризация предприятий, отраслей, создание вертикально интегрированных структур).

Основным методом государственного управления имуществом в форме вложений в акции является обеспечение представления интересов государства через институт государственных представителей в органах управления акционерных обществ.

Под приватизацией государственного и муниципального имущества понимается возмездное отчуждение имущества, находящегося в собственности Российской Федерации, субъектов РФ, муниципальных образований, в собственность физических и (или) юридических лиц.

Полномочия в сфере деятельности по управлению акциями, находящимися в федеральной собственности, имеют следующие государственные органы:

- Федеральное Собрание Российской Федерации;
 - Президент Российской Федерации;
 - Правительство Российской Федерации;
 - Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом;
 - Российский фонд федерального имущества.
- К полномочиям Правительства РФ в области регулирования приватизации относятся:
- ежегодное утверждение прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества на соответствующий год;
 - представление в Государственную Думу Федерального Собрания РФ отчета о результатах приватизации федерального имущества за прошедший год;
 - издание нормативных правовых актов по вопросам приватизации;
 - принятие решения об условиях приватизации федерального имущества.

Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом (Росимущество):

- выступает от имени Российской Федерации учредителем (участником) открытых акционерных обществ, создаваемых посредством приватизации федеральных государственных унитарных предприятий, а также учредителем создаваемых с участием государства иных юридических лиц;
- осуществляет от имени Российской Федерации права акционера (участника, члена) организаций, акции (доли) в уставном (складочном) капитале или паи в имуществе которых находятся в федеральной собственности;
- дает в установленном порядке и в случаях, предусмотренных законодательством РФ, письменные директивы представителям государства в органах управления акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности и в отношении которых используется специальное право («золотая акция»), по вопросам компетенции органов управления этих акционерных обществ;

- разрабатывает в установленном порядке и утверждает условия конкурса при продаже приватизируемого федерального имущества;
- организывает и обеспечивает деятельность представителей Российской Федерации в органах управления и ревизионных комиссиях акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности, а также осуществляет контроль за их деятельностью.

Российский фонд федерального имущества является специализированным государственным учреждением при Правительстве РФ — федеральным государственным учреждением.

Российский фонд федерального имущества (РФФИ) осуществляет:

- в соответствии с законодательством РФ продажу приватизируемого федерального имущества;
- реализацию имущества, арестованного во исполнение судебных решений или актов органов, которым предоставлено право принимать решения об обращении взыскания на имущество;
- распоряжение и реализацию конфискованного, движимого бесхозяйного, изъятого и иного имущества, обращенного в собственность государства по основаниям, предусмотренным законодательными и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Основаниями для поступления акций в собственность государства являются:

- обращение ценных бумаг в собственность государства в случае **совершения** сделки с ценными бумагами с целью, заведомо противной основам правопорядка или нравственности;
- поступление в собственность государства выморочных ценных бумаг в порядке наследования;
- внесение государственного или муниципального имущества, а также исключительных **прав** в уставные капиталы открытых акционерных обществ;
- создание открытого акционерного общества путем преобразования унитарного предприятия.

Основанием обращения взыскания на ценные бумаги от имени государства является исполнение решения о взыскании налога за счет имущества налогоплательщика (налогового агента) путем реализации ценных бумаг, принадлежащих налогоплательщику.

Государственное и муниципальное имущество может быть приватизировано одним из следующих способов:

- преобразованием унитарного предприятия в открытое акционерное общество;
- продажей государственного или муниципального имущества на аукционе;

- продажей акций открытых акционерных обществ на специализированном аукционе;
- продажей государственного или муниципального имущества на конкурсе;
- продажей за пределами территории Российской Федерации находящихся в государственной собственности акций открытых акционерных обществ.

Способами приватизации государственного и муниципального имущества являются:

- продажа государственного или муниципального имущества посредством публичного предложения;
- продажа государственного или муниципального имущества без объявления цены;
- внесение государственного или муниципального имущества в качестве вклада в уставные капиталы открытых акционерных обществ;
- продажа акций открытых акционерных обществ по результатам доверительного управления.

Для продажи акций открытых акционерных обществ через организатора торговли могут привлекаться брокеры в порядке, установленном Правительством РФ. Лица, заключившие по результатам конкурса договор доверительного управления акциями открытого акционерного общества, приобретают эти акции в собственность после завершения срока доверительного управления в случае исполнения условий договора доверительного управления;

Продажа государственного или муниципального имущества **посредством** публичного предложения осуществляется в случае, если аукцион по продаже указанного имущества был признан несостоявшимся. Продажа государственного или муниципального имущества без объявления цены осуществляется, если продажа этого имущества посредством публичного предложения не состоялась.

«Золотая акция» — это специальное право на участие в управлении приватизированным предприятием соответственно Российской Федерации и субъектов РФ. Решения об использовании «золотой акции» Правительство РФ и органы государственной власти субъектов РФ принимают в целях обеспечения обороноспособности страны и безопасности государства, защиты нравственности, здоровья, прав и законных интересов граждан Российской Федерации.

Решение об использовании специального права («золотой акции») может быть принято при приватизации имущественных комплексов унитарных предприятий или при принятии решения об исключении

открытого акционерного общества из перечня стратегических акционерных обществ независимо от количества акций, находящихся в государственной собственности. Российская Федерация и субъекты РФ не могут одновременно использовать в отношении одного и того же открытого акционерного общества специальное право («золотую акцию»).

Правительство РФ или органы государственной власти субъектов РФ, принявшие решение об использовании специального права («золотой акции»), назначают соответственно представителя Российской Федерации, субъекта РФ в совет директоров (наблюдательный совет) и представителя в ревизионную комиссию открытого акционерного общества.

Открытое акционерное общество обязано уведомлять о сроках проведения общего собрания акционеров и предлагаемой повестке дня представителей РФ, субъектов РФ в порядке, установленном законодательством РФ.

Представители Российской Федерации, субъектов РФ имеют право вносить предложения в повестку дня годового общего собрания акционеров и требовать созыва внеочередного общего собрания акционеров.

Представители Российской Федерации, субъектов РФ, назначенные в совет директоров (наблюдательный совет) открытого акционерного общества при использовании государством специального права («золотой акции»), участвуют в общем собрании акционеров с правом вето при принятии общим собранием акционеров решений по вопросам:

- внесения изменений и дополнений в устав открытого акционерного общества или об утверждении устава открытого акционерного общества в новой редакции;
- реорганизации открытого акционерного общества;
- ликвидации открытого акционерного общества, назначении ликвидационной комиссии и об утверждении промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;
- изменении уставного капитала открытого акционерного общества.

К особенностям правового положения открытых акционерных обществ, акции которых находятся в собственности Российской Федерации, субъектов РФ или муниципальных образований, относятся следующие:

- права акционера открытых акционерных обществ, акции которых находятся в собственности Российской Федерации, от имени Рос-

сийской Федерации осуществляют Правительство РФ и (или) уполномоченный федеральный орган исполнительной власти, специализированное государственное учреждение или специализированные государственные учреждения;

- представителями интересов Российской Федерации, субъектов РФ, муниципальных образований в органах управления и ревизионных комиссиях открытых акционерных обществ могут быть лица, замещающие соответственно государственные и муниципальные должности, а также иные лица;

- в случае если в государственной или муниципальной собственности находится 100% акций открытого акционерного общества, полномочия высшего органа управления общества — общего собрания акционеров осуществляются от имени соответствующего собственника акции в порядке, определенном соответственно Правительством РФ, органами государственной власти субъектов РФ, органами местного самоуправления;

- единоличный исполнительный орган открытого акционерного общества, включенного в перечень стратегических акционерных обществ, не вправе совершать сделки, связанные с отчуждением акций, внесенных в соответствии с решением Правительства РФ в уставный капитал общества, а равно сделки, влекущие за собой возможность отчуждения или передачи их в доверительное управление без согласия Правительства РФ или уполномоченного федерального органа исполнительной власти.

К мерам, направленным на защиту государства как акционера открытых акционерных обществ, можно отнести:

- участие представителей государства в органах управления открытых акционерных обществ;
- сохранение доли государства или муниципального образования в уставном капитале открытых акционерных обществ в случаях, предусмотренных федеральными законами;
- использование специального права («золотой акции»);
- управление открытым акционерным обществом в соответствии с особыми требованиями, предусмотренными законодательством о приватизации.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Кто является участником биржевого рынка государственных ценных бумаг?
2. В соответствии с федеральным законодательством какие бумаги признаются государственными ценными бумагами?

3. Какие функции выполняют Минфин России и Банк России на рынке государственных ценных бумаг?
4. Укажите данные, которые должны содержаться в Генеральных условиях эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.
5. Кто может выступать дилером на рынке государственных ценных бумаг?
6. В каких формах возможно первичное размещение государственных ценных бумаг?
7. Какие заявки участники вправе выставлять в процессе аукционов по первичному размещению государственных ценных бумаг?
8. Что включает в себя депозитарная система на биржевом рынке государственных ценных бумаг?
9. Какие из государственных ценных бумаг не обращаются на вторичном рынке?
10. Какие из государственных ценных бумаг обращаются на внебиржевом рынке?
11. Укажите максимальные сроки выпуска облигации государственного внутреннего валютного облигационного займа.
12. Кто является эмитентом облигаций государственного внутреннего валютного облигационного займа и государственного валютного облигационного займа?
13. В какой валюте должны быть выражены обязательства Российской Федерации, субъекта РФ и муниципального образования, возникшие в результате эмиссии ценных бумаг Российской Федерации, ценных бумаг субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг и составляющие внутренний долг?
14. В какой валюте должны быть выражены обязательства Российской Федерации и субъекта РФ, возникшие в результате эмиссии соответствующих государственных ценных бумаг и составляющие внешний долг Российской Федерации и внешний долг субъекта РФ?
15. Что включает в себя государственный долг Российской Федерации?
16. В какой форме может существовать государственный долг?
17. Допускается ли изменение условий выпущенного в обращение государственного займа, в том числе сроков выплаты и размера процентных платежей?
18. Кто осуществляет управление государственным долгом Российской Федерации и государственным долгом субъекта РФ?
19. Какой из методов управления государственным долгом предусмотрен **БК РФ**?
20. Каким образом утверждаются предельные объемы государственного внутреннего долга и государственного внешнего долга Российской Федерации на очередной финансовый год?
21. Каким образом устанавливается верхний предел муниципального долга субъекта РФ с указанием в том числе предельного объема обязательств по государственным или муниципальным гарантиям?

22. Что такое государственная или муниципальная гарантия?
23. Какие последствия влечет несоблюдение письменной формы государственной или муниципальной гарантии?
24. Кем ведется Государственная долговая книга Российской Федерации и что она из себя представляет?
25. Какие бумаги могут использоваться в качестве обеспечения сделок прямого РЕПО с Банком России?
26. Какие государственные органы имеют полномочия в сфере деятельности по управлению акциями, находящимися в федеральной собственности?
27. Перечислите цели государственного управления имуществом в форме вложений в акции.
28. Что понимается под приватизацией государственного и муниципального имущества?
29. Что такое «золотая акция»? Какие права она дает?
30. Укажите возможные формы управления со стороны государства открытым акционерным обществом, в отношении которого принято решение об использовании специального права («золотой **акции**»).
31. Какие полномочия являются полномочиями Правительства РФ в области регулирования приватизации?

ЗАРУБЕЖНЫЕ РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

11.1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ США

11.1.1. Корпоративные ценные бумаги. Особенности их эмиссии

Акции корпораций. Единого федерального закона, в котором была бы дана характеристика понятия «акция» и прав на нее, в США нет, как нет и общенационального закона об акционерных обществах (в США используется термин *corporation* — «**корпорация**»). Существуют законы о корпорациях отдельных штатов, хотя и в них вопросы, связанные с видом акций, правами акционеров, прописаны лишь в самом общем виде.

Еще в 1950-е гг. была предпринята попытка унифицировать законы о компаниях. С этой целью группа юристов разработала Примерный (модельный) закон о корпорации, отдельные положения которого принимаются законодательными органами штатов. Этот документ имеет силу закона только именно в той части, в какой его положения и статьи утверждены отдельными штатами.

Корпорация может быть *закрытой* (в соответствии с Примерным законом число акционеров не должно превышать 50). В этом случае продажа акций имеет ряд ограничений. Главное заключается в том, что акционер, желающий продать свои акции, обязан прежде предложить их самой корпорации, и только если она откажется от покупки, продать их третьему лицу. В целом такая форма организации корпорации в США встречается довольно редко. Значительно чаще попадаются такие понятия, как «*публичная*» и «*частная*» *корпорация*. Отличие заключается в доле акций, находящихся в руках одного собственника или группы связанных между собой **собственников**¹. Практически все крупнейшие американские корпорации являются публичными.

¹ По закону штата Техас частной считается корпорация, принадлежащая менее чем 35 акционерам и не имеющая листинга на бирже или в системе NASDAQ.

Особенностью американской системы является то, что она предусматривает выпуск только именных акций, хотя прямого запрета на выпуск предъявительских акций в законах о корпорациях нет. Тем не менее сложившаяся практика такова, что все акции выпускаются только как именные (*registered*) ценные **бумаги**¹.

Акции могут выпускаться в документарной и бездокументарной форме (с сертификатом и без сертификата). При документарной форме выпуска в число обязательных реквизитов сертификата входят:

- 1) наименование корпорации и указание на то, что она организована по закону данного штата;
- 2) наименование лица, которому сертификат выписан;
- 3) количество и класс акций, которые представляет сертификат;
- 4) если корпорация выпускает несколько классов акций, описание особенностей каждого класса или указание на то, что корпорация обязуется предоставить эту информацию акционеру по его требованию в письменной форме бесплатно;
- 5) наименование трансфер-агента и регистратора;
- 6) подписи (оригинальные или факсимильные) двух лиц, уполномоченных в соответствии с регламентом (*bylaws*) или советом директоров, печать корпорации (не обязательно). Если лицо, подписавшее сертификат, не занимает больше должности в корпорации, сертификат не теряет силы.

Понятие номинальной стоимости в настоящее время в американских законах отсутствует. Это также право корпорации: устанавливать или не устанавливать номинал. Современная практика такова, что у акций многих крупных корпораций номинала нет. Коммерческие банки, как правило, выпускают акции с номиналом.

Акции делятся на обыкновенные (рядовые или простые) и привилегированные. Основной «кирпичик», из которого построена современная корпорация, — это обыкновенные акции. Владельцы обыкновенных акций обладают обыкновенными правами при распределении прибыли, при участии в управлении и при распределении имущества в случае банкротства. Привилегированные акции дают некоторые преимущества в распределении чистой прибыли и в случае ликвидации корпорации, но при этом обычно лишают их держателей права участия в управлении (права голоса).

¹ Кроме того, с 30 июня 1983 г. действует положение Налогового кодекса (*Internal Revenue Code*), согласно которому выпуск ценных бумаг, за некоторыми исключениями (краткосрочные инструменты, ценные бумаги, распространяемые по закрытой подписке), в предъявительской форме **запрещен**.

Ставка дивиденда по привилегированным акциям, как правило, фиксированная, однако теоретически совет директоров может принять решение не выплачивать дивиденды по привилегированным акциям даже при наличии чистой прибыли. Привилегированные акции имеют номинал обычно 100 или 50 дол.

Привилегированные акции могут быть кумулятивными и некумулятивными, «с участием» и «без участия», конвертируемые и неконвертируемые, погашаемые и непогашаемые. Эти характеристики не являются взаимоисключающими. Привилегированные акции могут быть одновременно кумулятивными, «с участием», конвертируемыми и погашаемыми.

По кумулятивным привилегированным акциям дивиденды, не выплаченные в данном году, не пропадают, а подлежат выплате в будущем. Под участием подразумевается дополнительная выплата дивидендов сверх фиксированного дивиденда, установленного при эмиссии. **Погашаемость** предполагает возможность отзыва эмитентом с выплатой небольшой премии.

Права акционеров на получение части чистой прибыли (дивидендов) и имущества корпорации в случае ее ликвидации ничем не отличаются от аналогичных прав во всех странах мира. Дивиденды объявляются советом директоров на общем собрании акционеров. Выплата дивидендов по акциям не допускается, если не удовлетворены обязательства перед кредиторами, а также при наличии убытков (или если выплата дивидендов приведет к убыткам). Как правило, предварительные дивиденды выплачиваются раз в квартал (окончательный дивиденд объявляется по итогам года).

На выплату дивидендов затрачивается от 50 до 68% чистой прибыли корпораций (табл. 11.1).

Таблица 11.1

Чистая прибыль и дивиденды американских корпораций

Показатель	Год										
	1990	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Чистая прибыль (ЧП), млрд дол.	292	387	458	503	558	542	593	553	569	709	845
Дивиденды (Д), млрд дол.	169	235	254	298	334	349	337	378	373	398	431
Д : ЧП, %	58	61	55	59	60	64	57	68	66	56	51

В таблице 11.1 приведены сведения по всем американским корпорациям. Данные по крупнейшим, входящим в индекс S&P500 (см. ниже), несколько отличаются: во-первых, они характеризуются большей волатильностью; во-вторых, в текущем десятилетии норма дивидендных выплат снизилась до **30–40%**.

По принятой в США классификации акции корпораций с точки зрения их инвестиционных качеств делятся на: *blue chip stocks*, *growth stocks*, *defensive stocks*, *income stocks*, *cyclical stocks*, *seasonal stocks*.

Blue chips — «голубые фишки». Этот термин применяется по отношению к акциям крупнейших, зрелых компаний, имеющих длительную историю выплаты дивидендов. Сам термин пришел из карточной игры покер, где используются фишки разных цветов, среди которых самые ценные — голубые. В эту группу попадают акции компаний General Motors, Ford, General Electric, International Business Machines (IBM), Exxon и т.п. — в общей сложности несколько десятков компаний, имеющих листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Growth stocks — акции компаний роста. Такие компании находятся в фазе быстрого развития. Объем продаж, прибыли и доля рынка растут быстрее, чем экономика в целом. Это молодые компании. Обычно они не платят дивиденды по своим акциям, направляя всю или большую часть прибыли в фонд накопления. В эту группу входят компании новых секторов экономики — связи, электроники, биотехнологии. До начала 1990-х гг. в нее входили, например, компании Intel, Apple, Microsoft, которые сейчас можно смело отнести к «голубым фишкам».

Defensive stocks — акции компаний, проявляющих большую степень устойчивости в периоды кризисов. Это компании коммунального хозяйства и некоторых отраслей пищевой индустрии.

Income stocks — акции компаний, выплачивающих дивиденды выше среднего уровня, т.е. их дивидендная доходность выше, чем у других. Этот тип акций привлекателен для пожилых людей, которые обычно покупают акции ради текущего дохода. Большинство акций компаний коммунального хозяйства относятся к этой категории.

Cyclical stocks — акции компаний, чьи доходы в большей степени зависят от стадии экономического цикла. Когда экономическая конъюнктура улучшается, рентабельность компании увеличивается и цена ее акций возрастает. При изменении ситуации на рынке прибыль компании резко сокращается, что приводит и к падению курса ее акций. К циклическим отраслям относятся производство стали, цемента, станков, автомобилей.

Seasonal stocks — акции компаний, чьи доходы подвержены сезонным колебаниям. Наиболее яркий пример — компании розничной торговли. Объем продаж и доходы возрастают в определенное время года, например перед началом учебного года или перед Рождеством.

Акции иностранных эмитентов в США. В связи с особенностями американского законодательства торговля иностранными ценными бумагами (за исключением бумаг канадских эмитентов) на территории США запрещена. Однако американские депозитарные расписки можно рассматривать и как форму торговли ценными бумагами иностранных эмитентов в США.

АДР — производные ценные бумаги, выпускаемые в США на акции (редко облигации) иностранных эмитентов и обращающиеся на американском фондовом рынке. Общая схема выпуска АДР такова. АДР выпускаются в США специальным депозитарным банком. В стране эмитента приобретаются акции и депонируются в специальном банке (**банке-кастодиане**), с которым у депозитарного банка в США заключено соглашение. В США на эти акции депозитарным банком выписываются новые ценные бумаги — АДР. Каждая АДР может представлять собой одну акцию, несколько акций или долю акций эмитента (возможное соотношение — от 1 : 100 до 100 000 : 1). АДР предоставляет ее владельцу все права владельца обыкновенной акции, по его желанию она может быть конвертирована в обыкновенную акцию (соответственно без возможности ее обращения в США). При этом она выражена в долларах США, дивиденды по ней ее владелец также получает в этой валюте, и, самое важное, она свободно обращается на американском фондовом рынке: на фондовых биржах, в системе NASDAQ или на внебиржевом рынке.

Программы выпуска АДР делятся на два класса: спонсируемые и неспонсируемые. Спонсируемая программа инициируется эмитентом, неспонсируемая запускается без участия эмитента (но обычно с его согласия) сторонними фирмами.

В свою очередь спонсируемые программы АДР делятся на четыре вида: спонсируемые I уровня, спонсируемые II уровня, спонсируемые III уровня и «ограниченные» АДР, размещаемые по закрытой подписке. Сравнительные характеристики спонсируемых программ сведены в табл. 11.2.

АДР I уровня. Могут продаваться только на внебиржевом рынке («Розовые листы» — Pink Sheets или электронная доска объявлений Bulletin Board). Выпускаются только на уже существующие акции. Запуск программы I уровня рассматривается эмитентом как первый шаг для выхода на американский рынок акций. Могут торговаться на неамериканских биржах.

АДР II уровня. Продаются на биржах и в системе NASDAQ, но выпускаются на уже существующие акции. Бухгалтерская отчетность эмитента должна соответствовать принципам GAAP, а сам эмитент — требованиям листинга соответствующей биржи или NASDAQ.

АДР III уровня. Выпускаются на акции новой эмиссии и могут торговаться на биржах или в системе NASDAQ. Эмитент должен представлять отчетность по правилам GAAP и отвечать **листинговым** требованиям бирж. Требования к раскрытию информации максимальные.

«Ограниченные» АДР (размещаемые по Правилу 144А/правилу S, принятому в 1990 г.). АДР, размещаемые на новый выпуск акций, могут предлагаться только так называемым *квалифицированным институциональным* покупателям или иностранным инвесторам. Квалифицированные институциональные покупатели (**QIBs**) — институты, имеющие инвестиции в ценные бумаги (неаффилированных лиц) на сумму не менее 100 млн дол., или компании по ценным бумагам с инвестициями в ценные бумаги на сумму не менее 10 млн дол.

Таблица 11.2

Характеристика американских депозитарных расписок				
Тип АДР	Уровень раскрытия информации	Рынок	Возможность мобилизации капитала	Затраты, дол.
Спонсируемые Уровень I	Минимальный	США — внебиржевой (<i>Pink Sheets</i> или <i>OTC Bulletin Board</i>). За рубежом может быть биржевой	Нет	До 50 тыс.
Спонсируемые Уровень II	Высокий. Регистрация в Комиссии по ценным бумагам и биржам США GAAP	США — биржевой. Может быть листинг на зарубежных биржах	Нет	200—700 тыс.
Спонсируемые Уровень III	Высокий. Регистрация в Комиссии по ценным бумагам и биржам США GAAP	США — биржевой. Может быть листинг на зарубежных биржах	Да	500—2 000 тыс. плюс плата андеррайтерам
Ограниченные АДР. Частное размещение — Правило 144А/S	Средний	США — внебиржевой (система Portal). Вне США может быть биржевой	Да	500—2 000 тыс. плюс плата андеррайтерам

Среди примерно сотни российских компаний, осуществивших программы выпуска АДР (по состоянию на конец 2005 г.), три («Би-Лайн», МТС, «Вим-Биль-Данн») выпустили АДР III уровня, три —

II уровня («Ростелеком», «Татнефть», **«Мечел»**), примерно 35 — «ограниченные» АДР («Мосэнерго», «Татнефть», «Газпром» и др.), остальные — программы I уровня («Лукойл», Северский трубный завод, «Черногорнефть», Инкомбанк, ГУМ и др.). В 2005 г. по общему числу открытых программ Россия занимала 6-е место после Индии, Англии, Австралии, Тайваня и Гонконга.

Практически все АДР выпускаются всего тремя американскими и одним немецким банком: Bank of New York (64% на конец 2005 г.), Morgan Guaranty (14%), Citibank (17%) и Deutsche Bank (5%). Большая часть программ российских эмитентов осуществлена через The Bank of New York.

Облигации корпораций. С точки зрения отраслевой классификации корпоративные облигации (bonds) в США делятся на пять основных видов: 1) облигации предприятий коммунального хозяйства; 2) транспортных компаний; 3) промышленных компаний; 4) **финансовых** компаний; 5) конгломератов. По срокам к краткосрочным корпоративным облигациям относятся инструменты со сроком до погашения менее пяти лет, среднесрочным — от 5 до 12 лет и долгосрочным — свыше 12 лет. С точки зрения обеспечения облигации делятся на *необеспеченные* и *обеспеченные*. В первом случае облигации не имеют какого-либо конкретного обеспечения. Во втором случае, если корпорация оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства перед инвесторами, они могут обратить свои требования на конкретное имущество корпорации, служащее обеспечением (залогом).

Обеспеченные облигации в США классифицируются на основе активов, служащих обеспечением:

- облигации, обеспеченные недвижимостью. Эти облигации обеспечены землей и зданиями. Для защиты инвесторов предусматривается, что общая стоимость выпущенных облигаций не должна превышать стоимости залога. Такие облигации часто выпускают компании коммунального хозяйства;
- облигации, обеспеченные оборудованием. Эти облигации считаются высоконадежными инвестициями, поскольку погашение облигаций осуществляется раньше, чем происходит полная амортизация оборудования. Тем самым в любой момент в случае банкротства эмитента стоимость оборудования достаточна для компенсации владельцев облигаций. Обычно они выпускаются транспортными компаниями и обеспечены подвижным железнодорожным составом или самолетами;
- облигации, обеспеченные ценными бумагами (обычно акциями) других корпораций. Как правило, в качестве обеспечения выступают акции дочерних компаний.

Некоторые корпоративные облигации предоставляют инвесторам право конвертировать их в акции компании эмитента — *конвертируемые* облигации. Это право фиксируется условиями выпуска и может быть реализовано либо в любое время, либо в обусловленные **периоды**. Выпуск конвертируемых облигаций позволяет корпорации привлечь ресурсы под более низкую по сравнению с обычным выпуском процентную ставку. Инвестор рассчитывает выиграть от конверсии в акции, если их рыночная цена превысит цену конверсии. Кроме того, по сравнению с владельцами обыкновенных акций у него есть преимущество в погашении задолженности в случае банкротства.

Иногда корпорации выпускают облигации, конвертируемые в акции какой-то иной компании, — *обмениваемые* облигации.

В некоторых случаях выплата процентов и основной суммы долга гарантируется другой корпорацией. Такие облигации носят название *гарантированных*. Типичный вид гарантии — гарантия материнской компании по облигационному выпуску дочерней корпорации.

Компании, находящиеся в процессе реорганизации (например, связанной с банкротством), выпускают так называемые *доходные*, или *перестроечные*, облигации. Эмитент обязуется погасить основную сумму долга по истечении срока действия облигации, но проценты выплачиваются лишь при наличии прибыли.

В американской деловой печати очень часто встречается такое понятие, как «*мусорные*», или **«бросовые»**, облигации. Под ними понимают спекулятивные облигации (облигации с рейтингом ниже инвестиционного), имеющие высокую степень риска, но вместе с тем обладающие высокой доходностью. Существуют две разновидности «бросовых» облигаций: изначально выпущенные финансово неустойчивыми заемщиками и выпущенные солидными заемщиками, чье положение в дальнейшем ухудшилось («*падшие ангелы*»). К «мусорным» относятся, например, облигации, выпускаемые с целью поглощения другой корпорации. По некоторым оценкам, доля этих облигаций в общей задолженности по корпоративным облигациям (нефинансовых корпораций) составляет в США 6%, что в два с лишним раза превышает аналогичный сегмент облигационного рынка в Европе.

Некоторые корпоративные облигации имеют листинг на фондовых биржах, но большинство являются в США инструментами внебиржевого рынка (*OTC market*). Впрочем, и сами **листинговые** облигации в основном продаются и покупаются вне бирж.

Согласно существующим в индустрии ценных бумаг США стандартам, период между заключением сделки по облигациям и ее ула-

живанием или урегулированием расчетов составляет (с 1995 г.) три рабочих дня ($T + 3$, ранее было пять, т. е. $T + 5$).

Проценты выплачиваются обычно два раза в год. Если владелец облигации продает ее в период между датами выплаты процентов, покупатель платит продавцу сумму, которая включает также и причитающиеся продавцу проценты — накопленные проценты (*accrued interest*). Согласно действующим в США правилам (конвенциям), начисленные проценты по корпоративным облигациям рассчитываются исходя из посылки, что в году 360 дней, а в месяце — 30. Сумма начисленных процентов исчисляется с даты последней выплаты до даты улаживания сделки, не включая эту дату.

Проценты по корпоративным облигациям облагаются по обычной налоговой ставке. Примерно **20—25%** всего внутреннего долга США (**2000—2005** гг.), выраженного рыночными (обращающимися) ценными бумагами, составляли корпоративные облигации. Около 70% всей задолженности по внутренним корпоративным облигациям приходилось на нефинансовые корпорации, остальное — на финансовые институты, среди которых ведущими эмитентами выступают финансовые компании и банки.

Коммерческие бумаги. Коммерческие бумаги представляют собой краткосрочные необеспеченные простые векселя на предъявителя, выпускаемые корпорациями. Для многих крупных эмитентов коммерческие бумаги это удобный заменитель банковских ссуд. Рынок коммерческих бумаг США является крупнейшим в мире. Спад в экономике США, начавшийся в 2000 г., привел к заметному уменьшению объема рынка, однако с 2004 г. он снова стал расти.

Согласно Закону о ценных бумагах 1933 г., выпуск некоторых ценных бумаг при соблюдении ряда требований не требует государственной регистрации. Первое требование — все коммерческие бумаги выпускаются на срок менее 270 дней, на практике он составляет от 5 до 45 дней, а средний срок равен **30—35** дням. Обычно эмитент прибегает к постоянной эмиссии коммерческих бумаг, финансируя стабильную долю своих финансовых потребностей. Второе требование — продажа ценных бумаг ограниченному кругу инвесторов. Действительно, эти ценные бумаги предназначены для крупных институциональных инвесторов, а не для широкой публики. Минимальный номинал обычно составляет 100 000 **дол.**, а наиболее типичный — 1 млн дол. Третье требование заключается в том, чтобы выручка от продажи коммерческих бумаг использовалась для финансирования «текущих операций». Иными словами, средства, полученные от продажи коммерческих бумаг, не должны направляться на приобретение машин и оборудования. Пос-

леднее требование не является, впрочем, столь строгим, как первые два, и на практике коммерческие бумаги используются для финансирования не только текущих расходов.

Как и казначейские векселя правительства США, коммерческие бумаги, как правило, являются дисконтными инструментами: инвестор покупает их по цене ниже номинала, а при погашении получает номинальную сумму. Хотя встречаются и процентные выпуски, когда доход представляет собой сумму, выплачиваемую при погашении коммерческих бумаг.

Крупнейшими инвесторами в коммерческие бумаги в США выступают взаимные фонды денежного рынка — разновидность инвестиционных компаний открытого типа. В **2000—2003 годах** на них приходилось от 40 до 45% всех коммерческих бумаг. Доля иностранных инвесторов составляла **7—8%**, оставшаяся часть — примерно в равной пропорции — принадлежала нефинансовым корпорациям, компаниям страхования жизни, пенсионным фондам, прочим взаимным фондам, правительствам штатов. Физические лица в основном осуществляют инвестиции в коммерческие бумаги через институты коллективного инвестирования, такие как взаимные фонды или трастовые департаменты банков.

Банковские акцепты. Это переводные векселя, или тратта, выписанные на банк и акцептованные им. После того как банк акцептовал тратту, она может быть продана на рынке. Основная сфера применения банковских акцептов — внешняя торговля. Акцептное финансирование может осуществляться при поставке товаров внутри США, однако его значение невелико и постоянно уменьшается.

Акцептованные банками векселя могут быть переучтены федеральными резервными банками (ФРБ) по учетной ставке Федеральной резервной системы (ФРС — Federal Reserve System). Для этого они должны обладать рядом свойств, отраженных в Федеральном резервном акте **1913** г. и других нормативных документах. Отвечающие всем требованиям векселя называются подлежащими учету. Основное из требований — акцепты должны быть обеспечены реальной поставкой товара. Обычно федеральный резервный банк не переучитывал векселя, срок погашения которых превышал 90 дней.

Депозитные сертификаты банков. Депозитный сертификат (ДС) представляет собой документ, удостоверяющий внесение срочного депозита в кредитное учреждение. **ДС** могут быть обращающимися или необращающимися. Обращающиеся ДС свободно продаются, необращающиеся хранятся до погашения и практически не отличаются от обычного срочного вклада. Подавляющая часть крупных ДС — обра-

шающиеся инструменты. В зависимости от типа эмитента депозитные сертификаты классифицируют по четырем видам:

- 1) **ДС**, выпускаемые банками в США;
- 2) ДС в долларах США, выпускаемые банками за рубежом (евро-ДС);
- 3) ДС, выпускаемые иностранными банками в США;
- 4) ДС, выпускаемые в США **ссудосберегательными** ассоциациями и сберегательными банками.

ДС бывают именными и «на предъявителя». Большая часть крупных ДС выпускается «на предъявителя», что облегчает их обращение. ДС со сроком свыше одного года могут быть только именными.

Депозитные сертификаты выпускаются обычно на срок от одного до 12 месяцев, но встречаются и долгосрочные ДС (до пяти лет и более). Примерно половина ДС, выпускаемых американскими банками в США, имеет срок действия менее трех месяцев.

Проценты по ДС, выплачиваемые вместе с погашением ДС, рассчитываются исходя из точного количества дней в периоде и приближенного количества дней в году (360).

Рейтинг корпоративных ценных бумаг. Практически все выпускаемые корпорациями США облигации оцениваются одним или несколькими специализированными рейтинговыми агентствами. Основная цель, которую преследуют эти агентства, занимаясь присвоением того или иного индикатора надежности, — показать, в какой мере эмитент способен вовремя выплачивать проценты в течение всего срока жизни облигации и своевременно ее погасить. Присвоение того или иного рейтинга — результат серьезной аналитической работы, в основе которой лежит фундаментальный анализ эмитента.

Два основных рейтинговых агентства США — **Standard&Poor's Corporation** и **Moody's Investors Service**. В 1990-е годы значительно усилила позиции на рынке рейтинговых услуг компания **Fitch**, слившаяся в конце десятилетия с европейским рейтинговым агентством **IBCA (Fitch-IBCA)**, а в начале нынешнего десятилетия — с американской **Duff and Phelps**¹. В целом оценки всех трех агентств, как правило, совпадают.

Инициатива определения рейтинга ценной бумаги, как правило, принадлежит эмитенту. При этом сам эмитент платит агентству за оценку своей кредитоспособности. Каков бы ни был этот рейтинг, он необходим, поскольку без рейтинга облигации эмитента вряд ли будут **раскупаться**².

¹ После слияния компания снова стала называться **Fitch**.

² Некоторые агентства, например **Moody's**, иногда проводят рейтинговую оценку по собственной инициативе.

Все рейтинговые агентства используют буквенную систему обозначения степени риска. Высший уровень надежности обозначается тремя буквами **AAA** (**Aaa** — у **Moody's**), самый низкий — **D**. «Полутона» характеризуются знаками **«+»** и **«-»** (цифрами **1, 2, 3** — у **Moody's**)¹.

Рейтинг первых четырех уровней (с «полутонами» уровней будет больше — вплоть до **Baa3**, **BBB-**) характеризует так называемые *ценные бумаги инвестиционного класса*, все остальные — *неинвестиционного класса* (спекулятивные) ценные бумаги (табл. **11.3**).

Таблица **11.3**

Виды рейтинговых оценок				
Ценная бумага	Moody's	Standard & Poors	Fitch	Оценка
Облигации инвестиционного класса	Aaa	AAA	AAA	Высшее качество
	Aa	AA	AA	Высокое качество
	A	A	A	Выше среднего
	Baa	BBB	BBB	Среднее
Облигации неинвестиционного класса (спекулятивные)	Ba	BB	BB	Отчасти спекулятивные
	B	B	B	Спекулятивные
	Saa	CCC	CCC	Высокоспекулятивные
	Sa	CC	CC	Очень спекулятивные
	C	C	C	Эмитент на пороге банкротства
	D	D	D	Банкрот

Некоторым институциональным инвесторам, например пенсионным фондам, запрещено покупать ценные бумаги неинвестиционного класса или доля последних в активах ограничена небольшой величиной.

Рейтинговая система оценки — чрезвычайно удобная с точки зрения наглядности форма отражения качества ценных бумаг. Однако **Standard&Poor's** предупреждает, что она не может заменить собой анализ, производимый самим инвестором.

11.1.2. Государственные ценные бумаги

В США государственные ценные бумаги — это ценные бумаги казначейства (министерства финансов) и ценные бумаги федеральных агентств.

Рыночные казначейские обязательства. Рыночные ценные бумаги казначейства США представлены в основном тремя видами ин-

¹ То есть **A+** выше, чем **A** и **A-**, и **B1** выше, чем **B3**.

струментов: казначейскими векселями, казначейскими нотами и казначейскими облигациями.

Казначейские векселя — долговые обязательства правительства США со сроком до одного года. Казначейство США регулярно осуществляет эмиссию казначейских векселей сроком три месяца (**13** недель), шесть месяцев (26 недель) и один год (52 недели). Все векселя продаются с дисконтом, таким образом, доход инвестора представляет собой разницу между покупной ценой векселя и его лицевой или номинальной стоимостью.

Казначейские векселя — самый популярный инструмент денежного рынка США. Они находятся в портфелях самых разных инвесторов. В их числе физические лица, предприятия, коммерческие банки, взаимные фонды денежного рынка, Федеральная резервная система, иностранные инвесторы. Популярность казначейских векселей объясняется их уникальными свойствами. Во-первых, казначейские векселя считаются свободными от риска банкротства эмитента. Во-вторых, они высоколиквидны, поскольку для них существует огромный и очень эффективный вторичный рынок, позволяющий быстро превратить эти ценные бумаги в наличные деньги. В-третьих, доход, полученный от казначейских векселей, не облагается налогами штатов и местных органов власти. И наконец, векселя продаются с минимальным номиналом в 10 000 **дол.**, что делает их доступными как крупным, так и относительно мелким инвесторам.

Казначейские ноты — процентные облигации правительства США со средними сроками обращения от одного года до десяти лет. Казначейские ноты выпускаются с минимальным номиналом 5000 дол. при сроке обращения менее четырех **лет** и **1000** дол. при сроке свыше четырех лет. Некоторые выпуски осуществлялись с номиналом 10 000, 100 000 и 1 000 000 дол. Процентные ставки устанавливаются по каждому выпуску отдельно. Проценты выплачиваются два раза в год.

Согласно программе эмиссии Казначейства США, оптимальный режим выпуска среднесрочных облигаций заключается в выпуске двухлетних нот — за неделю до окончания каждого месяца, пятилетних нот — в середине второго месяца каждого квартала. Трехлетние ноты время от времени используются для рефинансирования задолженности и выпускаются в середине квартала, десятилетние ноты используются с той же целью и выпускаются с такой же периодичностью. При таком ежеквартальном рефинансировании Казначейство заблаговременно указывает свои потребности в наличных средствах и способы их покрытия. Эта практика позволяет упорядочить рынок и обеспечивает возможность инвестиционного планирования.

Казначейские облигации выпускаются с номиналом 1000, 5000, 10 000, 100 000 и 1 000 000 дол. Процентные ставки зависят от выпуска и срока облигации. Все облигации выпускаются на срок свыше десяти лет, при максимальном сроке — 30 лет. Проценты выплачиваются два раза в год. Если это предусмотрено условиями выпуска, облигации могут быть погашены досрочно с уведомлением за четыре месяца.

Облигации федеральных агентств включают ценные бумаги:

1) государственных или квазигосударственных кредитных организаций, связанных в основном с ипотекой (GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC);

2) специальные ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, выпускаемые этими же учреждениями;

3) ценные бумаги бюджетных агентств.

Эти ценные бумаги делятся на гарантированные и не гарантированные правительством. К числу гарантированных агентств относится ряд организаций, крупнейшими из которых являются Экспортно-импортный банк США (**EXIM Bank**) и Государственная национальная ипотечная ассоциация — **Ginnie Mae** (*Government National Mortgage Association*). Ценные бумаги EXIM Bank выпускаются для финансирования внешней торговли. Процентные выплаты подлежат обложению налогами всех трех уровней государственной власти США. Экспортно-импортный банк США является по своему статусу бюджетным агентством. Ginnie Mae является правительственным агентством (не путать с бюджетным агентством) в рамках Министерства жилищного строительства и городского развития.

К числу не гарантированных правительством агентств относятся: федеральные банки сельскохозяйственного кредита, Ассоциация кредитования студентов (Sallie Mae), Федеральная ссудо-ипотечная корпорация (Freddie Mae), Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae), Управление по делам долины Теннесси.

Ценные бумаги, выпускаемые федеральными агентствами, делятся на два основных класса: классические долговые обязательства и бумаги, обеспеченные закладными на недвижимость. С 2003 года общая задолженность по этим бумагам превысила 6 трлн **дол.**, что больше, чем задолженность по рыночным казначейским обязательствам. Так или иначе все эти бумаги связаны с ипотекой.

Муниципальные облигации. К муниципальным облигациям в США относятся облигации, выпускаемые штатами, территориями, городами, округами и специальными территориальными образованиями (например, школьными округами). Как и ценные бумаги федерального правительства, их не требуется регистрировать в Комиссии по

ценным бумагам и биржам. В прошлом практически все муниципальные облигации были предъявительскими с номиналом **1000** и **5000 дол.**, снабженными отрезными купонами. С 1983 года все новые выпуски со сроком свыше года являются только именными. Наиболее распространенный номинал — **5000 дол.**

Проценты, выплачиваемые почти по всем муниципальным облигациям, не подлежат обложению федеральными подоходными налогами. В свою очередь облигации нижестоящих административных единиц, как правило, не подпадают под обложение налогами, взимаемыми штатами.

11.1.3. Профессиональные участники

На фондовом рынке США основными профессиональными участниками выступают компании по ценным бумагам или брокеры-дилеры. В статистике финансовых потоков США, составляемой Федеральной резервной системой, брокеры-дилеры выделены в отдельную группу финансовых учреждений (наряду с центральным банком, коммерческими банками, ссудо-сберегательными ассоциациями, пенсионными фондами, страховыми компаниями, инвестиционными компаниями и пр.).

Компании по ценным бумагам принято классифицировать в зависимости от того, работают они с мелкими инвесторами или обслуживают только крупных клиентов, оказывают они весь комплекс услуг или только некоторые, на каких ценных бумагах они специализируются.

Фирмы, выполняющие все виды услуг, — это крупнейшие **брокерско-дилерские** компании, такие как Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith, Paine Webber Incorporated, Prudential-Bach Capital Funding, Shearson Lehman Brothers и т.п. У этих фирм сотни отделений и тысячи (**а** у крупнейших — десятки тысяч) служащих.

Нью-Йоркские фирмы, работавшие только с крупными клиентами и не занимавшиеся «розничными» операциями, носили название инвестиционных банков или оптовых домов (*carriage trade houses*). Традиционно к ним относили компании Morgan Stanley, Salomon Brothers, Goldman, **Sachs & Co.**, Donaldson, **Lufkin & Jenrette**, Bear, Sterns & Co., Inc. Впрочем, эта классификация в настоящее время устарела, поскольку благодаря слияниям компании, занимавшиеся в прошлом только оптовыми операциями, вышли и на рынок розничных услуг: Morgan Stanley — Dean Witter, Salomon — Smith Barney. А Merrill Lynch, постоянно работавшая на всех сегментах рынка, также всегда относилась к категории инвестиционных банков. Корректнее было бы определять инвестиционный банк в США как компанию, которая благодаря до-

статочно крупному собственному капиталу оказывает услуги по андеррайтингу.

Специализированные фирмы иногда работают только с одним типом ценных бумаг. Так, некоторые компании специализируются исключительно на муниципальных облигациях или бумагах, обеспеченных залогом, или казначейских обязательствах.

Существует весьма многочисленная группа учреждений, выполняющих только одну операцию — исполнение заявки по поручению клиента с сопутствующими процедурами по клирингу, зачислению ценных бумаг на счет клиента. Это так называемые дисконтные брокеры. Поскольку эти фирмы не предоставляют консультационных услуг, размер комиссионных у них значительно ниже, чем у «полноценных» брокерско-дилерских фирм. Большое число дискаунтеров возникло на волне бума интернет-трейдинга.

Компании по ценным бумагам подлежат государственной регистрации. Если операции подобной фирмы выходят за пределы одного штата, она обязана получить лицензию (зарегистрироваться) в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Комиссия предъявляет требования к величине капитала таких фирм. Минимальная величина чистого капитала (*net capital*) брокерско-дилерской фирмы с 1994 г. составляет **250 000 дол.** Чистый капитал рассчитывается как собственный капитал (*net worth*) за вычетом неликвидных активов (основной капитал и т.п.) и ряда иных статей.

11.1.4. Фондовые биржи

В США традиционно принято делить рынок ценных бумаг на биржевой и внебиржевой. Еще их иногда называют первый рынок и второй **рынок**¹.

В 2006 году в США действовало семь фондовых бирж (в начале **XX** в. их было около **200**, в 1931 г. — **38**), из которых Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange — NYSE) и Американская фондовая биржа (American Stock Exchange — American Exchange) традиционно назывались основными.

На региональных биржах осуществляется торговля главным образом акциями, имеющими листинг на основных биржах. В 1990-е годы наблюдалась активизация региональных бирж, которые немного увеличили свою долю на рынке акций.

¹ Существуют также понятия «третий рынок» (внебиржевая торговля ценными бумагами, имеющими листинг на биржах) и «четвертый рынок» (торговля непосредственно между институциональными инвесторами).

Внебиржевой рынок акций до января 2006 г. был представлен в первую очередь системой NASDAQ — Автоматизированной системой котировки национальной ассоциации фондовых дилеров, хотя в действительности NASDAQ — та же фондовая биржа, просто исторически она возникла из внебиржевого рынка.

Бесспорным лидером была и остается Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Объем торговли акциями составлял здесь в 1998—2005 гг. от 30 до 56 млрд дол. в день. Бум на рынке акций новых отраслей экономики привел к тому, что в 1999—2001 гг. обороты в NASDAQ превзошли объемы обращения NYSE (79 млрд дол. в день в 2000 г.). Биржевой крах в секторе компаний «новой экономики» в 2000 г., а также наступление «медвежьей» фазы на рынке акций расставили все по своим местам, и в 2002—2005 гг. NYSE опять опережала NASDAQ по обороту. Для Американской фондовой биржи и региональных бирж соответствующий показатель на несколько порядков меньше.

Нью-Йоркская фондовая биржа. Историю Нью-Йоркской фондовой биржи принято отсчитывать с мая 1792 г., когда 24 нью-йоркских брокера подписали знаменитое «соглашение под платаном».

Многие годы NYSE была организована как добровольная ассоциация. С 1972 по 2006 г. NYSE являлась некоммерческой корпорацией, находящейся в собственности своих членов. С 1953 г. количество членов NYSE оставалось неизменным — 1366. Для того чтобы стать членом биржи, необходимо было приобрести на ней место, цена которого колебалась в зависимости от спроса и предложения. За последние десятилетия максимальная цена места доходила до 4 млн дол. в 2000 г., минимальная — 35 тыс. дол. в 1977 г. Места могли сдаваться в аренду. Примерно третья часть всех мест на бирже была арендована.

В марте 2005 г. руководство NYSE приступило к переговорам с ArcaEx о слиянии, которое официально состоялось в марте 2006 г. С этого времени биржа стала называться NYSE Group. Ее организационно-правовое устройство теперь — открытое акционерное общество (*public corporation*), ее акции свободно продаются на рынке. Старые члены биржи получили по 3,5 млн дол. за место, а торговать на бирже теперь имеют право профессиональные участники, покупающие на бирже лицензию сроком один год, при этом количество лицензий по-прежнему ограничено — 1366.

1 июня 2006 г. руководство NYSE подписало соглашение с паневропейской биржей Euronext о слиянии и образовании первой глобальной биржи NYSE Euronext.

К торговле на NYSE допускаются только ценные бумаги, прошедшие листинг. Причем здесь нет так называемых ценных бумаг «второ-

го» или «третьего» списка, что имеет место в Европе. Существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на NYSE. При этом требования листинга на NYSE самые жесткие как в США, так и в мире.

На NYSE торгуются акции, облигации, варранты, акции инвестиционных компаний. Оборот по облигациям очень невелик. Как отмечалось ранее, рынок облигаций в США в основном внебиржевой. Новыми инструментами, появившимися в 1990-е гг. и приобретающими все большую популярность на бирже, являются акции биржевых фондов — ETF.

Чтобы акция была допущена к котировке, компания должна удовлетворять следующим требованиям:

1) минимальное число акционеров, владеющих 100 акциями и более, — не менее 2 тыс. Или у компании не менее 2200 акционеров, но одновременно среднемесячный оборот не менее 100 тыс. акций за последние шесть месяцев. Или у компании 500 акционеров при среднемесячном обороте 1 млн акций;

2) количество акций в публичном владении не менее 1,1 млн шт.;

3) рыночная стоимость акций, находящихся в публичном владении, — не менее 100 млн дол. (для компаний, проводящих IPO, — 60 млн дол.);

4) прибыль до выплаты налогов за последний год — не менее 2,5 млн дол., прибыль за два предыдущих года — 2,0 млн дол. (или 4,5 млн за последний год и просто наличие прибыли за два предшествующих года). Возможен другой набор требований на базе валовой прибыли.

Для иностранных эмитентов количественные требования листинга выше. Отдельные правила листинга установлены для акций аффилированных компаний, инвестиционных фондов, варрантов и других ценных бумаг.

NYSE может исключить бумаги из листинга в случае, если сократится число акционеров или акции потеряют ликвидность, снизится капитализация (ниже уровней, предусмотренных для поддержания листинга, а они иные — более низкие, чем требования при получении листинга).

Кроме того, NYSE может исключить из листинга компанию, которая не предоставляет в полном объеме требуемую биржей информацию ей и инвесторам, если она испытывает финансовые трудности, снижается цена ее акций или значительно уменьшается оборот торговли.

Торговая система NASDAQ. Второй крупнейшей после NYSE торговой системой США является NASDAQ. Формально NASDAQ долгое время была внебиржевой торговой системой, однако с 1980-х гг. это

вторая крупнейшая биржа Америки, на которой торгуются почти исключительно акции национальных и иностранных эмитентов (в форме АДР) плюс в последние годы бумаги биржевых фондов (ETFs). В январе 2006 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США предоставила NASDAQ лицензию фондовой биржи.

Это общенациональная компьютерная система, работу которой обеспечивают два вычислительных центра. Основной административный офис находится в Вашингтоне. Пользователями системы являются тысячи брокерско-дилерских фирм (6800 рабочих станций) плюс десятки тысяч абонентов в 50 странах мира, получающих с ее помощью информацию о состоянии рынка акций, имеющих котировку в **NASDAQ**.

По количеству акций (в разные годы от 3 до 5 тыс. эмитентов), входящих в котировку NASDAQ, она занимает одно из первых мест в мире. Чтобы попасть в NASDAQ, надо удовлетворять ряду требований листинга, не столь высоких, как на NYSE.

Кроме того, у каждой акции должно быть по крайней мере два (а по наиболее ликвидным — четыре) так называемых маркет-мейкера — дилеров, берущих на себя обязательство котировать эту акцию, т.е. объявлять твердые цены покупки и продажи. В среднем на каждую акцию NASDAQ приходится **11** маркет-мейкеров. Общее их число составляет 530 (т.е. примерно 10% от общего числа членов NASDAQ). Максимальное число маркет-мейкеров не ограничено, по некоторым наиболее ликвидным акциям их насчитывается более 50. Маркет-мейкер обязан постоянно выставлять двустороннюю котировку, причем количество акций должно быть не **меньше 1000** (100 или 500 для акций малой капитализации).

Таким образом, в отличие от Нью-Йоркской фондовой биржи, которая работает на принципах аукциона или механизма продвижения приказов, NASDAQ — дилерский рынок, основанный на продвижении котировок.

Крупнейшие **маркет-мейкеры** NASDAQ — в основном те же самые крупнейшие компании по ценным бумагам, которые играют ведущую роль в торговле на Нью-Йоркской фондовой бирже (ранжирование по обороту за 2001 г. в порядке убывания): Knight Securities; Salomon Smith Barney Inc.; Morgan Stanley — Dean Witter; Schwab Capital Markets; Merrill Lynch, Pierce, Fenner; Goldman, Sachs & Co; Credit Suisse First Boston Corp.; Herzog, Heine, Geduld, **LLC**; Spear, **Leeds & Kellogg**; Lehman Brothers Inc.

Появление в 1971 г. системы NASDAQ значительно упростило и ускорило поиск лучшей цены. Маркет-мейкеры вводят свои котировки в компьютер, что позволяет мгновенно оценивать ситуацию по той

или иной ценной бумаге и выбирать лучшую котировку. С 1984 года действует система SOES (Small Order Execution System), благодаря которой небольшие заявки (до 1000 акций) исполняются автоматически. Сведения об этих сделках также автоматически поступают в клиринговую палату. В связи с бурным развитием Интернета во второй половине 1990-х гг. в торговлю акциями NASDAQ включились сотни тысяч мелких инвесторов, использующих преимущества автоматического исполнения с помощью компьютера. Крупные сделки заключаются по-прежнему традиционным способом по телефону. Существует ряд ограничений на использование системы SOES. Одно из них, в частности, гласит, что брокерские фирмы не имеют права использовать ее для подачи собственных заявок, только агентских — для клиентов.

Сами маркет-мейкеры получают приказы от брокерских фирм, а не непосредственно от инвесторов. Последние направляют приказы брокерским фирмам, которые за эту услугу взимают комиссионные. Маркет-мейкеры комиссионные не взимают, их доход образуется за счет разницы между ценой покупки и продажи. Однако крупные институциональные инвесторы торгуют напрямую с маркет-мейкерами и тем самым избегают комиссионных.

В 1988 году появилась система электронной подачи заявок и автоматического подтверждения сделки маркет-мейкерами (ранняя версия электронной почты) — система Order Confirmation Transaction service (OCT), в 1990 г. переименованная в SelectNet. В конце 2002 г. произошло новое усовершенствование системы исполнения и направления приказов. Новая система получила название **SuperMontage**. По сути она объединяет системы SOES и SelectNet.

NASDAQ изначально была доступна пользователям нескольких уровней (отчасти эти понятия сохранились и в настоящее время). Первый уровень — чисто информационная система, дающая сведения о лучших ценах покупки и продажи. Пользователи системы второго уровня имеют возможность ознакомиться с котировками всех маркет-мейкеров. И наконец, система третьего уровня доступна лишь маркет-мейкерам, изменяющим свои котировки.

В рамках NASDAQ действует также система торговли крупными пакетами акций, не имеющими листинга непосредственно в системе NASDAQ, и используемая крупными инвесторами — квалифицированными институциональными покупателями (QIB), под названием Portal. Именно через нее осуществляется торговля «ограниченными» АДР, выпускаемыми по Правилу 144а или Правилу 5.

Более 3000 акций NASDAQ входит в систему Общенационального рынка NASDAQ - Nasdaq National Market (**NNM** — до 1993 г. -

Национальная рыночная система — National Market System — NMS). Это акции наиболее солидных эмитентов. Появление NMS в 1982 г. означало качественно новый этап в развитии рынка NASDAQ. Разрыв между совершенной сделкой и сообщением о ней (цена, количество) не должен был превышать 90 секунд (в то время как ранее информация могла предоставляться в конце рабочего дня), по каждой ценной бумаге должно быть как минимум четыре маркет-мейкера.

Значительная часть сделок, совершаемых в NASDAQ, так называемые внутренние, т.е. сделки клиентов компании по ценным бумагам, совершенные для них последней в качестве маркет-мейкера. В этом случае факт купли-продажи акций отражается на внутренних счетах компании.

Если сделка предполагает перевод бумаг от одного маркет-мейкера другому или от маркет-мейкера другой компании по ценным бумагам, то задействуют систему урегулирования расчетов NASDAQ. Центральную роль в этом процессе играет служба автоматизированного подтверждения сделок (ACT). Если используется система SOES или SelectNet, информация о сделке высылается в ACT автоматически, а затем направляется в клиринговую организацию.

Если сделка совершена не с помощью NASDAQ, обе стороны обязаны сообщить о ней в ACT. Одна из сторон (кто именно, определяется правилами NASDAQ) — в течение 90 секунд, вторая — в течение 20 минут. ACT сравнивает параметры сделок и направляет сведения о сверенных сделках в Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation — NSCC), обслуживающую и принадлежащую трем ведущим рынкам США (NYSE, NASDAQ, American Exchange). Все участники рынка NASDAQ должны иметь клиринговый счет в NSCC или заключить клиринговое соглашение с клиринговым членом. NSCC выступает контрагентом для всех участников, т.е. покупателем для всех продавцов и продавцом для всех покупателей. По результатам клиринга NSCC направляет данные в депозитарий — **депозитарно-доверительную** компанию (Depository Trust Company — DTC), которая осуществляет проводки по счетам депо компаний по ценным бумагам. Срок урегулирования в системе NASDAQ — такой же, как и на остальных американских рынках акций: T + 3.

Традиционно считалось, что внебиржевой рынок — своеобразный инкубатор компаний. Достигнув определенной величины, они переходили на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Так, действительно, раньше и было. Однако в настоящее время престиж NASDAQ столь высок, что многие компании, имеющие здесь котировку, достигнув парамет-

ров, достаточных для получения листинга на NYSE, предпочитают оставаться в первой. Среди них такие известные компании, как Microsoft Corporation, Intel Corporation, Dell Inc. и др.

В начале 2000 г. NASDAQ изменила свой юридический статус, превратившись в частную коммерческую корпорацию с выпуском акций по открытой подписке (IPO).

11.1.5. Основные фондовые индексы

США — родина первого в мире и самого известного индекса цен (курсов) акций — индекса Dow-Jones (Dow Jones Industrial Average — **DJIA**), история которого началась в 1884 г. Именно тогда Чарльз Доу, основатель Доу-Джонс-компании, издающей газету *Wall Street Journal*, опубликовал первый индекс, включавший 11 акций исключительно железнодорожных компаний. В 1897 году индекс стал исчисляться по 20 компаниям, также железнодорожным. Первый промышленный индекс Dow-Jones появился в 1897 г. и включал 12 акций. В 1916 году выборка расширилась до 20 акций.

В современном виде индекс Dow-Jones, а точнее, промышленная средняя Dow-Jones (Dow Jones Industrial Average), рассчитывается с 1928 г. Несмотря на название «промышленный», в его состав ныне входят ряд компаний сферы услуг. Рассчитывается он как средняя арифметическая невзвешенная цена акций 30 крупнейших корпораций. В качестве делителя используется не число компаний в выборке, т.е. 30, а некий коэффициент, учитывающий многократное дробление капитала (сплит) эмитентами, непрерывно происходившее с 1928 г. В мае 2006 г. он равнялся **0,12493117**.

Вплоть до конца 1999 г. индекс Dow-Jones рассчитывался по акциям компаний только Нью-Йоркской фондовой биржи (General Electric, Mobil, Coca-Cola, General Motors, Ford, **Johnson&Johnson**, Procter&Gamble, Hewlett-Packard, IBM и др.). Осенью 1999 г. в нем появились две акции NASDAQ — Microsoft и Intel.

Помимо промышленного индекса Dow-Jones рассчитывается также транспортный индекс Dow-Jones (20 акций), коммунальный индекс (15 акций — utilities) и общий индекс Dow-Jones (65 акций).

Индекс Dow-Jones давно критикуют, приводя в качестве аргументов то, что 30 компаний — недостаточно представительная выборка, что невзвешенный характер индекса делает его не вполне корректным со статистической точки зрения. Тем не менее DJIA продолжает оставаться самым известным и наиболее часто упоминаемым индикатором рынка акций США. Причем он демонстрирует очень тесную корреляцию с более «широкими» индексами, например S&P 500.

Среди прочих «средних» в США исчисляется еще один индекс — композитный индекс (точнее, средняя) Value Line Composite Average. Это средняя геометрическая произведения прироста курсов **1695** акций.

Почти все остальные индексы, публикуемые в США, являются среднеарифметическими взвешенными.

Наиболее распространенными среди профессионалов фондового рынка являются индексы «семейства» **Standard & Poor's**. Это индексы, исчисляемые по 100 и 500 акциям, а также более 90 отраслевых. Базовая стоимость берется равной 10 по состоянию на **1941—1943** гг.

Индекс Нью-Йоркской фондовой биржи включает все акции, имеющие котировку на NYSE.

Индексы NASDAQ включают ряд отраслевых и один общий индексы по 3481 акции (май 2003 г.):

- 1) композитный:
 - а) композитный индекс акций NMS,
 - б) композитный 100;
- 2) промышленный;
- 3) финансовый;
- 4) банковский;
- 5) страховой;
- 6) прочих финансовых учреждений;
- 7) транспортный;
- 8) телекоммуникационный;
- 9) биотехнологический;
- 10) компьютерный.

Самый отслеживаемый — композитный индекс NASDAQ — отражает динамику всех национальных и иностранных акций, имеющих листинг в этой системе.

Среди прочих индексов следует упомянуть индекс Американской фондовой биржи, индекс **Wilshire** 5000, индекс журнала *Fortune* (Fortune 500) и индексы «семейства» Russell.

С **1988** г. публикуется индекс рынка акций Dow-Jones (Dow Jones Equity Market Index). Помимо того, что это взвешенный индекс, в его составе (всего 700) акции Нью-Йоркской, Американской фондовых бирж и NASDAQ.

11.2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ ВЕЛИКОБРИТАНИИ

11.2.1. Виды ценных бумаг

Акции. Основным законом, в котором оговариваются права акционеров в Великобритании, является Закон о компаниях (Companies Act). Современный вариант закона действует с 1985 г. Отдельные по-

ложения, касающиеся выпуска акций, отражены в Законе о финансовых услугах и рынках 2000 г., в Правилах по публичному предложению ценных бумаг 1995 г., а также в Положениях о листинге Ведомства по финансовым услугам (до 2001 г. — Лондонской фондовой биржи).

Компании делятся в основном на две категории: частные и публичные. Публичные компании могут прибегать к выпуску и размещению акций среди неограниченного круга лиц, что накладывает на них ряд требований. В наименовании и уставе компании должно содержаться указание на то, что она является публичной (*public limited company*, или PLC), минимальный размер ее уставного капитала должен составлять 50 тыс. ф. ст., она должна иметь не менее двух директоров и быть зарегистрированной в Регистрационной палате.

Частная компания — та, в уставе которой не говорится о том, что она является публичной — Ltd (Limited). Ее акционерный капитал может состоять всего из двух акций стоимостью 2 пенса, она должна иметь не менее двух акционеров и одного директора. Частные компании не могут прибегать к публичной (открытой) продаже своих акций. Их акционерный капитал принадлежит ограниченному кругу инвесторов. В названии таких компаний присутствует аббревиатура.

С апреля 2001 г. фирма может также быть товариществом с ограниченной ответственностью (*limited liability partnership*), что дает ей одновременно некоторые налоговые преимущества как товариществу и возможность применять принцип ограниченной ответственности.

Как и в аналогичных законах **штатов США**, в британском Законе о компаниях нет четких норм, касающихся видов акций, процедуры перехода права собственности на акции и т.п. Все это находится в ведении самих акционеров. Полное описание акций дается в меморандуме (сокращенном варианте устава) и уставе.

Компании могут выпускать любые акции. Конкретные права оговариваются в уставе. Поэтому при рассмотрении видов акций можно опираться не на законы, а на сложившуюся практику.

Обыкновенные акции обязательно должны выпускаться с номиналом, полностью или частично оплаченные. Наиболее распространенный номинал в Великобритании — 25, 50 и 100 пенсов. Размещение акций по цене ниже номинала не допускается, выше номинала — широко распространено. Как правило, одна акция дает один голос, хотя в некоторых компаниях предусматривается уменьшение числа голосов при увеличении количества акций.

Акции выпускаются в основном как именные — зарегистрированные — ценные бумаги (**листинговые** акции только именные).

В британской практике встречается такое понятие, как «учредительская (золотая) акция». Такая акция обладает рядом преимуществ в случае поглощения. Эти акции выпускаются для учредителей компаний, а также для правительства при приватизации некоторых государственных компаний.

Компании не могут иметь собственные акции, поэтому в случае, если устав допускает возможность выкупа компанией собственных акций (это возможно и достаточно широко практикуется), они автоматически аннулируются (погашаются).

Неголосующие (ограниченные) акции — акции класса *A* и *B*. Это обыкновенные акции, не дающие право голоса или значительно его ограничивающие. Фондовая биржа обычно не допускает подобные акции к листингу. Продаются эти акции по цене ниже обыкновенных акций с полным правом голоса. Причем этот разрыв может заметно возрасти в период кампании по поглощению эмитента, имеющего подобные акции.

Отложенные акции — акции, право на получение дивиденда либо право голоса по которым отложено на какое-то время.

Погашаемые (выкупаемые) акции. Эти акции могут быть отозваны (погашены) эмитентом либо по его желанию, либо в заранее установленный срок. Погашение осуществляется по номиналу или, что более распространено, с премией. Не допускается ситуация, когда все акции эмитента являются погашаемыми.

Привилегированные акции. Права владельцев привилегированных акций в Великобритании такие же, как и в большинстве других стран. Их владелец имеет преимущество по сравнению с владельцами обыкновенных акций при выплате дивидендов и разделе имущества при ликвидации общества. Эти права должны быть отражены в уставе компании. Как правило, привилегированные акции не являются голосующими, за исключением тех вопросов, от решения которых зависит их статус, например привлечение новых займов. При ликвидации компании владельцы привилегированных акций обычно получают сумму, равную номиналу. В случае если уставом предусмотрено иное, владельцы привилегированных акций могут получить сумму, превышающую номинал.

Различают несколько видов привилегированных акций:

1) кумулятивные привилегированные акции. Большая часть привилегированных акций являются кумулятивными. Это означает, что, если в данном году в силу отсутствия чистой прибыли или по иным причинам дивиденды по привилегированным акциям не выплачены, они не пропадают, а накапливаются и в дальнейшем подлежат выплате, когда для этого появятся условия. Владельцы обыкновенных ак-

ций не вправе получать дивиденды до тех пор, пока полностью не ликвидирована задолженность по выплате дивидендов владельцам кумулятивных привилегированных акций;

2) некумулятивные привилегированные акции. Владельцы подобных акций получают фиксированный дивиденд только при наличии чистой прибыли. Часто в уставах содержится условие, согласно которому дивиденды по обыкновенным акциям не могут быть выплачены, если не выплачен дивиденд (или выплачен лишь частично) по привилегированным акциям;

3) привилегированные акции с участием (в распределении прибыли). Эти акции дают их владельцам возможность получения дополнительной прибыли сверх фиксированной ставки дивиденда. Встречаются редко;

4) конвертируемые привилегированные акции. Данные акции могут быть обменены на обыкновенные акции по определенной цене в определенный заранее момент времени. Британское законодательство допускает конвертацию акций в облигации и наоборот;

5) погашаемые привилегированные акции. Эти акции могут быть отозваны (погашены) эмитентом либо по его желанию, либо в заранее установленный срок.

Наиболее распространенный тип привилегированной акции — кумулятивная, без участия и непогашаемая.

Компании вправе изменять права, предоставляемые акциями. Исключение касается только возможности переводить непогашаемые акции в погашаемые. Конкретная процедура должна быть прописана в уставных документах. Акционеры, имеющие не менее 15% выпущенных акций данного класса, несогласные с принятым изменением, вправе в судебном порядке отменить это решение.

Облигации. Основным типом облигаций, выпускаемых компаниями Великобритании, являются обеспеченные облигации. Обеспеченные облигации делятся на два вида: *обеспеченные определенными активами* и *обеспеченные всеми активами компании*. В первом случае эмитент не имеет права продавать имущество, служащее обеспечением, во втором он может свободно распоряжаться активами до того момента, когда возникает требование к компании (в случае банкротства).

Необеспеченные облигации — облигации, не обеспеченные каким-либо имуществом. Владельцы этих облигаций приравниваются к необеспеченным кредиторам.

Гарантированные облигации — необеспеченные облигации, гарантированные третьим лицом, обычно материнской компанией или компанией, принадлежащей к той же финансовой группе.

И обеспеченные, и необеспеченные облигации могут выпускаться с фиксированной или плавающей процентной ставкой (последнее больше распространено на рынке еврооблигаций).

И те и другие могут быть конвертируемыми в акции эмитента. Большинство конвертируемых облигаций, выпускаемых британскими компаниями, выражены в долларах США и поступают на рынок евробумаг. Возможность конверсии наступает обычно сразу после эмиссии. Часто конвертируемые облигации выпускаются с условием их погашения по желанию эмитента (со встроенным кол-опционом — опционом на покупку). Конвертируемые облигации с кол-опционом сначала продаются с **3–5%-ной** премией.

Некоторые облигации выпускаются с пут-опционом (опционом на продажу), дающим право досрочного погашения владельцу облигации. Это право наступает, как правило, через достаточно длительный срок после эмиссии — примерно пять лет.

Проценты по купонным облигациям выплачиваются обычно два раза в год.

Допускается выпуск облигаций с нулевым купоном, облигаций с глубоким дисконтом (*deep discount*). Под последними в Великобритании понимают облигации, выпускаемые по цене меньше 85% от номинала. Они могут быть как купонными, так и дисконтными.

В конце 2004 г. сумма задолженности по внутренним облигациям нефинансовых компаний составляла 214 млрд ф. ст., банков и других финансовых институтов — 218 млрд. В целом размеры рынка внутренних корпоративных облигаций Великобритании по сравнению с другими развитыми странами невелики. Большая часть корпоративного облигационного финансирования осуществляется с помощью международных облигаций, прежде всего еврооблигаций. Задолженность по ним компаний, базирующихся в Лондоне, составляла тогда же 869 млрд ф. ст.

Большая часть корпоративных облигаций, выпускаемых британскими компаниями, размещается на рынке евробумаг в форме евростерлинговых облигаций. Английская статистика выделяет **их** в отдельную группу. Еще в начале 1990-х гг. доля британских эмитентов на рынке **евростерлинговых** облигаций составляла 80%. Ко второй половине 1990-х она снизилась примерно до половины. Основными эмитентами в Великобритании выступают крупнейшие банки, строительные общества и ведущие нефинансовые компании (British Telecom, GlaxoSmithKline и др.). Большая часть евростерлинговых облигаций — предьявительские ценные бумаги.

Государственные ценные бумаги. Государственные долговые обязательства Великобритании носят разные названия: *British funds*, *British*

Government stocks, *British Government negotiable debt*. Наиболее распространенный термин — *gilts* (или *gilt-edged securities* — **«гилты»**). На гилты приходится 73% всех внутренних (в фунтах стерлингов) займов центрального правительства (2002 г.). В марте 2005 г. общая задолженность по гилтам составила 356 млрд ф. ст., что равнялось 94% свободнообращающихся (рыночных) обязательств (остальные 6% — казначейские векселя).

С точки зрения срока, остающегося до погашения, гилты в Великобритании принято классифицировать следующим образом:

- 1) краткосрочные — менее 7 лет до погашения;
- 2) среднесрочные — от 7 до 15 лет до погашения;
- 3) долгосрочные — свыше 15 лет до погашения (обычно **20–25 лет**).

В мае 2005 г. Управление по регулированию государственного долга выпустило традиционные облигации на срок 50 лет. До этого максимальный срок составлял 30 лет.

Различают четыре вида гилтов: традиционные, индексированные, с двумя датами погашения и гилты без даты погашения. В настоящее время выпускаются только два первых вида, хотя в обращении находятся все четыре.

Традиционные облигации по номиналу составляли в начале 2005 г. 75% всех гилтов. Это простейшая форма облигации с единовременным погашением и фиксированной процентной ставкой.

Облигации с двумя датами погашения могут быть погашены в любое время между этими датами, при этом уведомление о погашении дается не позднее чем за три месяца. При повышении курса облигации, когда превышен номинал, правительство может воспользоваться своим правом провести погашение как можно раньше; если цена ниже номинала — как можно позже. В марте 2005 г. в обращении находилось всего три выпуска, а их доля по номиналу составляла только 0,5%.

Особенностью финансовой системы Великобритании является наличие на рынке государственных облигаций так называемых *бессрочных облигаций*. Некоторые выпуски называются *консоли*. В обращении осталось восемь выпусков, например **2,5%-ные** консоли 1888 г., погашаемые после 1923 г., **3,5%-ные** военные облигации, погашаемые после 1952 г. **4%-ные** консоли и др. В данном случае под погашением подразумевается право правительства погасить облигации, однако, поскольку их рыночный курс ниже номинала, нет смысла производить погашение. Можно предположить, что в случае понижения рыночных процентных ставок ниже уровня **3,5–4%** и повышения курса облигаций выше номинала будет целесообразно погасить консоли. Их доля в марте 2005 г. в совокупной задолженности по гилтам составляла 0,8%.

Индексированные облигации. Рост темпов инфляции в 1970-е гг. и сопутствующие ей колебания процентных ставок заставили британское правительство повысить привлекательность государственных облигаций. К числу этих мероприятий относился и выпуск *индексированных облигаций*. Индексация осуществляется по индексу розничных (потребительских) цен. Индекс розничных цен ежемесячно публикуется Министерством занятости на базе «корзины», состоящей из 600 товаров. Это главный показатель инфляции в Великобритании.

Фиксированный реальный процент по облигации (2%) означает, что этот процент выплачивается с учетом инфляции. При **2%-ной** инфляции ставка составит 4,04% $((1,02 \times 1,02 - 1) \times 100)$. Таким образом, эти облигации защищают инвестора и от инфляции, и от колебаний процентных ставок.

Эти облигации оказались чрезвычайно популярны. В 1993 г. в обращении находилось 14 индексированных облигаций разных выпусков, а их доля в общем объеме облигационной задолженности по государственным облигациям превышала 11%. В **2000—2005** гг. их доля составляла уже **19—25%** (количество выпусков сократилось до девяти).

В Великобритании в финансовой прессе можно найти показатель *текущей доходности* и *конечной доходности*, или *доходности до погашения*. Показатель доходности до погашения может исчисляться исходя из дискретных или непрерывных процентов. Банк Англии осуществляет расчет доходности до погашения, опираясь на формулу сложных процентов при условии выплаты купонного дохода два раза в год (дискретные проценты).

Термин **«гилты»** используется в Великобритании в основном только по отношению к долгосрочным и среднесрочным государственным облигациям. Помимо них существует еще несколько видов государственных облигаций.

Национальные сберегательные инструменты. Это нерыночные бумаги, предназначенные для широких слоев населения. На их долю приходилось примерно 17% всего долга центрального правительства. Выпускаются агентством канцлера казначейства. Более половины сберегательных инструментов приходится на два продукта — сберегательные сертификаты — 29% (как с фиксированной ставкой, так и индексированные) и облигации выигрышного займа — 28%. Последними владели 23 млн граждан страны. Розыгрыш проходит ежемесячно, размер выигрыша на облигацию колеблется от 50 ф. ст. до 1 млн ф. ст.

Казначейские векселя. Дисконтные краткосрочные (срок 1, 3, 6) инструменты, выпускаемые Управлением по регулированию государственного долга от имени правительства. Это ценные бумаги на предъявителя, реестр держателей не ведется. Минимальный номинал равен 5000 ф. ст.

Размещение казначейских векселей происходит тендерным методом каждую неделю в последний рабочий день. Сумма и срок векселей объявляются за неделю до тендера. Тендеры носят открытый характер, т.е. в них может принять участие любое физическое или юридическое лицо. При этом минимальный объем заявки не может быть меньше 50 000 ф. ст. по номиналу. Заявки удовлетворяются по ценам, указанным в них. Неконкурентные заявки не принимаются.

Налоговые сертификаты. Нерыночные инструменты, которые можно использовать для выплаты налогов.

Обязательства Национального офиса по инвестициям и кредитам. Это также нерыночные обязательства, выпускаемые напрямую Комиссией по национальному долгу.

Облигации в евро. С октября 1988 г. Банк Англии периодически осуществлял выпуски различных облигаций в экю (в настоящее время в евро). Их эмиссия не связана с финансированием бюджетного дефицита; выручка направляется на пополнение валютных резервов. Среди этих инструментов: казначейские векселя в евро, казначейские ноты в евро и облигации в евро.

Казначейские векселя в евро выпускаются на срок в один, три и шесть месяцев один раз в месяц. Как установлено правилами торговли на рынке евробумаг, котировка объявляется не в процентах к номиналу, а в виде нормы доходности. То же самое относится к подаваемым тендерным заявкам: участники указывают требуемую норму доходности исходя из реального количества дней до погашения и количества дней в году — 360.

Казначейские ноты — среднесрочные инструменты, выпускаемые на три года. Первый выпуск состоялся в январе 1992 г. Размещение производится на тендерной основе раз в квартал.

Кроме облигаций в евро (экю) британское правительство прибегало к выпуску ряда других займов в иностранных валютах: в долларах США и немецких марках (долларовые ноты с плавающей процентной ставкой и еврооблигации в долларах и марках).

В отличие от США облигации местных органов власти в Великобритании не получили широкого распространения. Причина — унитарный характер английского государства и реформа системы местного самоуправления, проведенная еще правительством М. Тэтчер, которая ограничила права заимствования местных органов власти. Большая часть облигаций выпускается на один год, имеет фиксированную процентную ставку с выплатой процентов дважды в год.

При характеристике рынка облигаций Великобритании нельзя не отметить и тот факт, что Лондон является ведущим центром эмиссии

и торговли еврооблигациями (см. главу 12). На находящихся здесь **лид-менеджеров** приходится примерно 60% первичного и 70% вторичного рынка еврооблигаций.

11.2.2. Профессиональные участники

В финансовом секторе Великобритании (банковское, страховое дело, портфельное управление, торговля ценными бумагами и деривативами, венчурное финансирование) производится примерно 5% ВВП страны, в нем занято более 1 млн человек. Еще **3–4%** производится в смежных отраслях: учет и аудит, юридические услуги, консалтинг. Примерно треть занятых и производимого в этом секторе ВВП приходится на Лондон. Англия занимает первое место в мире по положительному сальдо торговли финансовыми услугами (17 млрд ф. ст. в 2004 г.). Финансовые учреждения, расположенные в Лондоне (в первую очередь банки), по данным Банка международных расчетов, совершают треть всех валютных операций в мире (по стоимости) — более 500 млрд дол. в день. На долю финансовых учреждений, базирующихся в Лондоне, приходится 60% первичного рынка еврооблигаций и до 70% вторичного. В Лондоне находятся головные офисы пяти из десяти ведущих международных юридических фирм.

По величине депозитов банки Соединенного Королевства (4,4 трлн дол. в 2003 г.) — третьи в мире после **США** и Японии, при этом по объему трансграничного кредитования (20% мирового — 2004 г.) страна занимает первое место в мире. Общая величина активов — почти 5 трлн ф. ст. (начало 2005 г.), из которых на долю иностранных банков приходилось более половины (56%).

По числу иностранных банков (287) Лондон опережает Нью-Йорк (235) и Париж (**157**). По рентабельности собственного капитала (ROE) (**16%** в 2003 г.) английские банки среди банков крупных стран уступали в конце прошлого — начале нынешнего десятилетия только банкам США (22%).

Банки. Центральный банк — Банк Англии — был основан специальным актом Парламента и королевским указом в 1694 г. как акционерное общество. В 1946 году он был национализирован путем выкупа акций у частных владельцев. Основная цель Банка Англии, как и любого центрального банка, — обеспечение стабильной и эффективной финансовой системы. Эта цель достигается деятельностью по трем направлениям: сохранение устойчивости национальной валюты, поддержка стабильности финансовой системы и обеспечение эффективной работы всего финансового сектора.

Роль Банка Англии на рынке ценных бумаг традиционно была связана в первую очередь с регулированием и контролем рынка госу-

дарственных облигаций (с недавнего времени эта функция передана Министерству финансов). Банк лицензировал маркет-мейкеров по государственным ценным бумагам и следил за соблюдением ими требуемой структуры активов и пассивов. Однако Банк сохранил свою роль крупнейшего участника вторичного рынка государственных ценных бумаг, поскольку операции на открытом рынке являются одним из важнейших инструментов денежно-кредитной политики.

Банковский сектор отличается высокой концентрацией. На четыре ведущих банка приходится около 40% всех банковских активов (или 80% активов исключительно английских банков).

Общее количество банков в Великобритании, которым разрешено осуществлять операции, приближается к 700, однако реальное их число составляет 342 (март 2005 г.) — это банки, физически представленные в стране. Из них британских учреждений насчитывалось 78, остальные — иностранные банки (филиалы, дочерние банки и представительства). На иностранные банки в начале 2005 г. приходилось 56% всех банковских активов, половина из которых — европейские банки.

Банковские учреждения включают коммерческие и инвестиционные банки. Деление банков на коммерческие и инвестиционные в настоящее время в Соединенном Королевстве носит больше неформальный характер. В статистике они никак не обособляются, приводится лишь общее количество банков и совокупная величина активов или пассивов. Различие связано с характером выполняемых операций, а также с местом различных типов банков на рынке ценных бумаг.

Коммерческие банки выполняют в первую очередь традиционные функции по расчетному обслуживанию и кредитованию юридических и физических лиц. Причем с физическими лицами работают в основном крупнейшие британские банки, имеющие разветвленную сеть отделений (восемь первых в списке). Крупнейшие британские коммерческие банки носят название клиринговых (*clearing banks*).

Функции инвестиционных банков — услуги по слияниям и поглощениям, андеррайтинг ценных бумаг.

В настоящее время многие коммерческие банки Великобритании входят в финансовые группы, в составе которых имеются и специализированные инвестиционные банки. При этом они зарегистрированы как отдельные банки (входящие в указанную выше цифру общего количества банков, находящихся в Великобритании в 2005 г., — 342). Они могут заниматься не только андеррайтингом и услугами по слияниям и поглощениям (вопросами корпоративных финансов), но и брокерским обслуживанием клиентов. Тем не менее эта операция в целом оста-

ется функцией специализированных **брокерско-дилерских** (брокерских) фирм (компаний по ценным бумагам).

Следует отметить, что во второй половине 1990-х гг. некоторые лондонские клиринговые банки решили изменить свою стратегию, сконцентрировавшись на традиционных банковских операциях. Подразделения по ценным бумагам были проданы ими континентальным или американским банкам.

Вклад банковского сектора в ВВП Великобритании составлял 3,4% в 2003 г., и на него приходилось 40% (466 тыс. в 2005 г.) занятых в финансовом секторе в целом (из них **113** тыс. — в иностранных банках).

Брокерско-дилерские фирмы (компании по ценным бумагам). Эти фирмы занимаются в первую очередь непосредственно торговлей ценными бумагами. Об общем количестве подобных фирм можно судить по данным лицензий, предоставленных британским регулятором *FSA (authorised by FSA)*. Более 1450 фирм заняты торговлей или консультированием в области ценных бумаг и деривативов. Примерно половина из них принадлежит английскому капиталу. Эти фирмы нередко являются дочерними компаниями английских и иностранных банков, хотя много среди них и самостоятельных компаний.

Большая часть (3,5 млн из 4,1 млн) клиентов **брокерско-дилерских** фирм, оказывающих услуги по хранению (управлению) пакетами акций, — мелкие инвесторы, имеющие пакеты на сумму не более 6 тыс. ф. ст. Им принадлежало примерно **11%** всех находящихся у брокеров активов. В то же время почти половина индивидуальных пакетов находилась в собственности 51 тыс. инвесторов, имевших портфели свыше 500 тыс. ф. ст. (средний размер — 1,6 млн ф. ст.).

Непосредственно в операциях по торговле ценными бумагами в Великобритании занято около 60 000 человек (это число определяется по аттестатам, выданным *FSA*). Эта цифра не включает вспомогательный персонал и работников бэк-офиса. В то же время в нее входят специалисты, которые могут и не заниматься непосредственно дилингом (консультанты, специалисты по организации эмиссий и т.п.). Непосредственно с инвесторами (наличие сертификата зарегистрированного специалиста) имеют право работать 8045 человек (март 2005 г.).

Строительные общества. Это так называемые взаимные институты, принадлежащие коллективно их вкладчикам и ссудополучателям. Наряду с розничными **депозитно-ссудными** операциями они специализируются на долгосрочном жилищном кредитовании под залог недвижимости — обычно жилого дома или квартиры. Некоторые крупные строительные общества предоставляют полный набор банковских услуг. Согласно данным Ассоциации строительных обществ, в Вели-

кобритании примерно 15 млн человек имеют сберегательные счета в строительных обществах (примерно **21** млн счетов) и более 2,5 млн человек приобретают жилье с помощью кредитов строительных обществ.

Основные требования, предъявляемые к строительным обществам, заключаются в следующем: главная сфера деятельности — предоставление кредитов, обеспеченных собственностью в форме жилищной недвижимости, не меньше 75% кредитов должно быть обеспечено жилищной недвижимостью и не меньше 50% привлеченных ресурсов должны представлять собой депозиты, сделанные индивидуальными членами.

В мае 2004 г. в стране насчитывалось 63 строительных общества с активами более 205 млрд ф. ст. и 2080 отделениями.

В 1990-е годы количество строительных обществ заметно сократилось в результате слияний или превращения в банки. Так, один из ведущих английских банков — Abbey National — в прошлом был строительным обществом.

Дружественные общества традиционно являлись неинкорпорированными обществами индивидуумов, предоставлявших своим членам ограниченный набор финансовых и страховых услуг, например помощь в случае болезни или потери работы. С 2000 года правительство отменило все ограничения на деятельность дружественных обществ. По состоянию на март 2004 г. в стране насчитывалось 2377 обществ (включая отделения), имевших различную организационно-правовую форму (в том числе инкорпорированные).

Кредитные союзы — взаимные финансовые кооперативы. Деятельность регламентируется Законом о кредитных союзах. Их целью является стимулирование сбережений, создание источников предоставления кредитов по разумной цене и использование мобилизованных ресурсов в интересах членов. В сентябре 2003 г. в стране было зарегистрировано 444 кредитных союза, в которых насчитывалось 365 тыс. членов. Активы невелики — 2,9 млрд ф. ст.

Венчурные компании предоставляют средне- и долгосрочное финансирование новым предприятиям, дают кредиты на выкуп предприятия управляющими или для неотложной помощи при угрозе банкротства или поглощения. Британская ассоциация венчурного финансирования (**British Venture Capital Association; BVCA**) насчитывает 165 полных членов. За 2003 г., согласно ее данным, английские венчурные фирмы осуществили инвестиции в различных странах мира на общую сумму 6,4 млрд ф. ст., из которых на долю Великобритании пришлось 64%.

Финансовые и лизинговые компании занимаются предоставлением потребительского кредита, лизингом, факторингом (покупкой счетов других компаний). Ассоциация финансовых и лизинговых компаний Великобритании насчитывает 107 полных и 75 ассоциированных членов. За 2003 год ее компании предоставили кредиты на сумму 90 млрд ф. ст., из которых 65 млрд — кредиты физическим лицам.

Члены Ассоциации факторинговых и учетных домов осуществили операции на **117** млрд ф. ст., из которых 95 млрд пришлось на учет внутренних (стерлинговых) счетов-фактур (*domestic invoice discounting*).

В качестве инвесторов на английском фондовом рынке самые заметные позиции занимают компании страхования жизни и пенсионные фонды. В конце 2004 г. в управлении страховых компаний, пенсионных фондов и инвестиционных фондов находились активы на сумму почти 3 трлн ф. ст. (5,8 трлн **дол.**). По их общей величине страна занимала третье место в мире после США и Японии, при этом Лондон выступает крупнейшим международным центром управления деньгами и ценными бумагами.

На рынке ценных бумаг, особенно акций, в последние 20 лет заметно возросла роль инвестиционных фондов как инвесторов. Основные виды инвестиционных фондов Великобритании — **юнит-трасты** (*unit trusts*) и **инвестиционные трасты** (*investment trusts*). В 1990-е годы появились *инвестиционные компании открытого типа* (*open-ended investment companies*). Последние были созданы для привлечения иностранных (прежде всего американских) инвесторов, для которых юридическая конструкция инвестиционной компании открытого типа (взаимного фонда) более привычна.

По состоянию на декабрь 2004 г. в стране насчитывалось более 2400 **юнит-трастов**, инвестиционных трастов и инвестиционных компаний с общими активами более 367 млрд ф. ст. На долю инвестиционных компаний открытого типа приходилось более трети всех активов инвестиционных фондов (против 8% в 1998 г.).

Функции управления активами указанных видов финансовых учреждений, выступающих в роли инвесторов, могут выполнять как они сами, так и профессиональные управляющие. Большая часть активов находится в управлении страховых компаний. Примерно поровну приходится на инвестиционные банки и розничные банки. Доля специализированных управляющих пенсионных фондов составляет 6% и неуклонно сокращается.

11.2.3. Фондовые биржи

Первая биржа в Великобритании, на которой совершались сделки с государственными облигациями и немногими в то время акциями (Ост-Индской компании, Вест-Индской компании, Компании Гудзона залива, Банка Англии и др.), носила название Королевская биржа и появилась еще в 1690-е гг., на бирже торговали преимущественно товарами.

В 1760 году 150 лондонских брокеров организовали свой профессиональный клуб. В 1773 году они арендовали для своих встреч специальное помещение. Этот год обычно и считают годом рождения *Лондонской фондовой биржи* (**LSE**).

Помимо Лондона фондовые биржи возникли также в Ливерпуле (специализация на акциях страховых компаний и американских эмитентов), Манчестере (железные дороги и текстильные предприятия), Глазго (судостроение и металлургия), Кардиффе (добывающая промышленность) и других городах. В общей сложности в Великобритании действовало одно время около 20 фондовых бирж. Но, конечно, центральное место на фондовом рынке всегда занимал Лондон. Причем если еще в конце XVIII в. мировым финансовым центром считался Амстердам, то с начала XIX в. Лондон вышел на первое место.

После Второй мировой войны происходила постепенная интеграция британских фондовых бирж, в результате чего все нелондонские биржи, включая биржу в Дублине (Ирландия), в конце концов, превратились в региональные подразделения Лондонской фондовой биржи (1973 г.). В декабре 1995 г. Дублинская фондовая биржа отделилась в самостоятельную Ирландскую фондовую биржу.

До 1986 года на LSE существовало строгое деление ее членов на брокеров (*brokers*) и джобберов (*jobbers*). Первые выполняли только комиссионные поручения, вторые являлись дилерами и не имели права исполнять агентские поручения клиентов. Таким образом, существовал **принцип однофункциональной** фирмы.

Однако в 1986 г. в Великобритании была проведена реформа финансовой системы страны. На рынке ценных бумаг эти изменения выразились прежде всего в реформе LSE: отмене фиксированных комиссионных по сделкам с ценными бумагами на фондовой бирже, упразднении деления членов фондовой биржи на брокеров и джобберов (точнее, и тем и другим было разрешено выполнять одновременно и брокерские, и дилерские операции) и переходе к торговле на базе **электронной** системы **SEAQ**. Право голоса на бирже перешло от физических лиц к компаниям.

Все это способствовало восстановлению былых позиций LSE. В настоящее время LSE прочно занимает третье место в мире по **капитали-**

зации, т.е. по величине курсовой стоимости акций, имеющих здесь котировку, и по обороту. Причем из всех бирж мира LSE по праву считается самой интернациональной: от 40 до 60% оборота (1995–2005 гг.) акций приходится на иностранные компании. В 2005 году на ней имели листинг 340 иностранных компаний (526 в 1997 г.) и совершалась примерно половина (в разные годы от 60 до 45%) по стоимости всех сделок с акциями за пределами национальных границ.

В октябре 1997 г. на LSE введена новая автоматизированная торговая система SETS, основанная на принципе ввода приказов (в отличие от **SEAQ**). В рамках новой системы осуществляется торговля акциями крупнейших национальных эмитентов, т.е. на LSE стала использоваться одновременно и система ввода котировок и система ввода приказов, а также их разновидности.

С 1986 г. по середину 1990-х гг. формально банки не являлись членами биржи, но как сами британские, так и зарубежные банки были представлены на LSE своими дочерними компаниями. Любопытно, что если американские банки у себя на родине до 2000 г. не могли создавать полноценные брокерско-дилерские фирмы, то в Лондоне они не испытывали в этом плане никаких проблем. Со вступлением в силу Директивы об инвестиционных услугах ЕС (1996) членами биржи могут быть как банки, так и небанковские компании по ценным бумагам.

Члены LSE делятся на четыре группы. Наиболее многочисленная — брокерско-дилерские фирмы (*broker-dealers*). Основная их функция — исполнение поручений инвесторов на куплю-продажу ценных бумаг, хотя они совершают сделки и за собственный счет.

Некоторые фирмы выступают только в одном качестве — брокера или дилера (повторим, что запрета на совмещение брокерско-дилерских функций нет).

Центральное место до введения системы SETS занимали маркет-мейкеры — члены биржи, обязующиеся котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня. Сюда же относится группа маркет-мейкеров по гилтам (GEMM).

Брокеры дилеров выступают посредниками между маркет-мейкерами по гилтам.

Денежные брокеры фондовой биржи — члены биржи, имеющие право предоставлять займы денежные средства и ценные бумаги другим членам биржи.

Рынок акций LSE делится на два сегмента — основной и альтернативный (AIM). В основном сегменте торгуются бумаги эмитентов, отвечающих требованиям листинга. Это национальные и иностранные

компании (1371 и 224 соответственно в конце 2004 г.). Сегмент AIM был создан в 1995 г., его предшественником являлся рынок нелистинговых бумаг (USM). С самого начала он предназначался для молодых, инновационных компаний. Во второй половине 1990-х гг. в целом ряде европейских стран подобные рынки были созданы на биржах и получили название «новые рынки». Кризис на развитых рынках акций, начавшийся весной 2000 г., наиболее сильно ударил именно по этому сегменту. В Германии он был даже закрыт. Тем удивительнее успехи AIM, в котором количество эмитентов росло из года в год: только английских — 10 в 1995 г., 493 — в 2000 г. и 1188 — в январе 2006 г. На LSE (преимущественно AIM) в 2004 г. пришлось 73% всех IPO в Европе.

11.2.4. Основные фондовые индексы

Старейшим фондовым индексом является FT-30 (*Financial Times Industrial Ordinary Share Index*). Впервые стал публиковаться в 1935 г. Рассчитывался на основе курсов акций 30 эмитентов (промышленных и торговых компаний) один раз в час с 10 часов утра до 15 часов дня и в 17 часов при закрытии биржи. Этот индекс представлял собой среднегеометрическую невзвешенную, получаемую путем перемножения прироста курсов акций 30 компаний, входящих в выборку, и извлечения из произведения корня 30-й степени (аналогично индексу Value Line). С 1990-х гг. не рассчитывается.

Наиболее популярным и распространенным индексом Великобритании является **FTSE-100** (*Financial Times Stock Exchange Index-100*). Как предполагает само название, он рассчитывается на базе 100 акций. Их отбор производится специальной комиссией, в состав которой входят представители ряда профессиональных финансовых организаций, а также газеты *Financial Times* и Лондонской фондовой биржи.

Это классический среднеарифметический взвешенный индекс. Взвешивание производится по количеству выпущенных акций. База периодически меняется. В настоящее время базовая стоимость берется по состоянию на 3 января 1984 г. и равна 1000,0. Индекс рассчитывается с точностью до одной десятой каждую минуту в течение рабочего дня. Курсовая стоимость акций, входящих в выборку, составляет 70% общей капитализации Великобритании.

Этот индекс служит основой популярных опционных и фьючерсных контрактов на бирже LIFFE.

FTSE-250 (FTSE Mid 250) характеризует состояние рынка акций средних компаний с объемом капитализации, составляющим примерно 20% рынка Великобритании. Это следующие 250 компаний после

сотни крупнейших, попадающих в индекс FTSE. База, равная 100, берется за декабрь 1985 г. Рассчитывается в режиме реального времени.

FTSE-350 (FTSE Actuaries 350) как бы объединяет **FTSE-100** и FTSE-250. База, равная 100, берется за декабрь 1985 г. Рассчитывается в режиме реального времени.

Общий индекс FTSE (FTSE All-Share Index) — наиболее всеобъемлющий из всех фондовых индексов Великобритании. Число компаний в выборке составляет 750.

В свою очередь сам индекс делится на восемь отраслевых (производство средств производства, производство предметов потребления, производство прочих промышленных товаров, нефтедобыча и нефтепереработка, финансовый сектор, инвестиционные трасты, горнодобывающая промышленность, внешняя торговля) и 32 суботраслевых.

FTSE **techMARK 100** — **100** ведущих компаний сектора компаний новых технологий techMARK.

FTSE AIM — рассчитывается по акциям британских компаний, торгуемых во втором сегменте рынка акций LSE.

Eurotop 300 — индекс 300 ведущих европейских компаний.

Мировой индекс The FTSE **All-World Index** (ранее известный как The FT-Actuaries World Index) охватывает примерно 2300 акций 49 стран мира, на которые приходится примерно **90–95%** мировой **капитализации**¹.

Практически все национальные индексы рассчитываются в настоящее время в режиме реального времени компанией FTSE, образованной совместно газетой *Financial Times*, Лондонской фондовой биржей, Лондонским институтом актуариев и Шотландским факультетом актуариев.

Движение курсов акций иностранных эмитентов призваны отслеживать и два индекса FT-SE **Eurotrack** 100, 200. В данные выборки попали только акции европейских **компаний**².

11.3. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ ГЕРМАНИИ

11.3.1. Виды ценных бумаг

Акции. Два основных вида хозяйственных обществ в Германии — общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество.

Общество с ограниченной ответственностью действует на основании Закона об обществах с ограниченной ответственностью.

¹www.fitseall-world.com.

² *Reilly F.K.* Investment Analysis and Portfolio Management. Orlando, 1994. P. 140–141; London Stock Exchange Fact Book, 1993. P. 24.

Минимальный размер капитала немецкого ООО — 25 тыс. евро. Для основания GmbH необходим нотариально заверенный договор между учредителями. Общество может начать функционировать после регистрации в регистрационной палате. Большая часть средних по размеру немецких компаний (примерно 1 млн) имеет форму общества с ограниченной ответственностью.

Акционерное общество. Действует на основе Закона об акционерных обществах (**Aktiengesetz — AktG**). Только оно имеет право выпускать акции. Минимальный размер уставного капитала определен в 50 тыс. евро. Количество акционерных обществ в Германии относительно невелико, хотя и заметно выросло — с 2500 в 1990 г. до 15 тыс. в начале 2000-х, однако к АО, чьи акции имеют ликвидный рынок (торгуются на бирже), относится не более 900 компаний.

В структуре акционерной собственности ФРГ преобладают крупные институциональные собственники. Крупнейшей группой собственников выступают нефинансовые компании. На них приходится **43–46%** всех выпущенных акций, крупные пакеты находятся у немецких банков, главным образом у четверки крупнейших частных. При этом роль банков на самом деле значительно выше, так как во многих случаях именно банки, которые выступают хранителями акций, часто получают право голосовать от имени акционеров на общих собраниях.

Немецкие акционеры традиционно (по крайней мере после Второй мировой войны) обладали меньшими правами по сравнению с американскими или английскими. Так, немецкий акционер не может предъявлять иск руководителям общества (членам правления).

В январе **2001** г. вступил в силу Закон об именных акциях и упрощении процедуры реализации права голоса (NaStraG). Одна из целей этого закона заключалась в увеличении роли именных акций. NaStraG упрощает конверсию предъявительских акций в именные и обратно. Одновременно закон изменил процедуру предоставления права голосования по доверенности.

В ноябре 2005 г. вступил в силу Закон об усилении корпоративной целостности и модернизации режима предъявления исков (UMAG). Законом внесены поправки в Закон об акционерных обществах в части обязанностей руководителей обществ и облегчена процедура предъявления исков руководителям.

Все это постепенно вывело систему корпоративного законодательства Германии на уровень англосаксонских стран.

Владельцы 5% акций или акций на сумму 0,5 млн евро по номиналу вправе требовать проведения чрезвычайного собрания, внесения

дополнительных вопросов в повестку дня собрания и назначения специального аудитора.

Акционеры, имеющие 10% акций или акции на 1 млн евро, вправе выдвигать кандидатов в наблюдательный совет и требовать увольнения **того** или иного члена совета.

В случае приобретения 25% акций одного эмитента необходимо ставить в известность самого эмитента, биржу и инвесторов.

Как и в других странах, в Германии выделяются два типа акций.

Обыкновенные акции дают права: голоса на общем собрании, первоочередной покупки акций нового выпуска при увеличении уставного капитала, на получение чистой прибыли в виде дивидендов, на получение части ликвидационной стоимости.

Привилегированные акции предусматривают первоочередное право получения дивидендов и имущества при ликвидации общества. Немецкое законодательство допускает выпуск привилегированных акций с правом и без права голоса, однако в любом случае они должны иметь преимущество при выплате дивидендов и при этом быть кумулятивными. Привилегированные акции без права голоса разрешается выпускать на сумму, не превышающую по номиналу акции прочих классов.

В прошлом немецкие общества часто прибегали к эмиссии привилегированных акций при осуществлении первой открытой подписки (то, что в англосаксонских странах носит название initial public offering). Обычно такой выпуск осуществлялся в целях сохранения контроля над компанией ее основателей (часто какой-либо семьи). На долю привилегированных акций в начале 1990-х гг. приходилось от 10 до 20% акций, продаваемых на немецких фондовых биржах (более поздние данные отсутствуют).

Как и во всех странах, большую часть обращающихся акций в Германии составляют простые акции с обычным правом голоса и правом на получение пропорциональной доли чистой прибыли. Конвертируемые привилегированные акции в стране не выпускаются.

В прошлом все акции должны были иметь номинал (минимальный номинал составлял 1 евро (ранее 5 марок). Внесенные в 1998 г. поправки в законодательство разрешили выпуск безноминальных акций.

Традиционно большинство акций в Германии — предъявительские. Именные акции в прошлом выпускались редко. Исключение составляли лишь акции страховых компаний, которые по закону обязаны были выпускать только именные акции. Однако с конца 1990-х гг. с целью сделать немецкий рынок более прозрачным и понятным для

американских инвесторов немецкие компании начали реализовывать программы перехода на именные акции.

Облигации. Рынок облигаций ФРГ (по объему облигационной задолженности) является третьим в мире национальным рынком после США и Японии с объемом 4,1 трлн дол. США. Рост рынка облигаций в 1990-е годы в значительной степени был связан с объединением Германии и необходимостью помощи восточным землям, что увеличило нагрузку на федеральный бюджет. После падения Берлинской стены в **1989** г. величина задолженности федерального правительства выросла более чем вдвое. В конце 1990-х, как и в большинстве других развитых стран (за исключением Японии), произошло как абсолютное, так и относительное сокращение государственного долга, однако спад в экономике Западной Европы заставил правительство Германии пойти на наращивание задолженности. Бюджетный дефицит страны вышел за рамки границ, установленных Пактом стабильности, принятым странами — членами зоны евро (3% ВВП).

Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и ничтожная доля облигаций промышленных компаний.

Около 90% облигаций — предъявительские. Предъявительские облигации обращаются на биржах и на внебиржевом рынке. Именные облигации не имеют биржевой котировки и продаются только на внебиржевом (телефонном) рынке.

Государственные облигации. Около 80% всех государственных облигаций приходится на облигации федерального правительства.

Еще в начале 1980-х гг. более половины всех обязательств правительства ФРГ составляли банковские кредиты. За два следующих десятилетия их доля неуклонно сокращалась и к концу 1990-х снизилась до 10%. Ныне более 90% долга федерального правительства приходится на ценные бумаги.

Федеральное правительство выпускает в основном два вида облигаций: долгосрочные и среднесрочные. Прочие инструменты — казначейские ноты, шестимесячные федеральные бескупонные облигации, финансовые векселя — от одного до двух лет. Для населения выпускаются федеральные сберегательные облигации.

Государственные долгосрочные облигации выпускаются с разовым погашением на срок десять лет (реже 30). Процентная ставка фиксированная, выплата процентного дохода производится раз в год.

Среднесрочные облигации выпускаются на пять лет с фиксированной процентной ставкой. Как и долгосрочные, они погашаются единовременным платежом. До конца 1988 г. существовал запрет на их

приобретение иностранцами. С марта 1993 г. Приватизационное ведомство Германии выпускало облигации, имевшие такие же характеристики, как и государственные среднесрочные облигации.

Сберегательные облигации появились в **1969**г. Предназначены для населения (минимальная сумма 50 евро). Существуют два типа сберегательных облигаций: тип А и тип Б. Различия заключаются в сроке (тип А выпускается на шесть лет, Б — на семь) и способе выплаты процентного дохода (А — ежегодно, Б — суммарно при погашении). Их особенностью является рост процентных платежей по специальному графику по мере приближения даты погашения. Тем самым стимулируется их более длительное держание. Эти облигации не обращаются на рынке, однако при необходимости инвестор может их продать обратно, получив номинал и накопленные проценты (по истечении одного года на сумму не более 5 тыс. евро и с уведомлением за 30 дней).

К числу государственных облигаций относятся также облигации, выпущенные Фондом германского единства, который выпускал облигации с 1990 до 1993 г., Приватизационным ведомством Германии (выпускало облигации в **1992—1994** гг.), Федеральной службой железных дорог и Федеральной почтовой службой (выпускала облигации до 1994 г.), правительствами земель и местными органами власти. С 1995 г. новые эмиссии осуществляет лишь федеральное правительство. Потребности государственных фондов удовлетворяются непосредственно правительством. Правительства земель выпускают в основном земельные казначейские ноты.

Казначейские бескупонные облигации. Дисконтная бумага, выпускаемая на шесть месяцев. Номинал — 1 млн евро. Никаких ограничений для инвесторов, но в целом предназначены для крупных финансовых учреждений и иностранных правительств.

Федеральные финансовые векселя. Дисконтные бумаги наподобие казначейских бескупонных облигаций. Их могут покупать любые инвесторы, кроме кредитных институтов. Минимальный объем инвестиций — 500 евро. Срок — от года до двух.

Все федеральные обязательства выпускаются в бездокументарной форме. Эмиссия производится путем записи в федеральном долговом реестре (долговой книге), которую ведет федеральная долговая администрация — структура Министерства финансов.

Облигации правительства размещаются через Немецкий федеральный банк. Облигации правительств земель — в основном через банки земель.

Вторичная торговля государственными облигациями осуществляется как на фондовых биржах, так и на внебиржевом рынке.

Банковские облигации. К числу банковских облигаций относятся в первую очередь так называемые **пфандбрифы** и собственно банковские облигации.

В дословном переводе пфандбриф — это залоговое письмо, закладное свидетельство или просто закладная. Современный пфандбриф имеет с закладным свидетельством общего лишь то, что в основе их лежит ипотечное кредитование, т.е. кредитование под залог недвижимого имущества (да и то не всегда).

Пфандбрифы — облигации, выпускаемые в основном немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью, проводимых частными лицами и заемщиками общественного сектора (федеральное правительство, местные органы власти и муниципалитеты).

Обеспечением пфандбрифов служат или первая закладная на недвижимость (ипотечные пфандбрифы), доля которых от всего составляет 19%, или кредиты государственным органам (публичные пфандбрифы), их доля — **81%**.

Пфандбрифы в Германии могут выпускать 40 финансовых учреждений: 20 частных ипотечных банков (из них 17 — чисто ипотечные и 3 — смешанные), 18 государственных (земельных) кредитных учреждений и два частных банка по ипотечному кредитованию судостроительных предприятий. Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов в целом составляет примерно 60%, в том числе ипотечных пфандбрифов — 80%.

Ныне рынок пфандбрифов — крупнейший сегмент рынка облигаций Германии, превосходящий в отдельные годы даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе, опережающий рынки государственных облигаций Италии, Франции, Великобритании.

Задолженность по пфандбрифам достигала в 2000 г. 826 млрд евро (706 млрд евро в середине 2005 г.). Это соответственно 36% (25%) внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). В обращении находится около 17 тыс. выпусков.

В середине 1995 г. на рынке появились так называемые **джамбо-пфандбрифы** («слоновьи пфандбрифы»). Этим термином обозначаются выпуски на сумму не менее 0,5 млрд евро. К марту 2002 г. задолженность по джамбо-пфандбрифам достигла **412** млрд евро. Почти все **джамбо-пфандбрифы** (90%) основаны на ссудах правительственным органам.

Пфандбрифы выпускаются как в именной ($\frac{1}{4}$), так и предъявительской ($\frac{3}{4}$) форме. Большая часть облигаций может быть свободно

конвертирована из предъявительских в именные и обратно. Основная часть пфандбрифов имеет фиксированную ставку с выплатой процентного дохода раз в год.

Облигации выпускаются на срок от одного года до десяти лет. Наиболее распространены сроки три, пять и десять лет. Обычно погашение производится в конце срока разовым платежом, хотя изредка встречаются и отзывные выпуски. Досрочное погашение не предусматривается (в отличие от американских и английских MBS). Прочие банковские облигации выпускаются, как правило, без обеспечения на срок от двух до десяти лет.

Облигации нефинансовых компаний. Немецкие акционерные общества редко прибегают к выпуску облигаций. Если сразу после войны на них приходилось около 15% всех облигаций, то в дальнейшем их доля снизилась до 1% и меньше.

Однако с конца 1990-х гг. в Германии, как и в других странах ЕС, наблюдается стремительный рост заимствований на облигационном рынке нефинансовыми компаниями. В результате если в 1999 г. соотношение корпоративных облигаций ФРГ и ВВП составляло 1% (21,6 млрд евро), то в 2004 г. оно равнялось уже 8% (175,8 млрд евро).

Все государственные облигации и большая часть банковских имеют листинг на биржах, однако торгуют ими в основном на внебиржевом (телефонном) рынке. Это особенно характерно для банковских облигаций. Непосредственно на торговую систему бирж приходится лишь 5% оборота (2000 г.).

Сделки, совершенные с облигациями на немецких биржах, подлежат исполнению (улаживанию) в течение двух рабочих дней после их заключения ($T + 2$). В случае заключения сделки с иностранным контрагентом срок исполнения равен трем дням ($T + 3$).

Основными инвесторами на рынке немецких облигаций выступают банки (36% находящихся в обращении облигаций в 2004 г.). Следом за ними идут иностранные инвесторы (33%), на третьем месте — прочие финансовые учреждения — 17% (институты коллективного инвестирования и страховые компании), на четвертом — население (13%). Зарубежные институциональные инвесторы предпочитают государственные облигации. Основными держателями банковских облигаций выступают сами банки.

Доходность по облигациям федерального правительства или по пфандбрифам служит в Европе (особенно в зоне евро) в качестве эталонной, т.е. используется при определении ставок доходности по прочим инструментам.

11.3.2. Профессиональные участники

Банки. Все банки можно разделить на две большие группы: универсальные и специализированные. В свою очередь универсальные делятся на коммерческие, кооперативные и институты общественного сектора. В рамках этих групп существует также свое деление. Ведущей группой специализированных банков выступают ипотечные банки.

На долю пяти крупнейших банков — Deutsche Bank, Bayerische Hypo und Vereinsbank (HVB), Dresdner Bank, Commerzbank и Postbank — в конце 2004 г. приходилось 24% активов всех банков (без центрального). Для сравнения: доля земельных и сберегательных банков в совокупности составила 33%, кооперативных банков — 10%.

Если сравнить структуру финансовой системы ФРГ и США, бросается в глаза отсутствие в первой такой группы учреждений, как финансовые компании. Однако на самом деле подобные учреждения в ней присутствуют, просто они также называются банками: Volkswagenbank, DaimlerChrysler Bank и др. (занимаются кредитованием розничных продаж автомобилей).

Доля на рынке различных категорий банков. По доле в активах банковской системы первое место занимают банки общественного сектора. На сберегательные банки и банки земель в совокупности приходится примерно 33% активов. А если к ним прибавить банки общественного сектора со специальными функциями, а также строительно-сберегательные кассы, то окажется, что общественный сектор включает 45% всех активов банков Германии.

Коммерческие банки лидируют по показателю «кредиты немецким предприятиям», «кредиты зарубежным заемщикам». Сберегательные банки традиционно занимают первое место по предоставлению кредитов физическим лицам.

Около 36% банковских облигаций выпущено ипотечными банками и около 30% — банками земель. Для обеих категорий основную часть облигаций составляют обеспеченные облигации (ипотечные пфандбрифы и публичные пфандбрифы).

Поскольку в Германии сложилась чисто банковская модель рынка ценных бумаг, основными, а по существу единственными посредниками на рынке ценных бумаг до недавнего времени, когда границы между моделями стали размываться, выступали банки. На рынке ценных бумаг имеют право работать универсальные банки, которым разрешены все виды операций, кроме страховых. При этом необходимо подчеркнуть, что германские банки тесно связаны со страховыми компаниями посредством взаимного владения акциями.

Деятельность специализированных банков на фондовом рынке ограничена, они выступают в основном в качестве эмитентов и инвесторов.

В 1990-е годы германские банки активизировали свою деятельность на зарубежных рынках ценных бумаг, в частности приобретая английские торговые банки. Так, например, был образован Deutsche Morgan Grenfell.

Большую активность на германском рынке проявляют иностранные банки и компании по ценным бумагам. Последние, впрочем, раньше для работы в Германии получали банковскую лицензию.

Инвестиционные компании. Учреждения коллективного инвестирования появились в Германии только после Второй мировой войны. В апреле 1957 г. вступил в силу Закон об инвестиционных компаниях (KAGG), устранивший дискриминацию по отношению к инвесторам в инвестиционные фонды по сравнению с инвесторами непосредственно в ценные бумаги.

Немецкая статистика выделяет два типа инвестиционных фондов — *публичные* и *специальные*. С февраля 1990 г. в соответствии с новой редакцией Закона об инвестиционных компаниях специальными фондами стали **называться** фонды, в которых число участников — юридических лиц не превышает десяти. Все остальные специальные фонды, не подпадающие под это определение, автоматически были переведены в разряд публичных (открытых широкому кругу инвесторов). Публичные имеют право проводить открытую подписку на свои инструменты. Фактически специальные фонды предназначены для крупных инвесторов — юридических лиц. Они носят закрытый характер. Спецификой Германии в отличие от других стран является значительное преобладание подобных фондов в общей сумме чистых активов институтов коллективного инвестирования. Если публичные фонды отвечают требованиям Директивы ЕС об институтах коллективного инвестирования и относятся к так называемым UCITS (предприятиям коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги), то специальные — нет.

Немецкие инвестиционные фонды выпускают инвестиционные сертификаты.

Традиционными видами инвестиционных фондов в Германии являются фонды облигаций, фонды акций, смешанные фонды, фонды недвижимости. В сентябре 1994 г. в Германии появились фонды денежного рынка, в октябре 1998 г. — пенсионные инвестиционные фонды (Altersvorsorgefonds), в январе 1999 г. — фонды фондов, в июне 1999 г. — смешанные фонды ценных бумаг и недвижимости.

За 1990-е годы количество фондов и их активы выросли в несколько раз. Экономические трудности начала нынешнего десятилетия лишь затормозили их развитие. Спад, безусловно, имел место, но достаточно умеренный. Серьезное сокращение активов коснулось лишь фондов акций. Однако особенностью Германии является относительно невысокая доля фондов акций в общей сумме активов инвестиционных фондов (16% в 2003 г.). Основная часть активов приходится на фонды облигаций (28%) и смешанные (38%).

Большая часть немецких инвестиционных фондов создана и управляется банками, страховыми компаниями и организациями, такими как промышленные фонды, федерации промышленников и пр.

Страховые компании (632, из них 108 — компании страхования жизни) занимают относительно скромное место на рынке ценных бумаг. Общий объем их инвестиций в ценные бумаги в 2005 г. (март) составлял 371 млрд евро. Правда, эта цифра не учитывала инвестиции в именные ценные бумаги и доли в аффилированных компаниях (существующая статистика не позволила их вычлениить). Более заметную роль страховые компании играют на рынке кредитов (558 млрд евро за вычетом инвестиций в именные бумаги).

11.3.3. Фондовые биржи

В ФРГ в 2004 г. действовало восемь фондовых бирж: во Франкфурте, Дюссельдорфе, Мюнхене, Гамбурге, Берлине, Штутгарте, Ганновере и Бремене.

Первые упоминания о торговле ценными бумагами (переводными векселями) во Франкфурте встречаются в конце XVI в. В 1585 году франкфуртские купцы договорились об использовании фиксированных курсов обмена различных денежных единиц. Этот год и считается датой рождения Франкфуртской фондовой биржи.

Франкфурт сохранял за собой роль ведущей площадки для торговли иностранными облигациями вплоть до начала Первой мировой войны.

Ориентированная на иностранные ценные бумаги, Франкфуртская биржа значительно пострадала в результате войны, к концу которой все зарубежные фондовые ценности исчезли из котировочных листов всех германских бирж. Период гиперинфляции 1920-х гг., а затем Великая депрессия нанесли новый удар по фондовому рынку. В 1931 г. германские фондовые биржи временно были закрыты.

С приходом нацистов к власти все экономические институты были подчинены централизованному руководству. Регулирование фондовых бирж перешло от правительств земель в центр. Число бирж сократилось с 21 до 9. Однако в условиях директивной экономики места для

фондовой биржи оставалось мало. Фактически фондовый рынок влачил жалкое существование.

Франкфуртская биржа оказалась первой, открывшейся после Второй мировой войны (сентябрь 1945 г.).

С 1956 года в Германии был отменен запрет на приобретение иностранных ценных бумаг. Биржа снова получила возможность вернуться к традиционным для нее международным операциям. Она сыграла важную роль в послевоенной реконструкции и внесла существенный вклад в германское «экономическое чудо».

В послевоенной Германии на двух биржах — во Франкфурте и Дюссельдорфе — совершалась большая часть операций, причем разрыв между обеими биржами был относительно невелик. Еще в 1979 г. на Франкфурт приходилось 46% оборота, на Дюссельдорф — 34%.

За 1980—1990-е годы Франкфурт кардинально потеснил Дюссельдорф и доминирует на биржевом рынке. В дальнейшем не исключено слияние всех бирж. Фактически и сейчас систему немецких бирж во многом можно рассматривать как единую. У них единый централизованный депозитарий, на них торгуют в основном одними и теми же инструментами. Региональным биржам принадлежит часть акций биржи во Франкфурте.

В 2004 году на Франкфурт (систему Xetra и торговый зал) приходилось 86% всего германского биржевого оборота по всем инструментам (в том числе 95% по немецким акциям, 60% биржевого оборота по немецким облигациям) и 100% торговли фьючерсами и опционами.

Организационная структура фондовой биржи во Франкфурте весьма специфична и не похожа ни на одну биржу мира. В современном виде она существует с 1 января 1993 г.

По немецкому биржевому законодательству (1896 г.) фондовая биржа является учреждением публичного права — некоммерческой организацией. Иными словами, Франкфуртская фондовая биржа (ФФБ) по своему статусу является общественной, или квазигосударственной, организацией. После проведенных в конце 1992 г. реорганизаций ФФБ напрямую связана с АО «Немецкая биржа», которое управляет ФФБ. По сути дела ФФБ и Немецкая биржа — единый орган, хотя формально это различные учреждения.

Через расчетно-депозитарную систему Немецкой биржи проводятся сделки, совершенные на любой германской бирже.

Члены биржи делятся на три категории: банки и компании по ценным бумагам, официальные курсовые маклеры, свободные маклеры.

Иностранные компании по ценным бумагам, являющиеся членами биржи, в прошлом выступали как кредитные учреждения (банки). Для этого они получали банковскую лицензию.

Членами биржи могут выступать также компании финансовых услуг (компании по ценным бумагам). Тем не менее основными игроками на бирже являются банки, такое положение дел сохранится и в дальнейшем.

Кредитные учреждения совершают брокерские и дилерские операции. В целом на бирже доминируют четыре крупнейших немецких банка: Deutsche Bank AG, Bayerische Hypo und **Vereinsbank** AG, **Dresdner** Bank AG и Commerzbank AG.

Официальные курсовые маклеры принимают в торговом зале (на паркете) заявки на покупку и продажу ценных бумаг и определяют их курс. В их задачу входит определение справедливой цены на акции и облигации официального рынка.

Свободные маклеры являются дилерами по акциям свободного рынка. Свободные маклеры также выступают посредниками между кредитными учреждениями. Типичная функция свободных маклеров в прошлом — выступать посредниками при заключении сделок между теми банками, которые не имели достаточно собственных сотрудников на бирже (поскольку «на паркете» совершается все меньше сделок, эта функция постепенно отмирает). Сейчас многие маклеры меняют свой статус на компании финансовых услуг.

Обе группы маклеров не имеют права совершать сделки для частных инвесторов.

Ценные бумаги, обращающиеся на Немецкой бирже, до начала текущего десятилетия подразделялись на три группы: ценные бумаги официального рынка, регулируемого рынка и свободного рынка. Фактически речь шла о ценных бумагах разного качества и различии предъявляемых к ним требований листинга (хотя формально термин «листинг» применялся только по отношению к первым двум рынкам).

С 2001 года на смену этой классификации пришло деление на бумаги первого сегмента, второго сегмента и регулируемого неофициального рынка. С 1 января 2003 г. появилось деление на **prime standard** и **general standard** (деление в зависимости от объема предоставляемой информации, близко по сути к первому и второму сегменту, но полностью не совпадает).

В 1997 году во Франкфурте появился также «новый рынок» (*neuer Markt*). Специально для молодых компаний высокотехнологичных отраслей экономики был предусмотрен особый режим листинга. Количество акций нового рынка выросло с двух в марте 1997 г., когда рынок был запущен, до 240 к концу 2002 г. Однако кризис на рынке акций привел к закрытию этого сегмента в 2003 г.

Требования, предъявляемые к **листинговым** компаниям, соответствуют директивам ЕС и аналогичны требованиям листинга на других

крупных европейских биржах. Эмитент должен иметь историю деятельности как предприятие не менее трех лет. По меньшей мере 25% акций должно находиться «у публики». Проспект эмиссии изложением информации о ценных бумагах должен быть опубликован в специальном издании. Кроме того, проспект или уведомление о том, где с ним можно ознакомиться, должен быть помещен в официальном органе *Federal Gazette*.

Большая часть обращающихся на Немецкой бирже акций (86%) относится к неофициальному рынку (преимущественно за счет иностранных компаний, однако львиная доля оборота приходится на бумаги первого сегмента (ранее — официального списка).

60% торгового оборота по акциям (проходящим через книгу заявок — *order book*) приходится на акции десяти эмитентов, причем четверть принадлежит трем компаниям — Siemens, Deutsche Telekom, Deutsche Bank AG.

11.3.4. Фондовые индексы

Основным фондовым индексом в Германии является DAX, исчисляемый по 30 акциям ведущих эмитентов. Это классический среднеарифметический взвешенный индекс, исчисляемый с 1988 г. Рассчитываются две его разновидности: индекс общей доходности и ценовой индекс. С 2002 года взвешивание производится исходя из количества акций, находящихся в «свободном владении»; ранее цена умножалась на общее количество выпущенных акций. Рассчитывается каждые 15 секунд (т.е. практически в режиме реального времени). Кроме него рассчитывается также MDAX (индекс акций 50 средних компаний), SDAX (индекс акций 50 малых компаний), TecDAX (30 высокотехнологичных компаний, не попавших в **DAX**), HDAX (**110** компаний сегмента Prime, входящие в DAX, MDAX, TecDAX). Композитный индекс DAX (CDAX) рассчитывается по всем акциям сегментов Prime и Standard (первого и второго сегмента).

Рассчитываются также индексы, отражающие движение курсов облигаций, — REX и REXP и ряд других.

11.4. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ ФРАНЦИИ

11.4.1. Виды ценных бумаг

Акции. Обыкновенные акции обладают традиционными характеристиками в отношении права голоса и распределения прибыли. *Привилегированные акции* предоставляют преимущество их владельцам при распределении чистой прибыли в виде более высокого дивиденда, первоочередного (по сравнению с другими акционерами) распределения

дивидендов или первоочередного распределения имущества акционерного общества при его ликвидации. И обыкновенные, и привилегированные акции данного типа предоставляют право голоса. Двойное право голоса предоставляется по именным акциям при условии полной оплаты и нахождения в портфеле у акционера более двух лет (при наличии данного права в уставе).

Подавляющее большинство обыкновенных акций — предъявительские ценные бумаги. Однако по желанию инвестора его акции свободно конвертируются из предъявительских в именные ценные бумаги и наоборот. Акции, не имеющие листинга на фондовых биржах, могут быть только именными. Привилегированные акции выпускаются в форме как именных, так и предъявительских.

Акционер во Франции получает ряд традиционных прав, главными из которых являются права на получение дивидендов, на получение информации и участие в голосовании. Дивиденды выплачиваются в течение девяти месяцев после окончания финансового года, наиболее распространенный срок — **июнь—август**. Как правило, дивиденды выплачиваются деньгами, однако общество может предложить выплатить их акциями.

Для реализации права на получение информации все общества, если их ценные бумаги имеют котировку на бирже или допущены к торговле на «свободном рынке», обязаны в кратчайшие сроки информировать публику о всех фактах, которые могут оказать влияние на цены выпускаемых ими акций. Эта информация имеет форму коммюнике, помещаемых в прессе. Кроме того, она должна быть размещена на собственных сайтах компаний и сайте регулятора (с конца 2003 г. — в AMF (ранее — Комиссия по биржевым операциям **COB**)).

Владельцы малых пакетов акций (менее 5%) имеют право дважды в год посылать письменные запросы на имя председателя совета директоров или председателя правления (President du Conseil d'administration), и он обязан на них ответить. Они вправе требовать отставки того или иного члена правления. Акционеры, имеющие более 5% акций, имеют право внесения вопросов в повестку дня.

Облигации. Традиционно рынок облигаций во Франции развит лучше, чем рынок акций. Ситуация в данной области отчасти напоминает немецкую, хотя в отличие от Германии крупными эмитентами во Франции являются не только банки, но и нефинансовые компании. Общий объем облигационной задолженности в начале текущего десятилетия составлял **1300—1500** млрд дол. Основу рынка образуют правительственные (казначейские) облигации, на которые приходится около половины всей облигационной задолженности.

Более 80% облигаций — классические облигации с *фиксированной процентной ставкой* и погашением одноразовым платежом. Выплата процентов по большинству французских облигаций традиционно производится один раз в год. Начиная с 1970-х гг. на рынке стали появляться облигации с *изменяющейся (плавающей) процентной ставкой*, причем для Франции характерно наличие большого числа (более 12) методов определения этой ставки.

Индексированные облигации — облигации, индексация которых производится по фондовым индексам (CAC 40, SBF 120 и др.).

Обмениваемые облигации — облигации с фиксированной ставкой, которые можно обменять на облигации с плавающей ставкой (или наоборот) в определенные даты.

Облигации с варрантом. Облигации с фиксированной процентной ставкой с отделяемой ценной бумагой, дающей право покупки облигаций или акций по заранее определенной цене.

Продлеваемые облигации. Дают право владельцу отсрочить погашение.

Существует несколько разновидностей облигаций со встроенным опционом — *погашаемые облигации*. Облигации со встроенным опционом кол дают право эмитенту досрочно погасить ее в определенные даты; со встроенным опционом пут дают право владельцу продать ее эмитенту в определенные даты до окончания срока облигации. Иногда выпускаются облигации одновременно со встроенным опционом кол и пут (*emprunts a fenêtres*) — облигации, которые могут быть досрочно погашены по желанию инвестора или эмитента.

Конвертируемые облигации дают право погашения не деньгами, а другими облигациями или акциями.

Облигации, выпущенные до 3 ноября 1984 г., могут свободно обращаться как именные и предъявительские ценные бумаги в виде сертификатов. С 3 ноября 1984 г., как и акции, все облигации выпускаются только в виде записей на счетах. При этом они зарегистрированы на счете либо финансового посредника, которого выбирает сам владелец ценных бумаг, либо непосредственно в центральном депозитарии. В первом случае бумаги хранятся на текущем предъявительском счете центрального депозитария Euroclear France (SICOVAM) или на так называемом именном администрируемом счете. Инвесторы, не желающие использовать банк или компанию по ценным бумагам в качестве номинального владельца, должны заключать сделку непосредственно с эмитентом, который открывает в этом случае именной счет.

Государственные ценные бумаги. Крупнейшими заемщиками на французском рынке выступают государство (правительство) (в лице

казначейства) и предприятия общественного сектора. Структура собственности на французские облигации традиционная для большинства стран; более 60% приходится на финансовые учреждения. Значительная доля (**25–36%**) принадлежит иностранным инвесторам.

Управлением *государственным* долгом занимается Казначейство Франции — подразделение Министерства финансов. Казначейство выпускает три вида облигаций.

Казначейские краткосрочные облигации (BTfFs). Это дисконтные облигации со сроком 13, 26 и 52 недели (иногда выпускаются и более краткосрочные). Продажа этих облигаций осуществляется каждый понедельник на аукционах.

Казначейские среднесрочные облигации (BTANs). Эти облигации имеют высокий номинал (раньше 1 млн фр.), распространяются методом аукциона каждый третий рабочий четверг каждого месяца. Выпускаются на срок два года или пять лет с одноразовым погашением и выплатой процентного дохода раз в год. BTfF и BTAN не имеют биржевой котировки.

Долгосрочные облигации (OATs). Эти облигации выпускаются на срок от 7 до 30 лет в первый рабочий четверг каждого месяца. Процентный доход выплачивается раз в год, погашение осуществляется одноразовым платежом. Процентная ставка обычно фиксированная, но выпускаются также OAT с плавающей ставкой, привязанной к темпам инфляции и рыночным ставкам. Эти облигации имеют как биржевую, так и внебиржевую котировку. Их особенностью является то, что, произведя первый выпуск этих облигаций, правительство имеет право впоследствии производить новые выпуски с теми же характеристиками (которые «ассимилируются» с предыдущими). На эти облигации приходится $\frac{2}{3}$ всего рыночного долга. Аукционы проводятся в форме подачи закрытых заявок и регистрируются с помощью автоматизированной системы Telsat. Фактически любое учреждение, имеющее счет в Банке Франции, может подать заявку на участие в аукционе, однако на практике почти все они делаются через группу уполномоченных (первичных) дилеров (SVTs). Общее их число — 21, из которых 14 принадлежат иностранным банкам.

Значительная часть государственных ценных бумаг находится в портфелях иностранных инвесторов. За 1997–2005 годы они увеличили свою долю с 15 до 49%.

Облигации предприятий *общественного сектора* (гарантированные правительством) выпускаются примерно 20 эмитентами, которых можно разделить на три группы:

1. Региональные и муниципальные финансовые агентства наподобие Credit Local или FLORAL.

2. Государственные предприятия общественного пользования (Национальная ассоциация железных дорог (SNCF), Управление электроэнергетики Франции (EDF), Парижское транспортное агентство (RATP), Совет угольной промышленности (**Charbonnages de France**), Управление шоссейных дорог (**Caisse Nationale de Autoroutes**) и т.п.).

3. Финансовые учреждения (Credat **Foncier** de France, Caisse de Refinancement Hypothecaire).

11.4.2. Профессиональные участники

Банки. До начала **1980-х** гг. деятельность банковских институтов основывалась на документах, принятых в 1940-е гг. Они закрепляли высокий уровень специализации финансовых учреждений. Основное деление проводилось между коммерческими и деловыми (инвестиционными) банками. Деловые банки не имели права принимать депозиты и предоставлять кредиты на срок менее двух лет и по своим функциям напоминали английские торговые (*merchant*) или американские инвестиционные банки. Существовало также множество специализированных банков. В основе специализации лежали преимущественно сроки кредитов, обслуживаемые отрасли (например, сельское хозяйство), область кредитования (например, экспортное финансирование) и степень контроля со стороны государства.

Переход к универсальным банкам был подкреплён все большим участием банков в деятельности компаний страхования жизни (*banassurance*) в результате либерализации финансового сектора, последовавшей после создания единого европейского рынка. Кроме того, в **1980-е** гг. банки приобрели многие биржевые общества.

Закон о банках 1984 г. выделяет несколько типов кредитных учреждений. Универсальные банки имеют право заниматься любыми финансовыми операциями. Эти банки делятся на четыре вида: банки, образованные на основе Закона о компаниях (акционерные банки); взаимные и кооперативные банки; сберегательные банки и муниципальные банки. Половина кредитных институтов имеет ограниченную лицензию, занимаясь установленными операциями (приём определенных депозитов или предоставление тех или иных услуг — ипотека, потребительский кредит, лизинг, факторинг, управление портфелем ценных бумаг, андеррайтинг и пр.). Кроме этих учреждений в соответствии с Законом о финансовой модернизации 1996 г. существуют также компании по ценным бумагам (инвестиционные фирмы).

Роль государства в банковском секторе Франции возросла в начале 1980-х гг., когда правительство национализировало ряд ведущих коммерческих банков. Однако вскоре этот процесс пошел вспять в свя-

зи с принятием новых ориентиров — на приватизацию, первая волна которой пришлась на конец 1980-х гг., а вторая — на 1990-е.

Компании по ценным бумагам. Основными профессиональными участниками биржевого рынка до 1996 г. выступали специализированные фирмы, так называемые *биржевые общества*. Только эти учреждения имели право совершать операции на фондовой бирже. В прошлом их предшественниками являлись биржевые агенты, или агенты по обмену. Это были небольшие фирмы в форме товариществ, не располагавшие из-за своего юридического статуса солидной капитальной базой. У них было право образовывать совместные компании с банками и другими финансовыми институтами, в том числе с иностранными партнерами, а также совершать дилерские операции и выпускать собственные ценные бумаги. В 1988 г. агенты по обмену были переименованы в биржевые общества. К середине 1990-х гг. у большинства (95%) биржевых обществ имелась поддержка в лице крупного финансового учреждения. Как правило, это был банк или страховая компания, причем контрольный пакет трети из них принадлежал зарубежным учреждениям.

Каждое биржевое общество было вправе осуществлять один или несколько видов деятельности на основе лицензии, выдаваемой Ведомством по финансовым рынкам: торговля ценными бумагами; клиринг и урегулирование расчетов; **кастодиальные** услуги. Если член биржи выбирал статус «инвестиционного дома», то в этом случае он мог участвовать в андеррайтинге ценных бумаг. Инвестиционные дома попадали под контроль не только Совета фондовых бирж, но и Банка Франции. Такой статус выбрало очень небольшое число членов биржи.

Соответственно до 1996 г. на рынке ценных бумаг присутствовали три группы участников: кредитные институты, биржевые общества и портфельные управляющие. В результате принятия Закона о модернизации финансовой сферы от 2 июля 1996 г. все финансовые посредники были разделены на две категории: кредитные учреждения и финансовые компании (поставщики финансовых услуг) с одинаковым правом работы с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом рынке при соответствии определенным требованиям и получении лицензии от одного из регулирующих органов. Этими органами до ноября 2003 г. являлись Комиссия по биржевым операциям (COB), Совет по финансовым рынкам (CMF) и Комитет по делам кредитных и инвестиционных институтов (CEGEI).

С 1 января 1996 г. во Франции вступила в силу Директива об инвестиционных услугах ЕС, которая положила конец монополии биржевых обществ. Членами биржи могут быть как кредитные организа-

ции, **таки** специализированные институты (по новой классификации — финансовые компании, по сути большая их часть — это бывшие биржевые общества).

Париж — второй в Европе после Лондона финансовый центр по количеству действующих иностранных банков и компаний по ценным бумагам, которых здесь насчитывается более 400.

11.4.3. Фондовые биржи

Первая биржа во Франции — Лионская (La Bourse de Lyon) — появилась примерно в 1540 г., но вскоре прекратила свое существование. Декретом Королевского государственного совета от 24 сентября 1724 г. была образована Парижская биржа. На бирже было создано специальное место, предназначенное исключительно для агентов по обмену, которым предписывалось обеспечивать гласность в объявлении цен путем их выкрика. До этого никаких правил не существовало, сделки совершались бессистемно в любом случайном месте.

В годы Первой империи впервые в истории Франции было создано комплексное законодательство, касающееся финансовой системы:

- право печатать банкноты было закреплено только за Банком Франции;
- акционерные общества дозволялось создавать только с разрешения государственного органа;
- торговля ценными бумагами разрешалась только официально уполномоченным посредникам, получавшим специальный статус.

Статья 76 Коммерческого кодекса предоставляла агентам по обмену, действующим на основании законодательных предписаний, исключительное право выполнять комиссионные операции на бирже со всеми ценными бумагами и устанавливать их курс. При этом агенты по обмену не могли принадлежать другим компаниям.

Парижская биржа нового образца официально открылась в 1801 г. С тех пор по мере возникновения банков и страховых компаний, сооружения каналов, железных дорог, строительства заводов количество котируемых агентами по обмену ценных бумаг неуклонно росло: семь — в 1800 г., 63 — в 1830 г., 152 — в 1853 г. В 1900 г. на Парижской бирже торговалось более 800 видов французских ценных бумаг — акций и облигаций (частных и государственных), а также около 300 иностранных.

Ценные бумаги, не допущенные к торговле на бирже (в официальный список), продавались «банкирами свободного рынка» вне торгового зала на открытом воздухе возле стен здания биржи. Отсюда и название участников этого рынка — **«мокроногие»**. Эти посредники, чья деятельность противоречила ст. 76 Коммерческого кодекса, но ко-

торые выполняли объективно важные экономические функции, были узаконены в 1855 г., а в 1940-е гг. получили официальный статус куртье с правом совершать операции внутри здания биржи. Позже функции куртье были отменены; они получили статус агентов по обмену. Это было связано с тем, что в законодательство было внесено изменение, разрешавшее агентам по обмену совершать сделки с ценными бумагами, не допущенными в официальный лист.

После Второй мировой войны во Франции действовало семь фондовых бирж. Многие годы фондовые биржи конкурировали между собой, осуществляя котировку одних и тех же ценных бумаг. В 1962 году специальным декретом для каждой акции был определен один биржевой рынок. А в конце 1960-х гг. общества агентов по обмену, существовавшие на каждой бирже, были распущены и вместо них возникло общенациональное Общество агентов по обмену, состоявшее из 118 членов (в течение следующих десяти лет количество уменьшилось до 61). Агентам по обмену было дано право заниматься консультированием, управлением портфелями ценных бумаг.

В 1980-е годы фондовый рынок Франции претерпел глубокие институциональные и организационные изменения. Закон о реформе биржевого рынка 22 января 1988 г. закрепил радикальное изменение статуса основных участников рынка — их превращение в компании (societe des bourses), в капитале которых могут участвовать другие финансовые учреждения (банки, страховые компании и др.), как французские, так и иностранные, объявил о роспуске Общества агентов по обмену и создании вместо него Общества французских бирж (PARISBOURSE SA). Парижская биржа приняла форму акционерного общества.

В отличие от агентов по обмену, имевших **квазиофициальный** (министерский) статус, биржевые общества являлись сугубо коммерческими организациями, основанными на общем праве. Им разрешались абсолютно все операции с ценными бумагами, включая андеррайтинг.

Закон о модернизации на рынке финансовых услуг от 2 июля 1996 г. привел национальное французское законодательство в соответствие с Директивой ЕС об инвестиционных услугах. Биржевые общества лишились монополии на брокерско-дилерские операции, унаследованной от агентов по обмену: банки получили право прямого доступа на биржу, Парижская биржа потеряла монополию на предоставление биржевых услуг — биржи других стран получали право предоставлять свои услуги во Франции.

С 4 января 1999 г. все котировки ценных бумаг стали даваться только в евро, а не во франках.

В 1986 году на Парижской бирже была установлена электронная торговая система CAC (Cotation Assistee en Continu). Вскоре голосовой аукцион (*le marché d'enchères à la criée*) по акциям и облигациям был полностью прекращен. Затем закрылись залы (*les parquets*) и на провинциальных биржах: их бумаги были переведены в торговую систему Парижской биржи. Региональные биржи превратились фактически в филиалы Парижской биржи. Формально они были самостоятельны, но на деле действовала только одна биржа — Парижская. Отражением этой ситуации явилось название организации — Общество французских бирж — Парижская биржа (Societe des Bourses Frantaises — Paris Bourse).

Региональные фондовые биржи работали с эмитентами (получение проспектов эмиссии, проверка соответствия требованиям листинга, корпоративные действия: **сплиты**, выплата дивидендов и т.п.).

В 1989 году Парижская биржа отменила фиксированные комиссионные. С тех пор величина комиссионных (куртаж — *courtage*) устанавливается по соглашению клиента и фирмы по ценным бумагам.

Наконец, 22 сентября 2000 г. произошло слияние фондовых бирж Франции (ParisBourseSBF SA), Нидерландов (Amsterdam Exchanges NV (AEX)) и Бельгии (Societe de la Bourse de Valeurs Mobilieres de Bruxelles/Effectenbeursvennotchap ven Brussel NV (BXS)). Новая биржа получила название Euronext. Летом 2001 г. Euronext провела публичную (открытую) подписку на свои акции (IPO), превратившись в листинговую компанию (ее акции входят в официальный список самой Euronext). По уставу ни один акционер не имеет права иметь более 10% акционерного капитала компании.

В октябре 2001 г. Euronext NV купила английскую LIFFE, под «крышу» которой (Euronext. LIFFE) постепенно, начиная с 2003 г., перешли **деривативные** операции всех **деривативных** бирж. В феврале 2002 г. в состав Euronext вошла также Лиссабонская биржа.

Несмотря на наличие пяти бирж, входящих в Euronext, это единая организация с общей торговой системой (на **спотовом** рынке — NSC, на срочном — **LIFFE.CONNECT**), единым депозитарием и расчетной палатой. По сути дела можно говорить о нескольких абсолютно равноправных сегментах биржи: французском, голландском, бельгийском, португальском и английском (в части срочного рынка).

Рынок акций Парижской биржи до конца 2004 г. состоял из четырех частей, в зависимости от величины и зрелости эмитента: Первый рынок; Второй рынок; Свободный рынок для мелких компаний и так называемый Новый рынок, введенный для молодых компаний агрессивного роста.

С января 2005 г. Первый, Второй и Новый рынки были объединены в единый рынок под названием **Eurolist**. А летом 2005 г. возник еще один сегмент для акций малых и средних компаний — **Alternext**. В 2004 году общее количество эмитентов Первого рынка составляло 353, Второго — 306, Нового — 128, Свободного — 246. При этом доля Первого рынка в обороте составляла в **1998–2004** гг. от 97,5 до 99%.

Всего на Парижской бирже в конце 2005 г. имели котировку акции 749 эмитентов (входящих в Eurolist), 250 — свободного рынка и 20 — Alternext.

В соответствии с директивами ЕС выделяется такое понятие, как «регулируемый рынок». Большинство регулятивных норм относится только к бумагам регулируемого рынка. Формально регулируемы рынками являются только Первый, Второй и Новый. Свободный — нерегулируемый и как бы небиржевой (хотя сделки осуществляются через торговую систему биржи).

В январе 2002 г. Euronext открыла два новых сегмента для торгуемых здесь ценных бумаг — NextEconomy и NextPrime. Сектор NextEconomy включает компании новых отраслей, в то время как NextPrime состоит из компаний традиционных отраслей. Все компании, чьи акции торгуются на регулируемом рынке на основе непрерывного аукциона (Первый, Второй и Новый рынки), могут добровольно войти в данные сегменты (при этом оставаясь и в традиционных сегментах).

В **2001** году Euronext открыла NextTrack — новый сегмент рынка для торговли бумагами биржевых фондов. 25 апреля 2002 г. Euronext открыла рынок варрантов — **Next Warrants**. Сделки на нем совершаются с помощью специальной торговой системы NSCWarrants.

Традиционными бумагами для европейских бирж являются облигации, количество которых в Париже составляло в конце 2005 г. **1688** (из них 165 — государственные). При этом оборот облигаций на бирже невелик — в том же году он не превысил 5 млрд евро. В середине 1990-х он достигал 1 трлн евро (в пересчете с франков).

11.4.4. Фондовые индексы

Наиболее цитируемым фондовым индексом во Франции является CAC 40. Этот индекс рассчитывается Парижской биржей по акциям 40 крупнейших эмитентов. За базу, равную 1000, приняты цены акций по состоянию на 31 декабря 1987 г. В мае 1995 г. появился индекс акций «средних» компаний Mid-CAC.

Наиболее представительными (широкими) индексами во Франции являются индексы SBF 120 и SBF 250 (цифры соответственно

указывают на число компаний в выборке). У всех трех за базовую дату берется **31 декабря 1990 г.**

Все индексы — средние арифметические взвешенные. Взвешивание до декабря 2003 г. производилось путем умножения цены на общее количество выпущенных акций. С декабря 2003 г. биржа перешла к расчету индексов исходя из количества акций, находящихся в свободном владении.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что понимается под генеральными муниципальными облигациями?
2. Какие виды облигаций преобладают по объему на рынке еврооблигаций?
3. Каким образом регулируется выпуск еврооблигаций?
4. Какая из развивающихся стран имеет самый большой по номиналу рынок суверенных еврооблигаций?
5. Определите доходность российской еврооблигации **Rus30**, если спрэд по отношению к аналогичной по сроку погашению американской *T-bond* составляет 107 базисных пункта, а доходность 30-летних казначейских облигаций составляет 4,7%.
6. Как называется клиринговая система, обслуживающая участников рынка еврооблигаций?
7. Какие облигации на американском рынке имеют статус общественных облигаций (*public*)?
8. Определите величину первого купона по казначейским облигациям США, учитывающим темпы инфляции, в долларах США. Купон выплачивается два раза в год. Величина купона - 4%. Номинал облигации — 1000 дол. Индекс потребительских цен в годовом выражении - 103%.
9. При прочих равных условиях (при равенстве срока погашения и рейтинга эмитента), доходность каких муниципальных облигаций — генеральных или доходных - будет выше?
10. На какие виды делятся облигации общественного сектора США?
11. Что является главным преимуществом рынка еврооблигаций перед рынком иностранных облигаций?
12. Определите величину одного купона по *index-linked gilts* в британских фунтах стерлингах (купон выплачивается два раза в год). Номинал облигации 1 000 ф. ст. Годовая процентная ставка по облигации - 3%. Индекс потребительских цен - 101,5% (в годовом исчислении).
13. Как называются федеральные среднесрочные купонные облигации Германии?
14. Какой механизм торгов используется на Лондонской фондовой бирже?
15. Какие функции на британском финансовом рынке выполняют строительные общества?
16. По отношению к каким государственным облигациям **еврозоны** считаются спрэд по остальным государственным бумагам?
17. Как называется общеевропейский индекс облигаций?
18. В какой стране более высокую долю по отношению к ВВП составляют активы частных пенсионных фондов?
19. Как называются долгосрочные государственные купонные облигации Франции?
20. Какие категории фондов по активам преобладают в Европе?
21. Какие негосударственные облигации преобладают на рынке германских облигаций?
22. На какой из европейских бирж отмечен самый большой объем торговли российскими депозитарными расписками?
23. Чему равна доходность американских государственных облигаций, если доходность облигаций *General Motors* составляет 8,1%, а спрэд по ним составляет 397 базисных пункта?
24. В какой правовой форме функционирует организация американского внебиржевого рынка NASDAQ?
25. Что понимают под казначейскими акциями?
26. Что такое четвертый рынок акций в США?
27. Каким методом рассчитывается S&P 500?
28. Какие эмитенты преобладают на японском рынке негосударственных облигаций?
29. Что понимают под муниципальными доходными облигациями США?
30. Что называется вторым рынком в США?
31. Какой тип взаимных фондов (по структуре активов) преобладает на американском рынке?
32. Какой уровень депозитарных расписок позволяет привлечь эмитенту новый капитал путем выпуска акций дополнительной эмиссии?
33. Какие казначейские облигации США выступают ориентиром для определения доходности на мировом рынке процентных ставок?
34. На каком рынке торгуются казначейские облигации США?
35. На каком рынке торгуются американские корпоративные облигации?
36. Какой сегмент рынка долговых ценных бумаг преобладает на американском рынке по объему ежедневных торгов?

ГЛАВА 12

ВЕРОЯТНОСТНЫЙ АНАЛИЗ

Специалистам, работающим на фондовом рынке, приходится принимать решение в рамках неопределенности. Многие важные экономические данные, такие как значение ставки Федеральной резервной системы США, размер запасов нефти и бензина в США, оказывают значительное влияние на динамику финансового рынка, но мало предсказуемы.

Поиском **закономерностей**, присущих случайным явлениям, занимается вероятностный анализ.

12.1. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ ТЕОРИИ ВЕРОЯТНОСТЕЙ И МАТЕМАТИЧЕСКОЙ СТАТИСТИКИ

К основным понятиям теории вероятностей относятся понятия эксперимента, случайного события, множества элементарных исходов эксперимента и классическое определение вероятности. Последовательно познакомимся с каждым из них.

Экспериментом называется выполнение определенного комплекса условий, в которых наблюдается то или иное явление.

Необходимо отметить, что классическая теория вероятностей имеет дело с идеальными объектами, однако выводы вероятностного анализа применимы и к реальным экспериментам.

Приведем примеры классических экспериментов в области вероятностей:

- 1) подбрасывание монетки;
- 2) подбрасывание игральной кости (кубика с шестью гранями);
- 3) извлечение наугад из коробки с белыми и черными шарами одного шара.

Классическая теория вероятностей требует потенциальной повторяемости эксперимента. Только в этом случае возможно нахождение определенных закономерностей.

В самом деле если идеальная монетка подбрасывается один раз, то невозможно предсказать, выпадет «орел» или «решка». Если же монетка подбрасывается 100 раз, то скорее всего выпадет 50 «орлов» и 50 «решек».

Случайным событием называется исход эксперимента, осуществление которого зависит от множества случайных факторов (может произойти или не произойти).

Прикладной задачей теории вероятностей является количественная оценка шансов на осуществление того или иного случайного события в будущем. Обозначать события принято заглавными буквами латинского алфавита: A , B , C .

Приведем примеры случайных событий.

Пример 12.1. В эксперименте с подбрасыванием монетки можно рассмотреть следующие события: A — выпал «орел»; B — выпала «решка».

Пример 12.2. Эксперимент — подбрасывание кубика. События: A — выпало два очка; B — выпала пятерка; C — выпало нечетное число; D — количество выпавших очков не превосходит числа 3.

Пример 12.3. В коробке белые и черные шары. Эксперимент — наудачу достаем один шар. События: A — достали белый шар; B — достали черный шар.

В реальной жизни мы постоянно сталкиваемся со случайными событиями и даже принимаем решение на основе эмпирической (опытной) вероятности.

Пример 12.4. Эксперимент на остановке общественного транспорта.

Случайное событие: A — автобус нужного маршрута придет в течение ближайших пяти минут.

Очевидно, что осуществление этого события зависит от множества случайных факторов: «пробок» на дороге, технического состояния автобуса и даже настроения водителя.

На финансовых рынках также можно найти примеры случайных событий.

Пример 12.5. A — курс акций РАО «Газпром» превысит отметку в 300 руб. за акцию на определенную дату. B — курс доллара США к рублю упадет ниже 25 руб. на некоторую дату в будущем.

12.1.1. Классификация случайных событий

Предположим, что проводится некоторый эксперимент и изучаются два случайных события A и B .

Случайные события A и B называются *несовместными*, если наступление одного из них исключает наступление другого.

В противном случае события называются *совместными*.

Пример 12.6. Бросается кубик. Случайные события A — выпало два очка и B — количество выпавших очков нечетно, очевидно, несовместны, так как они не могут произойти одновременно. Напротив, события A — выпало два очка и C — количество выпавших очков не превосходит числа 4 совместны, так как потенциально могут произойти одновременно.

События называются *равновозможными*, если в результате испытания по условиям симметрии ни одно из событий не выглядит предпочтительным.

Пример 12.7. Бросается кубик. Случайные события A — выпало два очка и B — выпала «пятерка» являются равновозможными.

Несколько событий образуют *полную группу* (являются дополнительными), если в результате эксперимента обязательно должно произойти хотя бы одно из этих событий.

Пример 12.8. Кубик подбрасывается один раз. A — выпало четное число очков. B — выпало нечетное число очков.

События A и B образуют полную группу.

Множество событий образует *множество элементарных исходов* эксперимента, если они:

- несовместны;
- равновозможны;
- образуют полную группу.

Расчет вероятности случайного события невозможен без нахождения множества элементарных исходов эксперимента.

12.1.2. Множество элементарных исходов эксперимента

В этом параграфе рассмотрим ряд классических экспериментов и построим для них множество элементарных исходов.

Пример 12.9. Монетка подбрасывается один раз. A — выпал «орел», B — выпала «решка».

Случайные события A и B , очевидно, образуют множество элементарных исходов. Обозначим количество элементарных исходов через n . Очевидно, $n = 2 = 2^1$.

Пример 12.10. Монетка подбрасывается дважды.

Обозначим элементарные исходы следующим образом: ОО, РР, РО и ОР (О — выпадение «орла», Р — выпадение «решки»). Очевидно, события несовместны, равновозможны и образуют полную группу. Таким образом, количество элементарных исходов $n = 4 = 2^2$.

Пример 12.11. Монетка подбрасывается три раза.

Перечислим элементарные исходы: ООО, ООР, ОРО, РОО, ОРР, РОР, РРО и РРР. Количество элементарных исходов $n = 8 = 2^3$.

Обобщим найденную закономерность: если монетка подбрасывается k раз, то количество элементарных исходов $n = 2^k$.

Пример 12.12. Кубик подбрасывается один раз. В результате может выпасть любая грань. Количество элементарных исходов $n = 6$.

Пример 12.13. Кубик подбрасывается дважды. Рассмотрим следующие события:

1 : 1 — при первом подбрасывании выпала цифра 1, при втором — аналогичный результат.

1 : 2 — при первом подбрасывании выпала цифра 1, при втором — 2.

...

6 : 6 — выпали обе шестерки.

Очевидно, события образуют множество элементарных исходов $n = 6^2 = 36$.

Нетрудно показать, что при тройном подбрасывании кубика количество элементарных исходов составляет $n = 6^3 = 216$.

Пример 12.14. В коробке 10 белых и 15 черных шаров. Наудачу достают один шар. Белым шарам присваиваются номера от 1 до 10, а черным от 11 до 25. Рассмотрим события:

A_1 — вынут шар с № 1, A_2 — вынут шар с № 2, ..., A_{25} — вынут шар с № 25.

Эта система событий является множеством элементарных исходов, $n = 25$, по количеству шаров в коробке.

12.1.3. Классическое определение вероятности

Вероятность случайного события A равна отношению числа исходов, благоприятствующих этому событию, к общему числу элементарных исходов:

$$P(A) = \frac{m}{n}, \quad (12.1)$$

где $P(A)$ — вероятность случайного события A ;

m — число элементарных исходов, благоприятствующих появлению события A ;

n — общее число элементарных исходов.

Пример 12.15. При бросании кубика возможны шесть элементарных исходов — выпадение 1, 2, 3, 4, 5, 6 очков. Найти вероятность следующих событий:

A — выпало четное число очков;

B — количество выпавших очков не менее 3.

По формуле (12.1) получаем $P(A) = \frac{3}{6} = \frac{1}{2}$; $P(B) = \frac{4}{6} = \frac{2}{3}$.

Пример 12.16. Монетка подбрасывается трижды. Найти вероятность следующих событий:

A — выпал ровно один «орел»;

B — в выпавшей комбинации присутствуют как «орлы», так и «решки».

По формуле (12.1) получаем $P(A) = 3/8$; $P(B) = 6/8 = 3/4$.

Пример 12.17. Кубик подбрасывается дважды. Считают сумму выпавших очков. На какое число сделать ставку: на 8 или на 9?

Сформулируем случайные события:

A — в сумме выпало восемь очков;

B — в сумме выпало девять очков.

Рассчитаем вероятность. Количество элементарных исходов при двойном подбрасывании кубика — 36. Благоприятствуют событию A следующие: 5 : 3; 3 : 5; 6 : 2; 2 : 6; 4 : 4. Аналогично благоприятствуют событию B : 5 : 4; 4 : 5; 6 : 3; 3 : 6. Таким образом, по формуле (12.1) получаем $P(A) = 5/36$; $P(B) = 4/36 = 1/9$.

Вероятность события A больше, чем у B . Делаем ставку на восьмерку.

Отметим *свойства вероятности случайного события*.

Вероятность любого события заключена между нулем и единицей, т.е. $0 \leq P(A) \leq 1$.

Рассмотрим *достоверное* событие E (событие, которое всегда происходит, чем бы ни закончился эксперимент). Например, при подбрасывании кубика достоверным событием E является выпадение не более шести очков. Тогда $P(E) = 1$.

Рассмотрим *невозможное* событие θ (событие, которое никогда не происходит, чем бы ни закончился эксперимент). Например, при подбрасывании кубика невозможным событием θ является выпадение семи очков. Тогда $P(\theta) = 0$.

Свойства очевидны, так как $P(A) = \frac{m}{n}$, число m благоприятных ис-

ходов для любого события удовлетворяет неравенству $0 \leq m \leq n$, для достоверного события $m = n$, а для невозможного события $m = 0$.

12.2. ОПЕРАЦИИ НАД СЛУЧАЙНЫМИ СОБЫТИЯМИ

Суммой событий ($A + B$) называется событие, состоящее в наступлении хотя бы одного из данных событий.

Произведением событий ($A \times B$) называется событие, состоящее в одновременном наступлении обоих событий.

Понятие *противоположного события* ($\bar{A}$) разберем на примере.

Пример 12.18. Рассмотрим эксперимент по подбрасыванию кубика и следующие случайные события:

A — выпало нечетное число очков;

B — количество выпавших очков не менее 4.

Тогда $A + B = \{1, 2, 3, 4, 5\}$ или выпало не менее 5 очков, $A \times B = \{1, 3\}$, $\bar{A}$ — выпало четное число очков и $\bar{B}$ — выпало более 4 очков.

Теоретико-множественная интерпретация:

■ *сумма событий* — объединение множеств элементарных исходов;

■ *произведение событий* — пересечение множеств элементарных исходов;

■ *нахождения противоположного события* — дополнение.

Остановимся на вычислении вероятностей от операций над событиями. Верны следующие формулы:

1. Если события A и B несовместны, то вероятность суммы событий равна сумме их вероятностей $P(A + B) = P(A) + P(B)$.

2. Если события A и B совместны, то вероятность суммы событий равна сумме их вероятностей минус вероятность произведения $P(A + B) = P(A) + P(B) - P(A \times B)$.

3. Если события A и B независимы, то вероятность произведения событий равна произведению их вероятностей $P(A \times B) = P(A) \times P(B)$.

4. Если события A и B зависимы, то $P(A \times B) = P(A) \times P(B : A)$, где $P(B : A)$ — условная вероятность события B при условии, что событие A уже осуществилось и внесло коррективы в проведение эксперимента.

5. Для любого события A справедливо $P(A) + P(\bar{A}) = 1$.

12.2.1. Анализ случайных величин

Случайной величиной называется числовая функция, конкретное значение которой зависит от множества случайных факторов.

Пример 12.19. Эксперимент заключается в подбрасывании кубика.

Событие A состоит в том, что выпадет 1, событие B — выпадет нечетное число. Случайная величина X — количество выпавших очков.

Пример 12.20. Эксперимент состоит в четырехкратном подбрасывании монеты.

Случайная величина X — количество выпавших «решек».

Пример 12.21. Случайная величина X — цена на акцию в будущем.

Случайная величина Y — курс доллара к рублю на 25 декабря 2007 г.

Случайные величины бывают дискретными (точечными) и непрерывными.

Дискретная случайная величина характеризуется тем, что ее возможные значения разделены промежутками, как в примере 12.19, где X — количество выпавших очков.

Непрерывная случайная величина характеризуется тем, что ее возможные значения заполняют некоторый промежуток полностью. В ка-

честве непрерывной случайной величины можно рассматривать рост человека.

12.2.2. Закон распределения дискретной случайной величины

Законом распределения дискретной случайной величины называется таблица, в первой строке которой указаны возможные значения случайной величины, а во второй – соответствующие вероятности.

X	X_1	X_2	...	X_n
P	P_1	P_2	...	P_n

Пример 12.22. Кубик подбрасывается шесть раз. Составить закон распределения случайной величины X – количества выпавших очков.

X	1	2	3	4	5	6
P	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$

$$P(X=1) = \dots = P(X=6) = 1/6.$$

Сумма всех вероятностей должна равняться 1: $\sum_{i=1}^n p_i = 1$.

Действительно, $\sum_{i=1}^6 \frac{1}{6} = 1$.

Пример 12.23. Монета подбрасывается два раза, требуется составить закон распределения случайной величины X – количества «орлов».

X	0	1	2
P	$1/4$	$1/2$	$1/4$

$$P(X=0) = 1/4, P(X=1) = 2/4 = 1/2, \sum_{i=1}^3 p_i = 1.$$

Пример 12.24. Подбрасывается два кубика. Составить закон распределения случайной величины X – суммы выпавших очков.

X	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
P	$1/36$	$2/36$	$3/36$	$4/36$	$5/36$	$6/36$	$5/36$	$4/36$	$3/36$	$2/36$	$1/36$

$$P(X=2) = 1/36, P(X=3) = 2/36, \dots, \sum_{i=2}^{12} p_i = 1.$$

12.2.3. Числовые характеристики дискретной случайной величины

Пусть задан закон распределения дискретной случайной величины.

X	X_1	X_2	...	X_n
P	P_1	P_2	...	P_n

Математическим ожиданием случайной величины называется сумма попарных произведений всех возможных значений случайной величины на соответствующие вероятности:

$$M[X] = \sum_{i=1}^n p_i x_i.$$

Математическое ожидание представляет наиболее ожидаемое значение случайной величины.

Пример 12.25. Найти математическое ожидание для следующего закона распределения:

X	1	2	3	4	5	6
P	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$	$1/6$

$$M[X] = 1 \times \frac{1}{6} + 2 \times \frac{1}{6} + 3 \times \frac{1}{6} + 4 \times \frac{1}{6} + 5 \times \frac{1}{6} + 6 \times \frac{1}{6} = \frac{21}{6} = 3,5.$$

Пример 12.26. Найти математическое ожидание для следующего закона распределения:

X	0	1	2
P	$1/4$	$1/2$	$1/4$

$$M[X] = 0 \times \frac{1}{4} + 1 \times \frac{1}{2} + 2 \times \frac{1}{4} = 1.$$

Пример 12.27. Найти математическое ожидание для следующего закона распределения:

X	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
P	$1/36$	$2/36$	$3/36$	$4/36$	$5/36$	$6/36$	$5/36$	$4/36$	$3/36$	$2/36$	$1/36$

$$M[X] = 2 \times \frac{1}{36} + 3 \times \frac{2}{36} + 4 \times \frac{3}{36} + 5 \times \frac{4}{36} + 6 \times \frac{5}{36} + 7 \times \frac{6}{36} + 8 \times \frac{5}{36} + 9 \times \frac{4}{36} + 10 \times \frac{3}{36} + 11 \times \frac{2}{36} + 12 \times \frac{1}{36} = 7.$$

12.2.4. Свойства математического ожидания случайной величины

Математическое ожидание постоянной величины равно самой постоянной: $M[C] = C$.

Постоянный множитель можно выносить за знак математического ожидания: $M[CX] = CM[X]$.

Математическое ожидание суммы случайных величин равно сумме их математических ожиданий: $M[X + Y] = M[X] + M[Y]$.

Математическое ожидание произведения независимых случайных величин равно произведению их математических ожиданий: $M[XY] = M[X]M[Y]$.

В качестве характеристики разброса случайной величины относительно ее математического ожидания рассматривают показатель дисперсии.

Дисперсией $D[X]$ случайной величины X называется математическое ожидание квадрата ее отклонения от математического ожидания: $D[X] = M[(X - M[X])^2]$.

При решении прикладных задач используют более простую формулу

$$D[X] = M[X^2] - M[X]^2.$$

Легко заметить, что дисперсия $D[X]$ имеет размерность квадрата случайной величины. Поэтому часто в качестве показателя разброса случайной величины используют *среднее квадратическое отклонение* $\sigma = \sqrt{D[X]}$.

Пример 12.28. Найдем показатели дисперсии и среднего квадратического отклонения для случайной величины X — количества «орлов» при двойном подбрасывании монеты. Случайная величина X задана законом распределения:

X	0	1	2
P	$1/4$	$1/2$	$1/4$

$$D[X] = M[X^2] - M[X]^2.$$

Закон распределения случайной величины X^2 задан следующей таблицей:

X^2	0	1	2
P	$1/4$	$1/2$	$1/4$

$$M[X^2] = 0 \times 1/4 + 1 \times 1/2 + 4 \times 1/4 = 1.5.$$

Тогда $D[X] = 1.5 - 1^2 = 0.5$. Среднее квадратическое отклонение $\sigma = \sqrt{0.5}$.

Пример 12.29. Предположим, сделаны инвестиции в некоторый актив. Рассмотрим показатель годовой доходности инвестиций X . Так как финансовый результат зависит от множества факторов, то считаем эту величину случайной. Тогда математическое ожидание $M[X]$ трактуем как ожидаемую доходность инвестиций, а показатели дисперсии и среднего квадратического отклонения характеризуют риск инвестиций.

12.2.5. Свойства дисперсии случайной величины

Дисперсия постоянной величины равна нулю: $D[C] = 0$.

Постоянный множитель можно выносить за знак дисперсии, возведя его при этом в квадрат: $D[CX] = C^2 D[X]$.

Дисперсия суммы независимых случайных величин равна сумме дисперсий: $D[X + Y] = D[X] + D[Y]$.

В общем случае дисперсия суммы случайных величин представляется в следующем виде: $D[X + Y] = D[X] + D[Y] + 2\text{Cov}[X, Y]$.

Здесь $\text{Cov}[X, Y]$ — показатель *ковариации* случайных величин X и Y . Ковариация служит мерой взаимосвязи случайных величин:

1. Если $\text{Cov}[X, Y] > 0$, то случайные величины X и Y связаны *напрямую*: с ростом величины X величина Y также растет с высокой вероятностью.

2. Если $\text{Cov}[X, Y] < 0$, то случайные величины X и Y связаны *обратно*: с ростом величины X величина Y убывает с высокой вероятностью.

3. Если $\text{Cov}[X, Y] = 0$, то случайные величины X и Y независимы.

Для характеристики силы взаимосвязи случайных величин X и Y

применяется *коэффициент корреляции* $r_{X,Y} = \frac{\text{Cov}[X,Y]}{\sigma_X \sigma_Y}$. Этот коэффициент

колеблется в пределах от -1 до 1 , причем предельные значения свидетельствуют о сильной прямой или обратной взаимосвязи.

12.3. НЕПРЕРЫВНЫЕ СЛУЧАЙНЫЕ ВЕЛИЧИНЫ

Непрерывная случайная величина не может быть охарактеризована таблицей распределения. Необходимо задать функцию распределения $F(x) = P(X < x)$ либо плотность — $f(x) = F'(x)$.

Случайная величина X называется *непрерывной*, если ее функция распределения непрерывна в любой точке и дифференцируема всюду, кроме, быть может, отдельных точек.

Наиболее часто на практике встречается нормальный закон распределения. Многие признаки подчиняются нормальному закону, например рост человека, среднегодовая температура воздуха и т.п. В фи-

нансовом моделировании часто делается логичное предположение о том, что цена на некоторый актив распределена нормально.

Непрерывная случайная величина X имеет *нормальный закон распределения* с параметрами a и σ^2 , если ее плотность вероятности имеет вид

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{(x-a)^2}{2\sigma^2}}.$$

Нетрудно доказать, что математическое ожидание нормально распределенной случайной величины равно числу a ($M[X] = a$), а показатель дисперсии — σ^2 ($D[X] = \sigma^2$). Таким образом, нормально распределенная случайная величина полностью описывается своим математическим ожиданием и дисперсией.

Обратимся к важной прикладной закономерности, присущей случайной величине, распределенной по нормальному закону. В классической теории вероятностей это правило именуется «правилом трех сигм».

Если случайная величина X имеет нормальный закон распределения с параметрами a и σ^2 , то практически достоверно (с вероятностью 99,73%), что ее значения заключены в интервале $(a - 3\sigma, a + 3\sigma)$.

Более подробно:

1) вероятность попадания в интервал $(a - \sigma, a + \sigma)$ составляет 68,27%;

2) вероятность попадания в интервал $(a - 2\sigma, a + 2\sigma)$ составляет 95,45%.

Напомним, что параметр a соответствует математическому ожиданию, а σ — среднее квадратическое отклонение. Отметим, что эта закономерность была использована Боллинджером при разработке компьютерного индикатора, носящего его имя.

12.4. ФИНАНСОВЫЕ ВЫЧИСЛЕНИЯ И ЭЛЕМЕНТЫ ТЕОРИИ ОБЛИГАЦИЙ

Обратимся к детерминированным финансовым расчетам. Рассмотрим типовую задачу: вкладчик оформляет банковский депозит на сумму P руб. сроком на t лет, банк за пользование деньгами вкладчика уплачивает годовой процент. Найдем итоговую сумму вклада S . Возможность банкротства банка, задержки выплат по вкладу не учитываются.

Необходимо заметить, что финансовые результаты вкладчика в значительной мере зависят от методики начисления процентов. В то же время, обсуждаемые далее формулы носят универсальный характер и могут применяться в других финансовых расчетах (потребитель-

ское, ипотечное кредитование, расчет справедливой цены финансовых инструментов с фиксированной доходностью и др.).

12.4.1. Простой процент

Начисление процентов по методике *простого процента* характеризуется тем, что процент начисляется лишь на основную сумму вклада. При прочих равных этот вид начисления процента наименее выгоден для вкладчика. Эту процентную ставку в финансовой математике принято обозначать символом r (% годовых). Рассчитаем финансовый результат для вкладчика при таком начислении процентов. Договоримся значение процента подставлять в долях от единицы. Расчеты оформим в виде таблицы.

Срок вклада, лет	Итоговая сумма, S
1	$S = P + P \times r = P \times (1 + r)$
2	$S = P \times (1 + r) + P \times r = P \times (1 + 2r)$
3	$S = P \times (1 + 2r) + P \times r = P \times (1 + 3r)$
...	...
t	$S = P \times (1 + tr)$

Формула наращения по простым процентам

$$S = P \times (1 + tr), \quad (12.2)$$

где $(1 + tr)$ — множитель наращения. Он показывает, во сколько раз итоговая сумма больше первоначальной.

Пример 12.30. Начальная сумма вклада — 30 000 руб. Банк за пользование деньгами вкладчика начисляет простой процент из расчета 12% годовых. Рассчитать итоговую сумму через: а) 3 года; б) 5 лет; в) 8 лет 3 мес.

Используем формулу (12.2):

$$а) S = 30\,000 \times (1 + 3 \times 0,12) = 40\,800 \text{ руб.};$$

$$б) S = 30\,000 \times (1 + 5 \times 0,12) = 48\,000 \text{ руб.};$$

$$в) S = 30\,000 \times (1 + 8,25 \times 0,12) = 59\,700 \text{ руб.}$$

Нетрудно вывести формулы, позволяющие рассчитать начальную сумму вклада P , срок вклада t или ставку простого процента r при прочих известных величинах.

Например, из формулы (12.2) легко вычислить величину начального вклада P :

$$P = S : (1 + tr) = S \times \frac{1}{1 + tr}. \quad (12.3)$$

Пример 12.31. Через 90 дней после подписания договора должник уплатит 1 000 000 руб. Кредит выдан под 20% годовых (простых). Какова первоначальная сумма и дисконт?

Применяя формулу (12.3), получим:

$$P = 1\,000\,000 \times \frac{1}{1 + 90 : 360 \times 0,2} = 952\,380,95 \text{ руб.}$$

Легко рассчитать дисконт $D = S - P = 1\,000\,000 - 952\,380,95 = 47\,619,05$ руб.

Величина P по праву называется современной ценностью будущей выплаты S , а множитель $\frac{1}{1+tr}$ — дисконтирующим множителем.

Аналогично выводятся оставшиеся формулы:

$$r = \frac{S : P - 1}{t},$$

$$t = \frac{S : P - 1}{r}.$$

12.4.2. Сложный процент

Сложный процент является более актуальным в сравнении с простым, так как лучше отражает временную стоимость денег.

Методика начисления *сложного процента* подразумевает присоединение ранее начисленных процентов к основной сумме вклада (капитализацию процентов) и как следствие начисление будущих процентов на большую сумму. Ставку сложного процента принято обозначать символом i (в финансовых расчетах подставляют в долях от единицы).

Выведем формулу для итоговой суммы вклада S :

Срок вклада, лет	Итоговая сумма, S
1	$S = P + P \times i = P \times (1 + i)$
2	$S = P \times (1 + i) + P \times (1 + i)i = P(1 + i)(1 + i) = P \times (1 + i)^2$
3	$S = P \times (1 + i)^3$
...	...
t	$S = P \times (1 + i)^t$

Итак, формула наращения по сложным процентам имеет вид:

$$S = P \times (1 + i)^t, \quad (12.4)$$

где $(1 + i)^t$ — множитель наращения.

Решим пример 12.30 в предположении начисления сложного процента:

а) $S = 30\,000 \times (1 + 0,12)^3 = 42\,147,84$ руб.;

б) $S = 30\,000 \times (1 + 0,12)^5 = 52\,870,25$ руб.;

в) $S = 30\,000 \times (1 + 0,12)^{8,25} = 76\,413,47$ руб.

В сравнении с простым процентом видны позитивные финансовые результаты, причем с ростом срока вклада разница в итоговых суммах растет. Отметим, что при использовании бухгалтерских калькуляторов при возведении в степень пользуемся умножением.

Нетрудно вывести соответствующие формулы для расчета остальных величин:

$$P = \frac{S}{(1+i)^t} = S \times \frac{1}{(1+i)^t},$$

где P — современная стоимость будущей выплаты;

$\frac{1}{(1+i)^t}$ — дисконтирующий множитель.

$$i = \sqrt[t]{S : P} - 1, \quad (12.5)$$

$$t = \log_{1+i} \frac{S}{P}.$$

Решим задачу на нахождение процентной ставки i .

Пример 12.32. Найти ставку сложного процента, которую должен назначить банк по депозиту на сумму 30 000 руб. для его удвоения в течение четырех лет.

Используем формулу (12.5): $i = \sqrt[4]{60\,000 : 30\,000} - 1 = \sqrt[4]{2} - 1 = 0,1892$.

Итак, необходимо назначить ставку в 18,92% годовых.

12.4.3. Сложный процент, начисляемый несколько раз в год

Этот метод начисления процентов вполне обоснован. Финансовое учреждение использует заемные деньги ежедневно и потенциально может получать доход от этих операций. Почему же проценты на депозит вкладчика начисляются лишь раз в год, пусть и с последующей капитализацией?

Ставка сложного процента, начисляемая несколько раз в год, в курсе финансовой математики обозначается символом j_m , где m — количество начислений в течение года.

Например, $j_{12} = 24\%$ означает, что сложный процент начисляется 12 раз в год (ежемесячно) из расчета 2% в месяц. Приведем формулу наращения итоговой суммы:

$$S = P \times \left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{mt}. \quad (12.6)$$

Пример 12.33. Рассчитаем итоговую сумму вклада, если начальная сумма 30 000 руб., срок вклада — пять лет, сложный процент — 12% годовых начисляется ежеквартально. Используем формулу (12.6):

$$S = 30\,000 \times \left(1 + \frac{0,12}{4}\right)^{4 \times 5} = 30\,000 \times 1,03^{20} = 54\,183,34 \text{ руб.}$$

Очевидно, более частое начисление процентов увеличивает итоговую сумму при прочих равных. Несложный вывод формул для начальной суммы вклада P , срока вклада t и процентной ставки j_m предполагается сделать заинтересованному читателю.

12.5. ЭЛЕМЕНТЫ ТЕОРИИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая за ее держателем право на гарантированный доход, размер и порядок выплаты которого определяется при выпуске, а также на получение ее номинальной стоимости по истечении срока займа.

Остановимся на рассмотрении случая государственной купонной облигации, когда эмитентом выступает государственный орган. Будем считать, что государственная облигация обращается без риска дефолта, т.е. купоны выплачиваются своевременно, и у инвестора нет сомнений в погашении облигации по номиналу. Одним из основных вопросов является вопрос о справедливой цене облигации и определение доходности этого финансового инструмента.

Введем следующие обозначения:

C — абсолютная величина годового купона;

n — срок до погашения облигации;

F — номинал облигации;

j_m — доходность к погашению, купон начисляется m раз в год;

P — справедливая цена облигации.

Сделаем упрощающее предположение — облигация покупается в начале купонного периода. Основным принципом определения справедливой цены облигации является приведение к настоящему моменту времени денежного потока, причитающегося владельцу ценной бумаги. Выплата каждого купона в будущем и погашение по номиналу вносит некоторый вклад в современную стоимость облигации. Дисконтирование будем проводить по процентной ставке j_m :

$$P = \frac{C:m}{\left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{\frac{1}{m}}} + \frac{C:m}{\left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{\frac{2}{m}}} + \dots + \frac{C:m}{\left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{nm}} + \frac{F}{\left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{nm}}. \quad (12.7)$$

Применяя формулу геометрической прогрессии, найдем справедливую цену:

$$P = \frac{C}{j_m} + \frac{F - C:j_m}{\left(1 + \frac{j_m}{m}\right)^{nm}}. \quad (12.8)$$

Необходимо отметить, что, как правило, купон выплачивается либо один раз в год ($m = 1$), либо по полугодиям ($m = 2$). Специфика отечественного рынка инструментов с фиксированной доходностью состоит в весьма небольших сроках обращения облигаций. Обычно облигации выпускаются на срок от одного до трех лет. Поэтому при расчетах можно использовать формулу (12.7).

Если рыночная цена в уравнениях (12.7) или (12.8) известна, то можно поставить задачу на нахождение доходности к погашению (j_m) — итоговой доходности инвестора. Этот вид доходности учитывает как купонные выплаты, так и доход инвестора при покупке облигации с дисконтом. Напротив, показатель текущей доходности (T) учитывает лишь купонную выплату и рассчитывается по формуле

$$T = \frac{C}{P} \times 100\%. \quad (12.9)$$

Решим ряд типовых примеров.

Пример 12.34. Государственная облигация погашается через два года по номиналу (1000 руб.). По облигации выплачивается купон из расчета 8% годовых один раз в год. Доходность по альтернативному вложению, на которую ориентируются инвесторы, составляет 10% годовых. Определить справедливую цену облигации.

Воспользуемся формулой (12.7)

$$P = \frac{80}{(1+0,1)} + \frac{80+1000}{(1+0,1)^2} = 72,73 + 892,56 = 965,29 \text{ руб.}$$

Как правило, при работе с облигациями указывают рыночную цену на 100 единиц номинала. В нашем примере это 96,53 — облигация торгуется с дисконтом, и это логично, так как доходность, закладываемая инвестором, 10% годовых, а купон обеспечивает лишь 8%.

Пример 12.35. Рассчитайте текущую доходность государственной облигации, которая торгуется из расчета 92% от номинала и ставка купона составляет 8% годовых.

В соответствии с формулой (12.9):

$$r = \frac{1}{92} \times 100\% = 8,7\%.$$

Текущая (купонная) доходность облигации составляет 8,7%.

В заключение сформулируем *правила рынка облигаций*, которые заинтересованный читатель сможет проверить посредством формулы (12.8):

1. Если доходность к погашению совпадает со ставкой по купону, то справедливая цена облигации совпадает с номиналом.

2. Если доходность к погашению выше ставки по купону, то справедливая цена облигации ниже номинала (облигация торгуется с дисконтом).

3. Если доходность к погашению ниже ставки по купону, то справедливая цена облигации выше номинала (облигация торгуется с премией).

4. Изменение справедливой цены облигации относительно номинала асимметрично при симметричном изменении доходности к погашению относительно ставки по купону.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Вкладчик размещает на счете 2000 руб. на три года. Банк начисляет простой процент. Процентная ставка за первый год равна 8%, второй — 9%, третий — 10%. Определите, какая сумма будет получена по счету через три года?
2. В расчете на 80 дней доходность финансовой операции инвестора составила 10%. Определите эффективный процент. База — 365 дней.
3. Вкладчик размещает в банке 1000 руб. под 10% годовых. Процент начисляется непрерывно. Какую сумму денег он получит на счете через пять лет?
4. Определите величину непрерывно начисляемого процента, эквивалентного 10%, если капитализация процентов осуществляется два раза в год.
5. Инвестор открывает в банке депозит на два года под 10% годовых и хотел бы в конце периода получить по депозиту 10 тыс. руб. Банк начисляет проценты ежеквартально. Какую сумму ему следует разместить сегодня на счете?
6. В начале года инвестор открывает в банке депозит на сумму 1 млн руб. и хотел бы получить по счету 1 092 025 руб. Банк начисляет 9% годовых, капитализация процентов осуществляется через каждые полгода. На какой период времени следует открыть депозит?

7. Предприятие выпустило облигации с погашением через восемь лет на сумму 5 млрд руб. Для погашения облигаций будет создан выкупной фонд. В выкупной фонд планируется ежегодно отчислять равные суммы средств, которые будут инвестироваться до момента погашения облигаций под 10% годовых. Определите размер ежегодных отчислений для формирования выкупного фонда.
8. Заемщик берет кредит на десять лет в размере 5 млн руб. под 15% годовых с условием погашения его равными суммами в конце каждого года. Проценты начисляются в конце каждого года на оставшуюся часть долга. Определите величину ежегодной выплаты по кредиту.
9. Заемщик берет кредит на два года в размере 1 млн руб. под 12% годовых с условием погашения его равными суммами ежеквартально. Проценты начисляются в конце каждого года на оставшуюся часть долга. Определите величину ежеквартального платежа по кредиту.
10. Номинал облигации — 1000 руб., купон — 10%, выплачивается один раз в год. До погашения облигации — три года. Определите цену облигации, если ее доходность до погашения должна составить 12%.
11. Номинал облигации — 1000 руб., купон — 10%, выплачивается два раза в год. До погашения облигации — шесть лет. Определите цену облигации, если ее доходность до погашения должна составить 8,4% годовых.
12. Номинал бескупонной облигации равен 1000 руб., бумага погашается через четыре года и 120 дней. Облигация стоит 640 руб. Определите доходность до погашения облигации. База — 365 дней.
13. Инвестор покупает облигацию по номиналу, номинал равен 1000 руб., купон — 10%, выплачивается один раз в год. До погашения облигации — пять лет. Инвестор полагает, что за этот период он сможет реинвестировать купоны под 12% годовых. Определите общую сумму средств, которые вкладчик получит по данной бумаге, если продержит ее до погашения.
14. Инвестор купил купонную облигацию с доходностью до погашения 8%. Номинал облигации — 1000 руб., купон — 8,5%, выплачивается один раз в год. На следующий день доходность до погашения облигации выросла до 8,2%. Определите, сколько времени должен продержат инвестор облигацию, чтобы реализованная доходность оказалась равной 8%, если процентная ставка на рынке останется на уровне 8,2%. До погашения облигации — пять лет.
15. По акции компании А был выплачен дивиденд 10 руб. на акцию. Инвестор полагает, что в течение последующих лет темп прироста дивиденда составит 6% в год. Доходность, равная риску покупки акции, составляет 25%. Определите цену акции.
16. В настоящее время компания А не выплачивает дивиденды. Вкладчик прогнозирует, что она начнет выплачивать дивиденды через пять лет. Первый дивиденд будет выплачен на акцию в размере 4 руб., в последу-

ющем он будет возрастать с темпом прироста 8% в год. Ставка дисконтирования, соответствующая риску инвестирования в акцию, равна 35%. Определите курсовую стоимость акции.

17. Фондовый индекс состоит из акций трех компаний: A , B и C . Индекс рассчитывается как простое среднее арифметическое. Цены акций равны: A — 20 руб., B — 35 руб., C — 50 руб. На следующий день происходит дробление акции C в пропорции 1 : 2. Определите новое значение делителя индекса.
18. В начале года на банковский счет была помещена сумма в 2500 руб., затем в течение девяти лет в конце каждого месяца на счет помещались одинаковые взносы в размере 300 руб. Банк помещает вклады под 14% годовых (номинальная ставка при ежемесячном начислении процентов). Какая сумма в рублях накопится на счете в конце срока?
19. Доходности акций A и B могут принимать только два значения, как показано в таблице:

Сценарий	Доходность A , %	Доходность B , %
1-й	5	10
2-й	8	8

Определить коэффициент корреляции доходностей акций.

20. Как называется процесс, направленный на снижение риска по основному инструменту путем открытия противоположной позиции по тому же инструменту?
21. Как называется риск, который не устраняется снижением риска по портфелю путем распределения средств портфеля по широкой группе ценных бумаг (диверсификации)?
22. Какой риск невозможно устранить путем диверсификации портфеля инвестиций?
23. От чего страхуются покупатель и продавец, заключая форвардный контракт?
24. Для чего используется короткий хедж на рынке фьючерсных контрактов?
25. Пусть X — случайная величина, M — математическое ожидание, $M(X) = 0,5$. Найдите $M(X + 2)$.
26. Пусть X и Y — случайные величины, M — математическое ожидание, $M(X) = 0,5$; $M(Y) = 1,25$. Найдите $M(X - 2Y)$.
27. Пусть X — случайная величина, M — математическое ожидание, D — дисперсия случайной величины, $M(X) = 2$, $D(X) = 1$. Найдите $M(X^2 - 1)$.
28. Пусть X и Y — случайные величины, D — дисперсия случайной величины, $D(X) = 0,5$, $D(Y) = 1,5$. Найдите $D(X + Y)$.
29. Симметричная монета независимо бросается два раза. Какова вероятность, что оба раза выпадет «орел»?

30. Эксперимент состоит в том, что мы бросаем игральную кость. Определите вероятность того, что выпало больше двух очков при условии, что число выпавших очков четное. Независимо бросаются три симметричные монеты. Какова вероятность того, что среди них найдутся монеты, упавшие «орлом», и монеты, упавшие «решкой»?
31. Ценные бумаги A , B , V имеют следующие коэффициенты корреляции: коэффициент корреляции A и $B = -0,2$; коэффициент корреляции A и $V = -0,8$; коэффициент корреляции B и $V = 0,1$. В случае падения цены A , что произойдет с ценами B и V ?
32. Доходность акции A распределена нормально. Среднее значение доходности равно 30% годовых, стандартное отклонение доходности в расчете на год равно 15%. Определите, с какой вероятностью через год доходность акции составит 40%.
33. Если $P(A)$ — вероятность случайного события A , а $P(B)$ — вероятность случайного события B , то какое условие будет достаточным для того, чтобы соблюдалось следующее равенство: $P(A + B) = P(A) + P(B)$.
34. Имеется десять разных акций. Инвестор хотел бы построить портфель из трех акций, включив каждую из них по одной штуке. Сколько вариантов портфелей может сформировать инвестор? Через год цена акции может иметь следующее распределение: цена акции — 30 руб.; 40 руб.; 50 руб. Вероятность — 30%; 60%; 10%. Определите математическое ожидание цены акции через год.
35. По окончании третьего года на счете инвестора находится сумма 21 074 руб. Начисление происходило по схеме сложного процента по ставке 12% в конце каждого года. Рассчитайте первоначальную сумму вклада.
36. По окончании второго года на счете клиента банка находится сумма 13 685,7 руб. Начисление процентов в банке происходило по схеме сложного процента в конце каждого квартала по ставке 16% годовых. Рассчитайте первоначальную сумму вклада.
37. Вкладчик положил в банк 20 000 руб. Банк выплачивает 12% годовых. Проценты сложные. Какая сумма будет на счете у вкладчика через три года?
38. Банк выплачивает 12% годовых. Проценты сложные. Какую минимальную сумму требуется разместить вкладчику в банке, чтобы через два года у него было не менее 10 000 руб.?
39. Банк выплатил за первый год проценты по ставке Сбербанка, а за второй год — на 10% ниже, чем в Сбербанке. Проценты сложные. Какую минимальную сумму требуется разместить вкладчику в банке, чтобы через два года его вклад был не менее 12 000 руб., если ставка Сбербанка все два года была равна 12% годовых?
40. Банк выплачивает сложные проценты. Вкладчик разместил в банке 15 000 руб. Сколько лет потребуется вкладчику для того, чтобы его вклад достиг 21 600 руб., если банк выплачивает 20% годовых?

41. Банк А выплачивает сложные проценты раз в полгода. Банк Б выплачивает 12% годовых по простой процентной ставке. Вкладчик разместил по 10 000 руб. в банках А и Б сроком на два года. Какую полугодовую процентную ставку должен начислять банк А, чтобы у вкладчика по итогам двух лет суммы в банках были одинаковы?
42. По вкладу в банке ежеквартально начисляется 3% от суммы вклада. Найдите годовую ставку процента с учетом ежеквартального реинвестирования дохода.
43. Банк выплатил за первый год проценты по ставке Сбербанка, а за второй год — на 20% выше, чем в Сбербанке. Проценты сложные. Какую минимальную сумму требуется разместить вкладчику в банке, чтобы через два года его вклад был не менее 21 000 руб., если ставка Сбербанка все два года была равна 12% годовых?
44. Облигация номинальной стоимостью 1 тыс. руб. приобретена в январе 2005 г. с дисконтом 10%. Ставка выплачиваемого ежегодно купонного дохода по облигации равна 20%. Рассчитайте ориентировочную курсовую стоимость облигации в январе 2008 г., если в момент приобретения облигации до ее погашения оставалось пять лет.
45. Облигация номинальной стоимостью 1 тыс. руб. приобретена в январе 2005 г. с дисконтом 10%. Ставка выплачиваемого ежегодно купонного дохода по облигации равна 20%. Рассчитайте ориентировочную курсовую стоимость облигации в январе 2008 г., если в момент приобретения облигации до ее погашения оставалось пять лет. Доходность по альтернативному вложению в январе 2008 г. принять равной 10% годовых.
46. Рассчитайте рыночную стоимость облигации номиналом 10 тыс. руб. со ставкой выплачиваемого ежегодно купонного дохода 12% и сроком погашения три года, если ставка процента по вкладу в банке составляет 13% годовых.
47. Бескупонная облигация А со сроком обращения пять лет и бескупонная облигация Б со сроком обращения десять лет имеют равную номинальную стоимость. Когда до погашения облигации А осталось два года, а до погашения облигации Б осталось три года, рыночная стоимость облигации А в 2 раза превысила рыночную стоимость облигации Б. Рассчитайте величину альтернативной годовой доходности.
48. Доходность актива за восемь лет представлена в таблице:

Год	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	6-й	7-й	8-й
Доходность, %	10	14	18	16	-10	-5	6	15

Определите риск актива, представленный показателями выборочной дисперсии и стандартного отклонения доходности.

Аваль — вексельное поручение, в силу которого лицо, **совершившее** его, принимает ответственность за выполнение обязательств каким-либо из обязанных по векселю лиц. Аваль оформляется либо гарантийной надписью авалиста на векселе или дополнительном листе (см. *Аллонж*), либо выдачей отдельного документа. Авалист, оплативший вексель, имеет право требовать возмещения платежа с того лица, за которое он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним. Аваль увеличивает надежность векселя и тем самым способствует вексельному обращению.

Акцепт — согласие плательщика оплатить вексель. Акцептант — лицо, проставившее акцент на переводном векселе и, таким **образом**, принявшее на себя обязательство платить по векселю.

Акционерное общество — коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.

Акционерный инвестиционный фонд — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные Законом об инвестиционных фондах, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.

Аллонж — дополнительный лист бумаги, прикрепленный к векселю, на котором совершаются передаточные надписи, если они не умещаются на оборотной стороне векселя.

Американская депозитарная расписка — выпущенный американским депозитарным банком сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество депозитарных акций, которые в свою очередь

предоставляют право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента.

Американский опцион — опцион, который может быть исполнен в любой момент до *даты экспирации* включительно.

Андеррайтер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности, принявший на себя обязанность разместить ценные бумаги от имени эмитента или от своего имени, но за счет и по поручению эмитента с обязательством выкупить неразмещенную часть выпуска за свой счет.

Аффилированные лица — физические и юридические лица, способные оказывать влияние на деятельность юридических и (или) физических лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность. **Аффилированными** лицами юридического лица являются:

- лица, которые имеют право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, приходящихся на акции (вклады, доли), составляющие уставный (складочный) капитал этого юридического лица;
- лица, принадлежащие к той группе лиц, к которой принадлежит это юридическое лицо;
- член его совета директоров (наблюдательного совета) или иного коллегиального органа управления, член его коллегиального исполнительного органа, а также лицо, осуществляющее полномочия его единоличного исполнительного органа;
- юридическое лицо, в котором это юридическое лицо имеет право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, приходящихся на акции (вклады, доли), составляющие уставный (складочный) капитал данного юридического лица.

Если юридическое лицо является участником финансово-промышленной группы, к его аффилированным лицам также относятся члены советов директоров (наблюдательных советов) или иных коллегиальных органов управления, исполнительных органов участников финансово-промышленной группы, а также лица, осуществляющие полномочия единоличных исполнительных органов.

Аффилированными лицами физического лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность, являются лица, принадлежащие к той группе лиц, к которой принадлежит данное физическое лицо, а также юридическое лицо, в котором данное физическое лицо имеет право распоряжаться более чем 20% общего количества голосов, приходящихся на акции (вклады, доли), составляющие уставный (складочный) капитал данного юридического лица.

Базисный актив — актив, являющийся предметом *фьючерсного или форвардного контракта*.

Бездокументарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании

записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг на основании записи по счету депо.

Беспоставочный фьючерс — контракт, предполагающий только денежные взаиморасчеты между участниками, поставка базисного актива отсутствует.

Биржевая котировка — это официальная цена биржевой сделки с *фьючерсным контрактом*.

Брокерская деятельность — деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, именуется брокером.

Бэквордэйшен (backwardation) — это состояние рынка, когда текущие *фьючерсные цены* ниже текущих биржевых спот-цен на базисный актив.

Вексель — долговая ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное обязательство (приказ) об уплате названной в векселе суммы в установленный в нем срок в пользу указанного в векселе лица.

Вексель переводной (тратта) — письменный приказ векселедателя (трассанта), адресованный плательщику (трассату), об уплате указанной в векселе суммы денег держателю векселя (ремитенту) в определенный векселем срок.

Вексель простой (СОЛО) — ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег держателю векселя.

Вексельная метка — включенное в текст наименование «вексель», написанное на том языке, на котором составлен документ. Вексельная метка является одним из обязательных реквизитов векселя.

Внутренняя стоимость опциона кол — рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой базисного актива опциона и *страйком*.

Внутренняя стоимость опциона пут — рассчитывается как разница между *страйком* и текущей рыночной ценой биржевого актива опциона.

Временная стоимость — рассчитывается как разница между *премией опциона* и его *внутренней стоимостью*. В случае если эта разница отрицательна, временную стоимость принимают равной премии опциона.

Выписка из системы ведения реестра — 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.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг — совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам

и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством РФ. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги этого выпуска, а если выпуск эмиссионных ценных бумаг не подлежит государственной регистрации, — идентификационный номер.

Гамма — коэффициент, отражающий ускорение изменения *цены опциона* по мере изменения цены базисного актива; показывает, насколько изменится *дельта* при изменении цены базисного актива на один пункт.

Государственный регистрационный номер — цифровой (буквенный, знаковый) код, который идентифицирует конкретный выпуск эмиссионных ценных бумаг, подлежащий государственной регистрации.

Делистинг ценных бумаг — исключение фондовой биржей ценных бумаг из котировального списка.

Дельта — это отношение изменения *премии опциона* к изменению цены базового актива; показывает, насколько изменится премия опциона, если цена базового актива изменится на один пункт.

Депозитарная деятельность — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Депозитарный договор — договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности. Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме.

Депонент — лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги.

Держатель опциона — см. *покупатель опциона*.

Держатель реестра — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Деривативы (лат. *derivatus* — отведенный) — особый вид финансового инструмента, стоимость которого является производной от стоимости и характеристик другой ценной бумаги (базового актива).

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Деятельность по управлению ценными бумагами — осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления 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; денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Дилерская деятельность — 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.

Длинная позиция — участие во фьючерсной торговле с позиций *покупателя фьючерсов*.

Длинный кол — см. *покупка кола*.

Длинный пут — см. *покупка пута*.

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.

Договор депо — договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности.

Документарная форма эмиссионных ценных бумаг — форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или в случае депонирования такого на основании записи по счету депо.

Европейский опцион — опцион, который может быть исполнен только в конкретный день *даты экспирации*.

Залогодержатель — кредитор по обеспеченному залогом обязательству, на имя которого оформлен залог ценных бумаг.

Идентификационный номер — цифровой (буквенный, знаковый) код, который идентифицирует конкретный **выпуск** (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг, не подлежащий государственной регистрации.

Именные эмиссионные ценные бумаги — ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца.

Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая 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 паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

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 паевой инвестиционный фонд, в любой рабочий день.

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 паевой инвестиционный фонд, не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным 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 паевой инвестиционный фонд, в случаях, предусмотренных Законом об инвестиционных фондах, право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот паевой инвестиционный фонд, право на получение такого дохода.

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права.

Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой.

Индоссамент — (нем. *Indossament*, итал. *Indossamento*, от лат. *in* — **на** и *dorsum* — спина) — передаточная надпись на ценной бумаге, векселе, чеке, коносаменте и т.п., удостоверяющая переход прав по этому документу к другому лицу. Проставляется обычно на оборотной стороне документа или на добавочном листе. Лицо, совершающее индоссамент, называется *индоссан-*

том. Индоссамент может содержать указание лица, в пользу которого переводится документ (полный или именной индоссамент), быть на предъявителя или состоять из одной лишь подписки индоссанта (бланковый индоссамент). Лицо, владеющее документом по бланковому индоссаменту, имеет право заполнить бланк от своего имени или имени другого лица, индоссировать документ посредством полного или бланкового индоссамента, передать новому держателю простым вручением. Кроме передаточной функции индоссамент на векселе чека выполняет также гарантийную функцию: каждый индоссант по векселю отвечает за акцепт и за платеж, индоссант по чеку — за платеж. Индоссант несет солидарную ответственность вместе с векселедателем (чекодателем), авалистом и плательщиком (хотя и может снять с себя эту ответственность посредством индоссамента с оговоркой «без **оборота**»). Индоссамент на векселе должен быть простым и ничем не обусловленным, частичный индоссамент недействителен. На векселе разрешается проставлять так называемый **препоручительный** индоссамент с оговоркой «валюта на инкассо» или «как доверенному». Собственником документа при этом остается индоссант, а держатель выступает в роли его поверенного и может совершать любые действия, необходимые для получения платежа. На векселе допускается также проставление индоссамента с оговоркой «валюта в залог», т.е. вексель передается держателю не в собственность, а в залог.

Клиринговая деятельность — деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Клиринговая организация — организация, созданная в соответствии с законодательством РФ и осуществляющая клиринговую деятельность на рынке ценных бумаг на основании лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.

Клиринговый центр — клиринговая организация, действующая на основании договора с организатором торговли, осуществляющая централизованный клиринг обязательств, вытекающих из сделок, совершенных участниками клиринга на торгах, проводимых организаторами торговли.

Контанго — состояние рынка, когда текущие **фьючерсные** цены выше текущих биржевых спот-цен на базисный актив.

Короткая позиция — участие во фьючерсной торговле с позиций *продавца фьючерсов*.

Короткий кол — см. *продажа кола*.

Короткий пут — см. *продажа пута*.

Котировка спрэд — это текущая разница в ценах биржевых сделок одного и того же вида *фьючерсного контракта* с разными сроками исполнения (датами поставки и (или) расчета).

Листинг ценных бумаг — включение фондовой биржей ценных бумаг в котировальный список.

Маржа первоначальная (*initial margin*) — залог при открытии маржевого счета, сумма, которую участник торгов на фьючерсном рынке должен внести на свой маржевой счет в то время, когда он отдает поручение купить или **продать** фьючерсный контракт. Обычно сумма маржи составляет от 5 до 18% от номинальной стоимости контракта. Размер первоначальной маржи определяет сама биржа.

Маржа поддерживаемая (гарантийная маржа) (*maintenance margin*) — устанавливаемая биржей минимальная сумма маржи, которая должна постоянно находиться на маржевом счете клиента; является частью (обычно $\frac{2}{3}$) первоначальной маржи. Если сумма на маржевом счете клиента уменьшится до или ниже уровня поддерживаемой маржи, ему предъявляется требование о внесении дополнительного обеспечения для восстановления маржевого счета до уровня **первоначальной маржи**.

Маркет-мейкер — участник торговли, который в соответствии с правилами организатора торговли принимает на себя дополнительные обязательства, позволяющие в интересах участников торговли и клиентов повысить ликвидность и стабильность рынка ценных бумаг, допущенных к торговле.

Модель цены биржевого опциона — это математическая формула или группа взаимосвязанных формул расчета его теоретической премии.

Надписатель опциона — см. *продавец опциона*.

Номинальный держатель — лицо, зарегистрированное в системе ведения реестра, в том числе являющееся депонентом депозитария и не являющееся владельцем в отношении этих ценных бумаг. Номинальным держателем ценных бумаг является лицо, которое держит ценные бумаги от своего имени по поручению другого лица, не являясь собственником этих ценных бумаг.

Согласно абз. 2 п. 2 ст. 8 Закона о рынке ценных бумаг, в качестве номинальных держателей ценных бумаг могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг. Депозитарий может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с депозитарным договором. Брокер может быть зарегистрирован в качестве номинального держателя ценных бумаг в соответствии с договором, на основании которого он обслуживает клиента.

Облигация — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и (или) дисконт.

Обращение ценных бумаг — заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Операции депозитарные — совокупность действий, осуществляемых депозитарием с учетными регистрами, а также с хранящимися в депозитарии сертификатами ценных бумаг и другими материалами депозитарного учета.

Операции депозитарные глобальные — депозитарные операции, изменяющие состояние всех или значительной части учетных регистров депозитария, связанных с данным выпуском ценных бумаг. Как правило, проведение глобальных операций происходит по инициативе эмитента и связано с осуществлением им корпоративных действий.

Операции депозитарные инвентарные — депозитарные операции, изменяющие остатки ценных бумаг на лицевых счетах в депозитарии.

Операции депозитарные информационные — депозитарные операции, связанные с составлением отчетов и справок о состоянии счетов депо, лицевых счетов и иных учетных регистров депозитария или о выполнении депозитарных операций.

Операции депозитарные комплексные — операции, включающие в себя в качестве составляющих элементов операции различных типов: инвентарные, административные, информационные.

Опцион кол — стандартизированный биржевой договор, дающий своему *держателю* право выбора: совершать покупку базисного актива или отказываться от нее в случае невыгодности таковой.

Опцион пут — стандартизированный биржевой договор, дающий своему *держателю* право выбора: совершать продажу базисного актива или отказываться от нее в случае невыгодности таковой.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца 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 является именной ценной бумагой. Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными **федеральными** законами 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.

Опционный контракт — см. *свободнообращающийся биржевой опцион*.

Офсетная сделка — сделка с тем же количеством *фьючерсных контрактов* на тот же вид базисного актива, с тем же сроком исполнения, но противоположная по характеру ранее заключенной.

Паевой инвестиционный фонд — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Первоначальная маржа — гарантийный взнос участника фьючерсной торговли в расчетную палату при открытии позиции.

Переменная маржа — денежная сумма, рассчитываемая расчетной палатой при переходе открытой фьючерсной позиции на следующий торговый день.

Поддерживающая маржа — см. *переменная маржа*.

Покупатель опционного контракта — держатель опциона — **сторона**, имеющая право выбора — совершать сделку по покупке (продаже) базисного актива или отказываться от нее, если совершение этой сделки невыгодно.

Покупатель фьючерсного контракта — сторона, принявшая на себя обязательство купить у биржи первичный актив, в момент наступления срока исполнения контракта либо осуществить соответствующие денежные взаиморасчеты, если физическая покупка невозможна.

Покупка опциона кол — сделка, по которой **покупатель** (держатель) *опциона кол* получает право выбора — совершать покупку базисного актива по цене страйк или отказываться от нее, если она ему невыгодна.

Покупка опциона пут — сделка, по которой **покупатель** (держатель) *опциона пут* получает право выбора — совершать продажу базисного актива по цене страйк или отказываться от нее, если она ему невыгодна.

Покупка фьючерсного контракта — принятие стороной на себя обязательств по покупке у биржи первичного актива в момент, когда наступит срок исполнения контракта.

Поставочный фьючерс — фьючерс, по которому предусматривается физическая поставка базисного актива.

Премия — рыночная цена *биржевого опциона*; это денежная сумма, которую **покупатель опциона** платит его *продавцу*.

Продавец опциона кол — участник опционного контракта, в обмен на *премию* принимающий на себя обязательство продать **покупателю кола** базовый актив *по цене исполнения*.

Продавец опциона пут — участник опционного контракта, в обмен на *премию* принимающий на себя обязательство принять от **покупателя пута** базовый актив *по цене исполнения*.

Продавец опционного контракта — **надписатель** опциона — сторона, всегда исполняющая сделку, если этого требует **покупатель опциона**.

Продавец фьючерсного контракта — сторона, принявшая на себя обязательство поставить бирже первичный актив в момент наступления срока исполнения контракта либо осуществить соответствующие денежные взаиморасчеты, если физическая поставка невозможна.

Продажа кола — сделка, по которой **надписатель** (продавец) *опциона* получает премию за обязанность продать базисный актив по цене страйк, в том случае, если этого потребует покупатель кола.

Продажа пута — сделка, по которой **надписатель** (продавец) *опциона* получает *премию* за обязанность купить базисный актив по цене *страйк*, в том случае, если этого потребует **покупатель пута**.

Производные финансовые инструменты (деривативы) — бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены, лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг — юридические лица, которые осуществляют виды деятельности, указанные в главе 2 Закона о рынке ценных бумаг.

Публичное обращение ценных бумаг — обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.

Публичное размещение ценных бумаг — размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Размещение эмиссионных ценных бумаг — отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Реестр владельцев ценных бумаг — часть системы ведения реестра, представляющая собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

Решение о выпуске ценных бумаг — документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

Российская депозитарная расписка — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного

эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, эта ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей.

Сберегательный (депозитный) сертификат является ценной бумагой, удостоверяющей 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.

Сертификаты могут выпускаться как в разовом порядке, так и сериями.

Сертификаты могут быть именными или на предъявителя. Сертификат не может служить расчетным или платежным средством за проданные товары или оказанные услуги.

Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов, выплате сумм по ним осуществляются в безналичном порядке, а сберегательных сертификатов — как в безналичном порядке, так и наличными средствами. Сертификаты выпускаются в валюте Российской Федерации. Выпуск сертификатов в иностранной валюте не допускается. Владельцами сертификатов могут быть резиденты и нерезиденты в соответствии с действующим законодательством РФ и нормативными актами Банка России.

Свободнообращающийся биржевой опцион — это стандартизированный биржевой договор, дающий своему покупателю право выбора — заключать сделку с базовым активом или отказаться от нее.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг имеет право требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг — 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 на-

правлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

Спекуляция — это способ увеличения капитала, минуя собственно процесс производства прибавочной стоимости или минуя фазу его производительного применения; рыночная деятельность, цель которой — получение прибыли в виде разницы в ценах во времени, в пространстве и на разные виды активов.

Способ учета прав на ценные бумаги закрытый — на счете депо клиента депозитария учитываются конкретные ценные бумаги, удостоверенные конкретным сертификатом.

Способ учета прав на ценные бумаги маркированный — на счете депо клиента депозитария кроме количества ценных бумаг учитывается признак группы, к которой отнесены эти ценные бумаги или их сертификаты. Группы, на которые разбиваются ценные бумаги определенного выпуска, могут определяться условиями выпуска или особенностями хранения (учета) конкретных групп ценных бумаг и удостоверяющих их сертификатов.

Способ учета прав на ценные бумаги открытый — на счете депо клиента депозитария учитывается только определенное количество ценных бумаг без указания их индивидуальных признаков (таких как номер, серия, ряд) и без указания индивидуальных признаков удостоверяющих их сертификатов.

Спот-цена — текущая рыночная цена на рынке базисного актива.

Страйк — цена, зафиксированная в *опционном контракте*, по которой опцион будет исполняться.

Тик — минимальное изменение цены фьючерсного контракта.

Трассант — векселедатель переводного векселя.

Трассат — плательщик по переводному векселю. Трассат **становится** ответственным лицом только после акцепта векселя, в силу которого он принимает на себя обязательство оплатить его в установленный срок.

Тратта — переводной вексель.

Участник клиринга — профессиональный участник рынка ценных бумаг, заключивший договор с клиринговой организацией на осуществление клирингового обслуживания по сделкам с ценными бумагами.

Финансовый консультант на рынке ценных бумаг — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг.

Фондовая биржа — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по организации торговли и непосредственно способствующий заключению сделок с ценными бумагами.

Форвардный контракт — внебиржевой договор, заключаемый двумя контрагентами и обязывающий своего владельца осуществить (или принять) поставку базисного актива в определенный момент времени в будущем, на условиях и по цене, зафиксированных в контракте.

Фьючерсный контракт — стандартный биржевой договор купли-продажи определенного биржевого актива в определенный момент времени в будущем по цене, которая определяется сторонами сделки в момент заключения контракта.

Хедж покупателя — действия покупателя фьючерсного контракта, направленные на защиту от повышения цен на базисный актив. Осуществляется путем покупки фьючерсного контракта.

Хедж продавца — действия продавца фьючерсного контракта, направленные на защиту от понижения цен на базисный актив. Осуществляется путем продажи фьючерсного контракта.

Хеджирование — разновидность биржевой фьючерсной стратегии, направленной на защиту от неблагоприятного изменения цен на базисный актив. Характеризуется одновременным открытием позиции и по базисному активу, и по фьючерсному контракту.

Цена биржевого опциона — см. *премия*.

Цена исполнения опциона — см. *страйк*.

Цена поставки — цена, согласовываемая при заключении *форвардного контракта*, по которой будет исполнена сделка. Остается неизменной в течение всего времени действия **контракта**.

Экспирация дата — конкретный день, до или в который ~~покупатель~~ опциона может потребовать его исполнения.

Эмиссионная ценная бумага — любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом о рынке ценных бумаг формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя — ценные бумаги, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требуют идентификации владельца.

Эмиссия ценных бумаг — установленная законодательством последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Эмитент — юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими.

ATM (*at the money*) опцион — опцион, у которого *внутренняя стоимость* равна нулю, т.е. страйк совпадает с рыночной ценой базисного актива.

ITM (*in the money*) опцион — опцион, обладающий *внутренней стоимостью*.

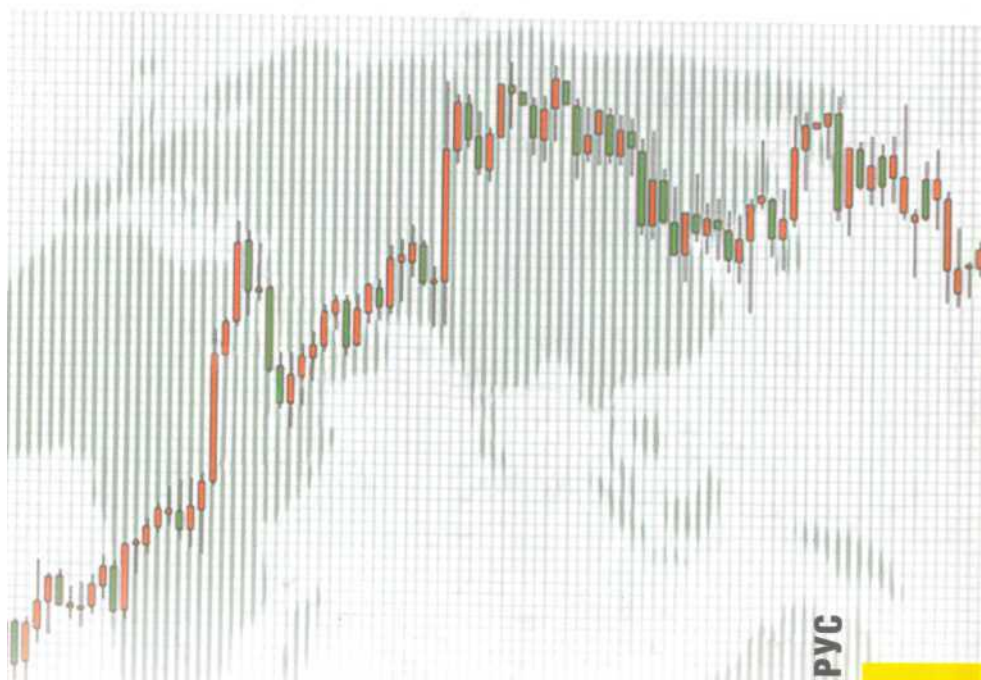
OTM (*out of the money*) опцион — опцион, не имеющий *внутренней стоимости*.

ЛИТЕРАТУРА

1. Акционерное дело : учебник / под ред. **В.А. Галанова**. **М.** : Финансы и статистика, 2003.
2. Базовый курс по рынку ценных бумаг. М. : Деловой экспресс, 1998.
3. **Бердникова Т.Б.** Рынок ценных бумаг и биржевое дело : **учеб.** пособие. **М.** : ИНФРА-М, 2000.
4. **Буренин А.Н.** Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. **М.** : НТО им. С.И. Вавилова, 2002.
5. **Буренин А.Н.** Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. **М.** : НТО им. С.И. Вавилова, 2005.
6. **Галанов В.А., Басова А.И.** Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. **В.А. Галанова**. М. : Финансы и статистика, 2004.
7. **Галанов В.А., Гришина О.А., Шибачев С.Р.** Управление государственной собственностью на акции : учебник / под ред. **В.А. Галанова**. М. : Финансы и статистика, 2004.
8. **Гитман Л.Дж., Джонс М.Д.** Основы инвестирования : пер. с англ. **М.** : Дело, 1999.
9. **Гусева И.А.** Практикум по рынку ценных бумаг. М. : **Юрист**, 2000.
10. **Деривативы** : курс для начинающих / пер. с англ. Б. Зуева. М. : **Альпина** Паблишер, 2002.
11. **Колесников В.И.** Ценные бумаги : учебник. 2-е изд., доп. и перераб. М. : Финансы и статистика, 2000.
12. **Майоров С., Оксенойт Г.** Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация. **М.** : Статистика России, 2006.
13. **Макконнелл К.Р., Брю С.Л.** Экономикс: принципы, проблемы и политика / пер. с англ. : в 2 т. **М.** : ИНФРА-М, 2007.
14. Методическое пособие для подготовки к базовому квалификационному экзамену ФКЦБ России. М. : НАУФОР, 2001.
15. **Миркин Я.М.** Рынок ценных бумаг : **учеб.** пособие. **М.** : Финансовая академия, 2002.
16. **Миркин Я.М.** Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М. : Юстицинформ, 2003.
17. **Миркин Я.М.** Ценные бумаги и фондовый рынок : профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. М. : Перспектива, 1995.
18. **Мишарев А.А.** Рынок ценных бумаг. СПб. : Питер, 2007.
19. **Рубцов Б.Б.** Мировые рынки ценных бумаг. М. : Экзамен, 2002.
20. **Рубцов Б.Б.** Современные фондовые рынки. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
21. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б. Рубцов, И.В. Добашина, З.А. Воробьева. М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
22. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Финансы и статистика, 2006.
23. **Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д.** Экономика / пер. с англ. М. : Бином : КНОРУС, 1999.
24. **Фабоцци Ф.Дж.** Управление инвестициями / пер. с англ. **М.** : ИНФРА-М, 2000.
25. **Фельдман А.Б.** Производные финансовые и товарные инструменты. М. : Финансы и статистика, 2003.
26. Финансовое консультирование на фондовом рынке: для специалистов по корпоративным финансам и специалистов рынка ценных бумаг: В 2 т. Т. 1 / под общ. ред. О.Г. Меликяна. **М.** : Флинта : Наука, 2005.
27. **Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.** Инвестиции / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 1997.

БАЗОВЫЙ КУРС ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ



КНОРУС

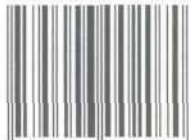
БАЗОВЫЙ КУРС ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рассматриваются основные экономические, гражданско-правовые, математические и бухгалтерские вопросы, затрагивающие рынок ценных бумаг, его функционирование, особенности регулирования и налогообложения.

Даны контрольные вопросы для самостоятельной проверки полученных знаний и глоссарий по изучаемым темам.

Для студентов экономических специальностей, а также может использоваться при подготовке к сдаче экзамена на квалификационный аттестат, дающий право работать на рынке ценных бумаг.

ISBN 978-5-406-00207-0



9 785406 002070