

Министерство образования и науки Российской Федерации
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПЕТРА ВЕЛИКОГО

А. Ф. Тихомиров

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Финансовые инструменты и институты

Учебное пособие

Санкт-Петербург

2015

Содержание:

Введение	5
Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	7
1.1. Источники финансирования компаний. Модели финансовых систем.	7
1.2. Финансовый рынок и его участники.	10
1.3. Основные понятия, существенные для участников финансового рынка.	14
1.4. Эффективный рынок. Проблемы реального рынка	20
1.5. Финансовые институты и их основные функции	24
1.6. Финансовые посредники и агентская проблема	27
1.7. Типы финансовых посредников	29
1.8. Структура финансового рынка	31
1.9. Регулирование финансового рынка.	34
1.10. Рынок ценных бумаг и его функции.	36
1.11. Участники рынка ценных бумаг	38
1.12. Ценные бумаги и их классификация	41
1.13. Характеристики ценных бумаг	43
Глава 2. ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ	55
2.1. Вексель	55
2.2. Облигации	62
2.3. Преимущества и недостатки облигаций	83
2.4. Рынок облигаций в России	86
2.5. Коммерческие ценные бумаги (биржевые облигации)	90
2.6. Ипотечные ценные бумаги	92
2.7. Секьюритизация активов с использованием облигаций	97

Глава 3. ДОЛЕВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ	100
3.1. Акция – основные понятия и характеристики	100
3.2. Виды акций	108
3.3. Цена акции	111
3.4. Опцион эмитента на акцию (фондовый варрант)	121
3.5. Депозитарные расписки на акции	126
3.6. Подписное право на акцию	134
3.7. Инвестиционный пай	137
Глава 4. ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ОБСЛУЖИВАЮЩИЕ КОММЕРЧЕСКИЙ ОБОРОТ	140
4.1. Чек	141
4.2. Банковский сертификат	142
4.3. Складское свидетельство	143
4.4. Коносамент	145
Глава 5. ИНФРАСТРУКТУРА РЦБ. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	147
5.1. Инфраструктура рынка ценных бумаг	147
5.2. Понятие и виды профессиональной деятельности на РЦБ	151
5.3. Брокерская деятельность	157
5.4. Дилерская деятельность	168
5.5. Деятельность по управлению ценными бумагами	170
5.6. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)	175
5.7. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг	178
5.8. Депозитарная деятельность	183
Глава 6. ОРГАНИЗАЦИЯ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ. БИРЖИ	189
6.1. Формы организации торговли ценными бумагами	189
6.2. Профессиональная деятельность по организации торговли на РЦБ	191

6.3. Фондовая биржа как организатор рынка	192
6.4. Электронные торговые системы	198
6.5. Организация процесса биржевой торговли ценными бумагами	201
6.6. Важнейшие центры биржевой торговли	210
6.7. Международные тенденции в развитии бирж	212
Глава 7. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЦБ	218
7.1. Фьючерсные контракты	218
7.2. Опционы	223
7.3. Основные направления использования деривативов	228
7.4. Деривативы на финансовых рынках	232
Глава 8. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	234
8.1. Понятие первичного рынка	234
8.2. Эмиссия ценных бумаг	237
8.3. Размещение ценных бумаг	244
8.4. Проспект эмиссии и раскрытие информации	251
8.5. IPO – новые горизонты для компании	257
8.5.1. Основные этапы IPO	260
8.5.2. Инвестиционный меморандум	262
8.5.3. Процедура «due diligence»	267
8.5.4. Проведение Дорожного шоу	269
8.6. «Investors relations» - в борьбе за инвесторов	271
Библиография	274

Введение

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.

В отличие от других финансовых и товарных рынков, рынок ценных бумаг в наибольшей степени требует от участников научного подхода к анализу ситуаций, понимания сущности ценных бумаг и особенностей ее проявления на рынке.

Принимая во внимание масштаб задач, которые предстоит решить в ближайшие годы, очевидно, что страны с развивающейся рыночной экономикой, такие, как Россия и Казахстан, не могут полагаться только на бюджетную систему и банковский сектор для обеспечения финансирования коренной реконструкции экономики и обеспечения экономического роста. Очевидно, что роль финансовых рынков и, прежде всего, рынка ценных бумаг (РЦБ) в этой связи приобретает исключительно важный характер.

Цель настоящего курса - показать менеджерам компаний реальные возможности, которые предоставляет РЦБ для решения тех актуальных задач, которые встают перед ними в процессе их повседневной деятельности. Первоначальные сведения об этих возможностях можно получить из приведенной ниже таблицы.

Возможности, предоставляемые финансовыми рынками для
менеджеров нефинансовых компаний

№	Наименование возможности	Рынок для реализации			
		РЦБ	Банковских услуг	Валют- ный	Дерива- тивов
1	Внешнее финансирование: <ul style="list-style-type: none"> • долговое: <ul style="list-style-type: none"> - краткосрочное - долгосрочное • долевое 	+	+		
2	Хеджирование рисков	+	+	+	+
3	Получение прибыли	+		+	+
4	Вопросы корпоративного контроля: слияния, поглощения, выделение, разделение.....	+			
5	Решение технических вопросов *)	+	+	+	

*) Технические вопросы - вопросы, решения которых требует практика хозяйственной деятельности (покупка-продажа валюты, взаиморасчеты и проч.).

Глава 1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Источники финансирования компаний. Модели финансовых систем.

Для любого экономического субъекта все возможные источники финансирования подразделяются на два основных вида: внутренние и внешние. К внутренним источникам относятся собственные средства: уставный капитал, прибыль, а также амортизационные отчисления. Объем финансирования из внутренних источников сильно ограничен.

Внешние источники финансирования более масштабны и разнообразны. Это банковские кредиты, ценные бумаги, бюджетные средства, займы у других экономических субъектов и т.д.

Одна из основных задач финансовой системы - обеспечить возможность эффективного именно **внешнего** финансирования за счет трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал. Мировой опыт свидетельствует, что эта задача решается в разных странах со свойственной им спецификой.

Исторически принято разделять страны **по типу финансовой системы** -- основанной на **банках** (финансовые системы стран континентальной Европы и Японии) или **на фондовом рынке** (- США, Великобритания, Канада, Австралия, Гонконг и Сингапур). Подобное разделение в значительной мере условно, поскольку в последние десятилетия эти две системы финансирования и контроля все больше сближаются.

Можно лишь в первом приближении вести речь о том, за счет каких внешних источников может осуществляться финансирование экономики - преимущественно за счет банковских кредитов либо за счет размещения ценных бумаг на фондовом рынке.

В США и Канаде доходы от продажи облигаций, краткосрочных ценных бумаг и акций составляют 50-75% от финансирования, поступающего в форме банковских займов. В континентальной Европе и Японии это соотношение не достигает и 30 – рис. 1.1.

Это базовое, но не единственное различие. Можно выделить еще некоторые отличительные признаки финансовых систем двух анализируемых типов.

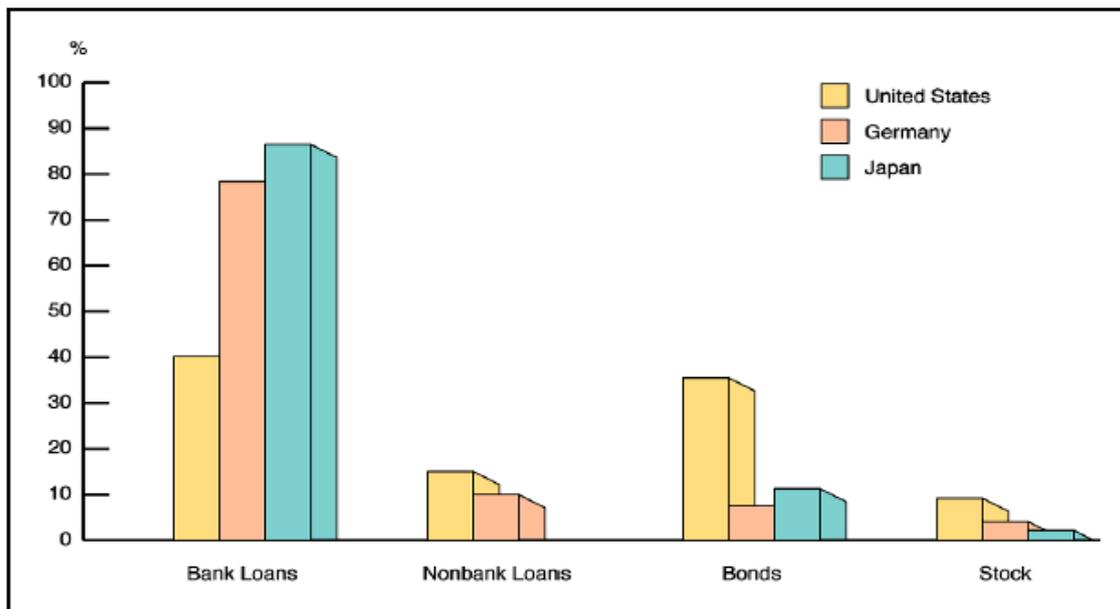


Рис. 1.1. Соотношения источников внешнего финансирования в разных странах.

Тип финансовой системы в той или иной стране определяется четырьмя основными факторами:

- структурой собственности;
- качеством системы корпоративного управления;
- готовностью национальных инвесторов к риску;
- степенью вмешательства государства в экономическую жизнь.

Чем меньше это вмешательство (как, например, в США и Великобритании), тем больше объем фондового рынка и насыщенность

ценными бумагами хозяйственного оборота. И наоборот, чем больше участие государства в перераспределении денежных ресурсов, как во Франции и в Германии, тем более ограничен фондовый рынок.

Для стран, финансовая система которых базируется на фондовом рынке, характерны неконцентрированная (распыленная) структура собственности, весьма ограниченное государственное вмешательство в экономику, надежное обеспечение защиты прав миноритарных акционеров, значительная готовность к принятию на себя рисков со стороны частных инвесторов и высокий уровень развития инвестиционных институтов.

Преимущества и недостатки моделей финансовых систем.

Как правило, **финансовая система, основанная на сильном фондовом рынке**, рассматривается как **более гибкая** и лучше приспособленная для **рискованных**, т.е. потенциально **более выгодных проектов**. Банки в рамках данной модели не имеют возможности выступать с позиции силы в отношении нефинансовых корпораций, поскольку последние больше полагаются на внутренние источники финансирования. В результате в американской модели отсутствует банковская монополия на финансирование. Даже когда банки отказываются финансировать конкретный проект, его все же можно осуществить, прибегнув к эмиссии акций или облигационным займам.

Недостатком фондовой модели является высокий уровень требований к корпоративному управлению в компаниях. Злоупотребления менеджмента, контролирующих акционеров и других инсайдеров, пренебрегающих интересами прочих заинтересованных лиц приводят к конфликтам, потерям, и требуют высоких специфических затрат на корпоративное управление.

Следует также помнить, что мелкие и средние компании не всегда могут воспользоваться возможностями финансирования, предоставляемыми

фондовыми рынками, из-за существующих ограничений снизу на объемы эмиссий ценных бумаг.

Напротив, **европейская (японская) модель** подразумевает, что банки и финансовые институты способны влиять на инвестиционные решения нефинансовых компаний. Эта модель позволяет **снизить риски банкротства** и нестабильность, хотя и ценой отказа от наиболее рискованных и, возможно, очень выгодных проектов. Затраты на корпоративное управление в этом случае также резко снижаются.

Как правило, новые компании и быстро развивающиеся отрасли склонны в большей степени полагаться на расширение финансирования за счет продажи ценных бумаг. Например, в Великобритании между первой и второй мировыми войнами новые отрасли - нефтедобыча, автомобиле- и авиастроение - больше полагались на продажу ценных бумаг, а традиционные отрасли тяжелой промышленности в основном привлекали средства через долговые инструменты.

Сделать однозначный, выбор в пользу той или другой модели весьма трудно. Обычно в рыночных экономиках банковское кредитование и размещение акций на фондовом рынке дополняют друг друга. Как правило, чем больше банковские кредиты, тем выше капитализация фондового рынка. И зрелый фондовый рынок, и развитая банковская система способствуют высоким нормам накопления и экономическому росту независимо друг от друга.

1.2. Финансовый рынок и его участники.

Финансовый рынок – это рынок, на котором осуществляется рыночное перераспределение свободных денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с **финансовыми активами**. В качестве финансовых активов выступают не

только деньги в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, но также и ценные бумаги, иностранная валюта, страховые полисы, драгоценные металлы и др.

Среди участников национального финансового рынка выделяют четыре основные группы: государство, хозяйствующие субъекты (компании); домашние хозяйства и «внешний мир» - нерезиденты, осуществляющие операции с резидентами страны.

Все участники финансового рынка выступают в качестве **заемщиков, инвесторов** или **кредиторов**. Кредиторы, обладающие профицитом бюджетов, предоставляют их заемщикам, расходы которых не покрываются доходами. Кредиторы предоставляют предприятию денежные средства, рассчитывая на фиксированное вознаграждение. Инвесторы, вкладывая средства в капитал предприятия, рассчитывают получить вознаграждение от роста стоимости компании и от ее прибыли, однако оно не гарантировано.

При заключении сделок с финансовыми активами кредиторы и заемщики используют различные финансовые инструменты. Под **финансовыми инструментами**, согласно Международным стандартам финансовой отчетности, следует понимать любые договоры, в результате которых одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент у другой. Права требования кредиторов и финансовые обязательства заемщиков получили название **финансовых требований** (financial claims).

Различают прямые и косвенные финансовые требования. **Прямые** финансовые требования возникают, когда в качестве заемщиков и кредиторов выступают сами фирмы, домашние хозяйства, государство – например, при покупке векселя или всего выпуска акций фирмы одним покупателем.

Однако в большинстве случаев кредиторы и заемщики взаимодействуют не напрямую, а через третьи лица, которые получили название **финансовых**

посредников. Финансовое посредничество предполагает приобретение третьим лицом прямых финансовых прав требования у должника и их преобразование в обязательства с другими характеристиками (сроки погашения, процентные платежи, риски) данного лица перед кредиторами. Права требования кредиторов по отношению к финансовым посредникам являются **косвенными финансовыми требованиями**.

На финансовом рынке происходит столкновение спроса и предложения денежных средств и капиталов и формирование цены финансовых активов. При этом преобладают сделки с использованием косвенных финансовых требований, т.е. косвенное финансирование. Главной причиной преобладания косвенного финансирования является значительная стоимость сделок прямого финансирования, их «крупнооптовый» характер, что ограничивает круг возможных участников.

Предложение средств, которые могут быть переданы другим субъектам, исходит, в основном, от домашних хозяйств, но свободные денежные средства образуются также и у фирм в процессе кругооборота их капиталов, и у государства при формировании и использовании централизованных денежных фондов, и нерезидентов.

Спрос на дополнительные финансовые ресурсы предъявляют реальный сектор экономики (фирмы), в меньших объемах - государство для финансирования своих расходов, а также домашние хозяйства. Свободные денежные средства (сбережения) всех экономических субъектов поступают на финансовый рынок, посредством сделок на котором происходит их размещение в различные финансовые активы. При этом большинство сбережений приходится на домашние хозяйства, а большинство инвестиций – на предприятия.

Финансовый рынок служит своего рода механизмом, осуществляющим перемещение потоков денежных сбережений от домашних хозяйств к предприятиям, инвестирующим капиталы в свое развитие. Кругооборот

денежных средств (трансферт фондов) происходит в соответствии со схемой, представленной на рис. 1.2.

Основными кредиторами на финансовом рынке являются домохозяйства, на долю которых приходится 53,5% стоимости всех финансовых активов кредиторов (США, 2003 г.). На долю фирм и нерезидентов США приходилось 19,8 и 12,2 % стоимости требований. На долю государственных агентств, финансируемых государством организаций и самих органов власти в совокупности приходилось лишь 14,5%.

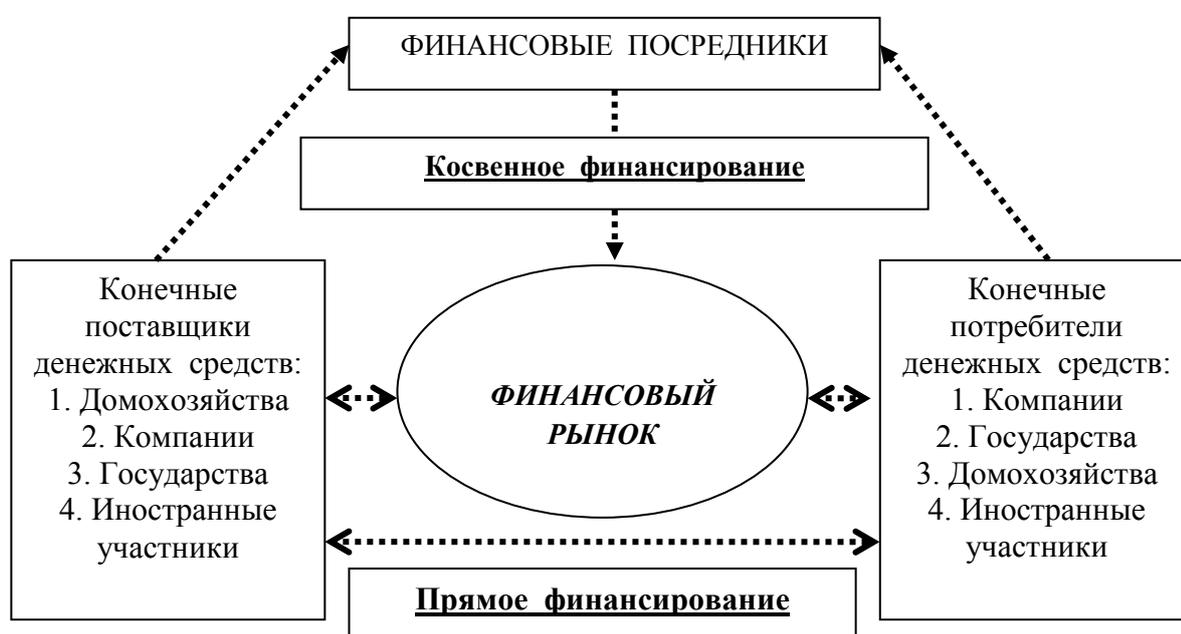


Рис. 1.2. Трансфер денежных фондов на финансовом рынке.

Основными заемщиками являются фирмы - 50,8% стоимости всех финансовых обязательств заемщиков. Далее следуют домохозяйства (16,8%), федеральное правительство США (8,6%), нерезиденты (7,8%) и другие заемщики (США, 2003 г.).

1.3. Основные понятия, существенные для участников финансового рынка.

Покупатели финансовых активов – инвесторы - посредством операций с тем или иным финансовым инструментом стремятся получить **доход**. С точки зрения возможности получения дохода операции на финансовом рынке могут иметь ту или иную эффективность, характеризуемую **доходностью**.

Доходность δ - относительная величина, показывающая эффективность использования денежных средств (в процентах годовых) – в простейшем случае определяется в соответствии с выражением :

$$\delta = [(FV-PV)/PV]T^{-1} \times 100\% = [D/PV] T^{-1} \times 100\% \quad (1.1)$$

где: FV – будущая стоимость (Future value) актива, по которой инвестор рассчитывает его реализовать на рынке;

PV – настоящая, или приведенная стоимость (Present value), которую мы будем связывать с **текущей, или рыночной ценой** данного актива;

T – относительное время в годах.

Величину $D = FV - PV$ называют обычно **доходом** по сделке.

Очевидно, что доходность операций на финансовом рынке напрямую зависит от рыночной стоимости актива.

Риск операции. Риск и доход в финансовом менеджменте рассматриваются как две взаимосвязанные категории: требуемая доходность и риск изменяются в одном направлении.

Под **риском** понимается возможность осуществления некоторого нежелательного события. Риск при инвестировании на финансовом рынке связан с вероятностью того, что фактическая доходность окажется ниже ее ожидаемого значения. Чем больше вероятность получить низкую доходность или убытки, тем более рискованными являются инвестиции.

Существуют различные определения понятия “**риск**”. В наиболее общем виде под риском понимается возможность осуществления некоторого нежелательного события. Например, риск при покупке ценных бумаг тесно связан с вероятностью того, что фактически полученная инвестором доходность окажется ниже того значения, на которое он рассчитывал. Чем больше вероятность получить низкую доходность или убытки, тем более рискованными являются инвестиции.

Некоторые финансовые инструменты имеют **фиксированную** доходность. Это означает, что в момент совершения сделки известны все переменные в соотношении (1.1), в том числе и FV. К таким инструментам относятся, например, векселя, облигации, банковские депозиты и др. Риск при операциях с такими инструментами, как правило, состоит в том, что заемщик не сможет выполнить принятых обязательств по своевременному погашению долга и выплате дохода. Такой риск связан с надежностью заемщика и носит название кредитного риска.

Многие инструменты финансового рынка не имеют фиксированной доходности из-за неопределенности величины FV. В этом случае инвесторы ориентируются на так называемую ожидаемую доходность. Под **ожидаемой** доходностью инвестиции понимают ожидаемое среднее значение распределения вероятностей возможных значений доходностей (математическое ожидание). Риск инструментов, не имеющих фиксированной доходности, определяется рыночной конъюнктурой.

В финансовом менеджменте понятие “**риск**” идентифицируется, во-первых, с общим риском, относящимся к конкретному финансовому активу, рассматриваемому изолированно, и, во-вторых, с рыночным риском, относящимся к конкретному финансовому активу как части некоторого набора (портфеля) активов и оцениваемым с учетом вклада этого актива в совокупный риск портфеля в целом.

Общий риск изолированного финансового актива количественно оценивается путем вычисления стандартного отклонения от величины средней доходности (ожидаемой доходности) и коэффициентом вариации, который и рассматривается как степень риска, ассоциируемого с данным активом.

Алгоритм вычислений следующий:

1. Составляются прогнозные оценки значений доходности (δ_i) и вероятностей их осуществления (w_i) в каждом из периодов i , характеризуемом определенным набором макроэкономических показателей.

Фактически, каждый из i периодов есть некоторое состояние экономики.

2. Рассчитывается наиболее вероятная (ожидаемая) доходность:

$$\delta^* = \sum \delta_i w_i \quad (1.2)$$

3. Рассчитывается стандартное (среднее квадратическое) отклонение:

$$\sigma = [\sum (\delta_i - \delta^*)^2 w_i]^{1/2} \quad (1.3)$$

4. Рассчитывается коэффициент вариации:

$$CV = \sigma / \delta^* \quad (1.4)$$

Таким образом, чем выше среднее квадратическое отклонение и коэффициент вариации, тем более рискованным является данный финансовый актив.

Риск, ассоциируемый с каждым конкретным активом, не может приниматься во внимание изолированно, так как инвестиции на финансовом рынке редко осуществляются в один единственный актив.

В финансовом менеджменте принято рассматривать совокупность активов как некий портфель инвестиций. Классическим примером здесь является портфель ценных бумаг, но это вполне может быть и кредитный портфель банка, и портфель инвестиций страховой компании или частного пенсионного фонда.

Каждая новая инвестиция должна анализироваться с позиций ее влияния на изменение доходности и риска всего портфеля инвестиций.

Ожидаемая доходность инвестиционного портфеля представляет собой взвешенную среднюю из показателей доходности отдельных активов, входящих в данный портфель:

$$\delta_p^* = \sum x_i \delta_i \quad (1.5)$$

где: δ_p^* - ожидаемая доходность портфеля; x_i - доля портфеля, инвестированная в i -тый актив; n - число активов в портфеле.

Риск портфеля, в отличие от доходности, не подчиняется соотношению (1.5). Общий риск портфеля инвестиций складывается из двух составляющих: диверсифицируемый риск и недиверсифицируемый, систематический риск.

Диверсифицируемый, или несистематический риск может быть уменьшен путем диверсификации, т.е. увеличения количества активов, включенных в портфель. Эффект снижения риска достигается за счет того, что различные активы могут иметь разную зависимость доходности от времени и объединение активов в портфель приводит к взаимной компенсации рисков. Для измерения силы связи изменения доходностей двух активов А и В обычно используют **коэффициент корреляции**:

$$r_{A,B} = \text{Cov}(A,B) / \sigma_A \sigma_B \quad (1.6)$$

$$\text{где: } \text{Cov}(A,B) = \sum (\delta_{Ai} - \delta_A^*)(\delta_{Bi} - \delta_B^*)w_i \quad (1.7)$$

- ковариация между доходностями активов А и В;

- σ_A, σ_B - стандартные отклонения доходностей активов А и В, определяющие их риски.

Рассмотрим в качестве простого примера портфели, состоящие, например из двух акций (рис.1.3).

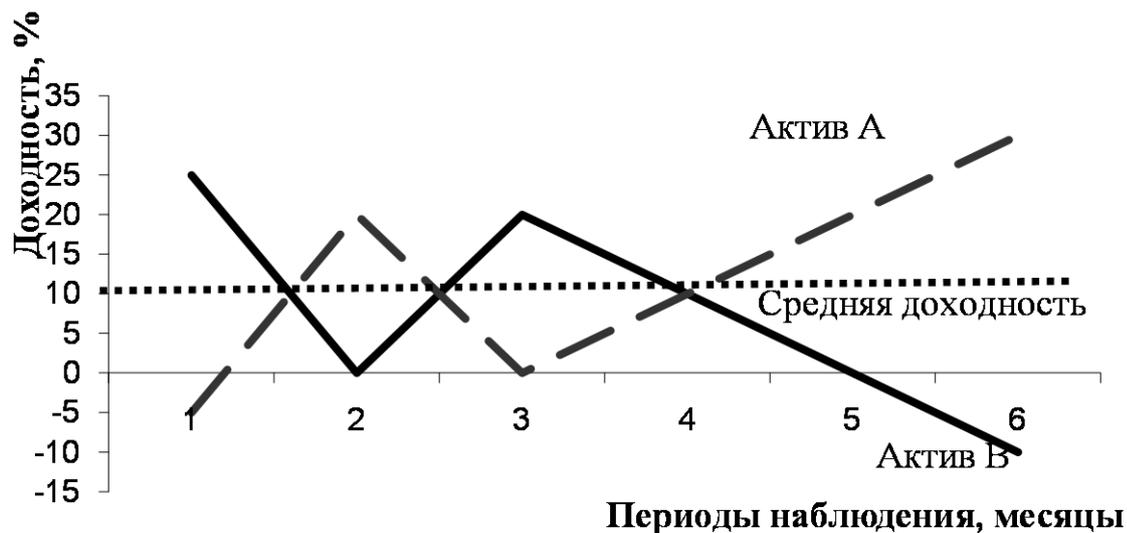


Рис.1.3. Доходность активов А и В, при $r = -1,0$.

Из рис 1.3 видно, что если между активами существует обратная функциональная связь ($r = -1,0$) то риск вообще может быть сведен к нулю; при наличии положительной корреляции при $r = +1,0$ диверсификация не приводит к снижению риска. В реальной жизни коэффициенты корреляции располагаются в интервале: $-1,0 \leq r \leq +1,0$ (на Нью-Йоркской фондовой бирже $r \approx +0,6$). Таким образом, достаточно, например, включить в портфель 12-20 ценных бумаг, случайным образом выбранных из имеющегося на рынке набора, чтобы свести диверсифицируемый риск к минимуму, хотя полностью устранить его не удастся (рис.1.4.) .

Недиверсифицируемый, или систематический риск. Часто его называют также рыночным риском. Это риск, связанный со всем рынком в целом, а зачастую – со всей финансовой системой. Поскольку рыночный риск не поддается устранению таким несложным методом, как диверсификация, то управлению именно этим видом риска уделяется особое внимание в финансовом менеджменте.

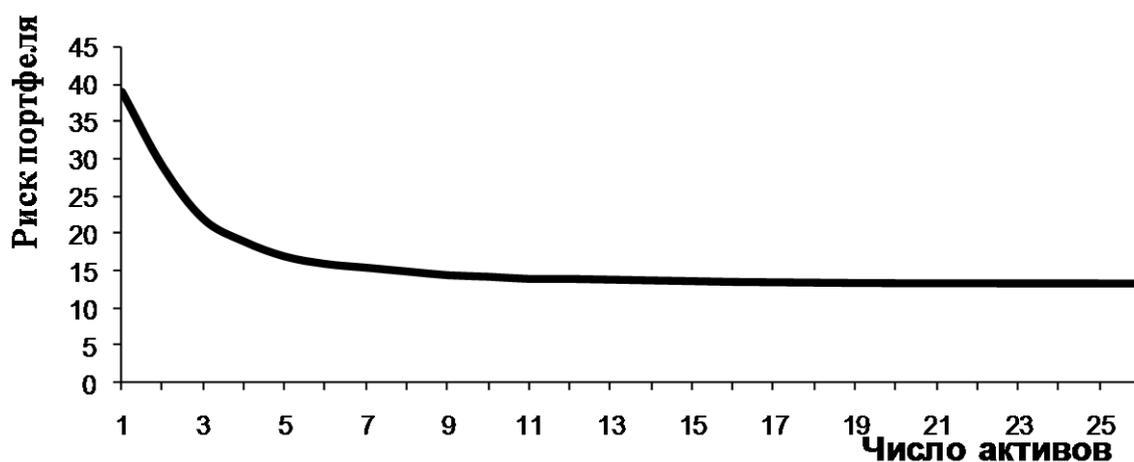


Рис. 1.4. Зависимость риска от количества активов в портфеле при его постоянной стоимости.

Существует несколько теорий управления портфелем активов, в которых с помощью статистических методов оценивается не только доходность, но и риск. В основе этих теорий лежит основополагающая идея о том, что каждый инвестор, формирующий портфель активов, определяет уровень доходности и соответствующий данной доходности риск сам, исходя из собственных предпочтений. Функция, описывающая предпочтения инвестора в координатах “риск-доходность”, носит название кривой безразличия. Кривые безразличия для двух инвесторов, X и Y, приведены на рис.1.5. Например, инвестор X считает, что портфель с доходностью 8 % является безрисковым, а портфелю с доходностью 9 % присущ риск в размере $\sigma_p = 2,0 \%$. По мнению более склонного к риску инвестора Y для безрисковой инвестиции достаточна доходность 6 %, а, например, уровню риска с $\sigma_p = 4 \%$ должна соответствовать доходность 7 %. Доходность, превосходящая безрисковую, рассматривается в качестве компенсации, или премии, за риск, принимаемый на себя инвестором.

Оптимальным для инвестора является один из портфелей, параметры которого совпадают с одной из точек его индивидуальной кривой безразличия.

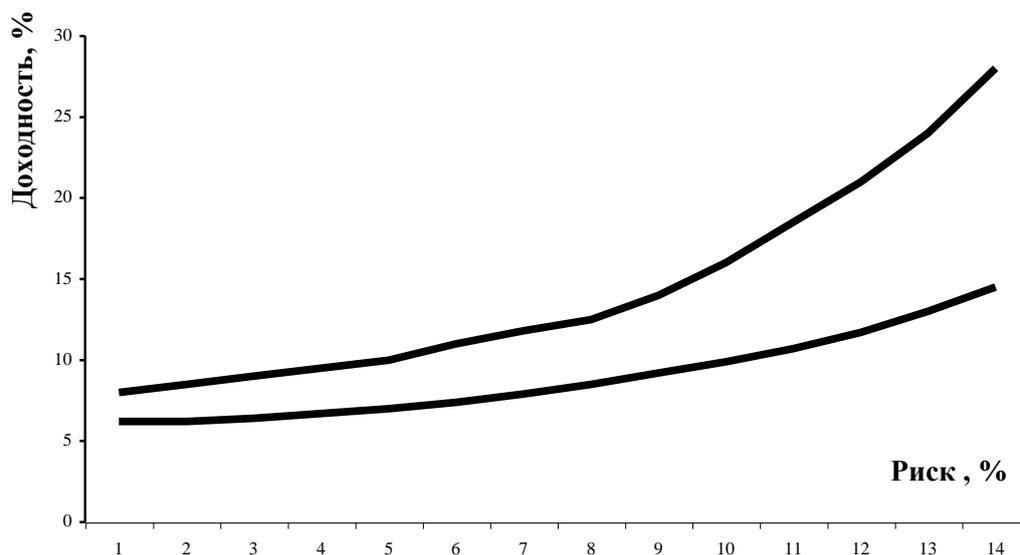


Рис. 1.5. Кривые безразличия для двух инвесторов, X и Y.

1.4. Эффективный рынок. Проблемы реального рынка.

Чтобы понять, как работает реальный финансовый рынок, сначала рассмотрим одну из важнейших теорий рынка - так называемую **гипотезу эффективности рынков** (Efficient Market Hypothesis, EMH). Под эффективностью здесь понимается прежде всего информационная, а не операционная эффективность: считается, что в ценах эффективного рынка находит отражение **вся** известная его участникам информация.

Для обеспечения информационной эффективности рынка необходимо выполнение следующих условий:

1. Информация становится доступной всем субъектам рынка одновременно и ее получение не связано для них с какими-либо затратами.

2. Отсутствуют транзакционные издержки, а также налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок.

3. Сделки, совершенные отдельным участником рынка, не могут повлиять на общий уровень цен. Иными словами, на эффективном рынке оперирует большое число участников с примерно равными финансовыми возможностями.

4. Имеется возможность совершения «коротких» продаж.

5. Все участники рынка действуют рационально, стремясь максимизировать свою выгоду.

Все вышеперечисленные условия могут выполняться лишь на некоем не существующем рынке с идеальной эффективностью. На таком рынке цены всегда отражают всю существующую информацию, любая новая информация вызывает немедленное и адекватное изменение цен, а получение сверхдоходов возможно лишь благодаря случайности.

Естественным следствием гипотезы идеальных, эффективных рынков является другая фундаментальная концепция – концепция компромисса между риском и доходом на финансовом рынке. В соответствие с ней, нельзя увеличить доход от операций на рынке, не увеличив свой риск, и наоборот, снижая риск своих операций, участник рынка должен согласиться и со снижением своего дохода.

На совершенном, эффективном рынке не существует ограничений для прямых сделок.

Очевидно, что в большинстве случаев участники **реального**, несовершенного рынка имеют ограниченные знания, несут определенные затраты на получение информации, платят налоги и несут расходы на транзакции в виде торговых спредов и комиссионных. Участники рынка иногда действуют нерационально, а поставщики и покупатели находятся в неравноправном положении. На торговых площадках имеются разнообразные ограничения: размеры лотов, время проведения торгов,

диапазоны ценовых изменений и многие другие. Возможности отдельных участников рынка могут сильно различаться, в результате чего имеют место крупные сделки, оказывающие сильное влияние на рыночные цены.

В целом имеющиеся доказательства свидетельствуют о том, что важнейшие финансовые рынки все же являются эффективными, но далеки от идеальной эффективности.

Рынки материальных товаров не являются, как правило, эффективными, по крайней мере - в краткосрочной перспективе. Поэтому продажа товаров может приносить сверхдоходы, особенно в первое время после появления нового товара на рынке. Однако с течением времени высокая рентабельность привлекает на рынок десятки конкурентов, что влечет за собой снижение цен и понижение рентабельности у производителей до обычного уровня. Таким образом, товарные рынки могут быть неэффективными лишь ограниченное время и в долгосрочной перспективе стремятся к той или иной степени эффективности. С другой стороны, важнейшие финансовые рынки всегда в достаточной степени эффективны.

Помимо отклонений от идеальной эффективности, существенные ограничения для прямого финансирования должников кредиторами создают следующие проблемы.

Проблема информационной асимметрии. Заключая прямую сделку, кредитор, как правило, плохо информирован о финансовом положении заемщика, о реальных планах последнего по использованию полученных денежных средств, а также рисках, связанных с исполнением обязательств по договору. Это и есть информационная асимметрия, порождающая проблемы ложного выбора и недобросовестного поведения.

Проблема ложного выбора, связанная с тем, что при прямых сделках очень высока вероятность для кредитора профинансировать заемщика с повышенным уровнем риска. Для иллюстрации сути этой проблемы обычно приводят классический пример, взятый Д. Акерлофом с рынка подержанных

автомобилей («лимонов») [7]. Действительно, продавец подержанного автомобиля знает о нем все и назначает реальную цену. Покупатель считает, что все подержанные автомобили – плохие, и назначает некоторую среднюю цену между плохим и хорошим автомобилем. В результате, хорошие автомобили не продаются их владельцами и за среднюю цену уходят плохие автомобили. Со временем покупатели плохих автомобилей по средней цене, разочаровавшись, уходят с рынка и рынок практически перестает функционировать.

Применительно к финансовому рынку эта проблема трансформируется в ситуацию, когда сделка прямого финансирования скорее всего может состояться с далеко не самым надежным, но наиболее остро нуждающимся в средствах заемщиком.

Проблемы информационной асимметрии и связанного с этим ложного выбора на финансовом рынке решается путем повышения информационной прозрачности заемщиков. Для этого используются как государственное вмешательство в виде установления обязательных норм и правил по раскрытию заемщиками информации, так и услуги специализированных частных компаний, продающих информацию о заемщиках участникам рынка.

Стимулом для приобретения инвесторами и кредиторами такой информации является возможность избежать ложного выбора. Плата за информацию есть дополнительные издержки, вызванные отклонением условий функционирования реального рынка от совершенного, эффективного. Здесь, однако, возникает проблема «безбилетников» - лиц, не желающих платить за информацию, но пытающихся ею воспользоваться.

Транзакционные издержки. Для самостоятельного решения всех перечисленных проблем заемщики и инвесторы должны нести заметные расходы. В результате эффективность операций прямого финансирования, с учетом всех издержек и рисков, во многих случаях оказывается низкой.

1.5. Финансовые институты и их основные функции

Рассмотренные проблемы серьезно ограничивают возможности прямого заимствования на финансовом рынке. В связи с этим косвенное финансирование и является преобладающим.

Все операции косвенного финансирования на финансовом рынке осуществляются через финансовых посредников, который часто именуется также **финансовыми институтами**. В существовании финансовых институтов заинтересованы как кредиторы, так и заемщики, получающие от деятельности посредников определенные преимущества и выгоды.

На финансовом рынке посредники выполняют следующие основные функции.

1. Брокерская (или чисто посредническая) функция предполагает поиск и сведение друг с другом кредиторов, инвесторов и заемщиков. Ее выполнение позволяет посредникам поддерживать эффективность экономической системы в целом. Выступая в качестве брокеров, они получают вознаграждение в виде комиссионных платежей за совершение операции.

Данная функция не предполагает участия финансового посредника в процессе купли-продажи финансовых активов «на себя», т.е. брокер не приобретает актив для перепродажи, не берет на себя риск изменения рыночной стоимости актива и его роль ограничивается лишь техническим (пассивным) посредничеством.

Все преимущества, которые дает заемщикам и инвесторам пользование услугами посредника, базируются на его возможностях правильно интерпретировать сигналы рынка и эффективно использовать однажды полученную информацию.

2. Важнейшей функцией финансовых посредников является функция качественной трансформации активов, обусловленная различиями параметров спроса и предложения на финансовые ресурсы. В частности,

масштаб операций на финансовом рынке требует предварительного аккумулирования финансовых ресурсов и деноминации требований.

Это связано с тем, что кредиторами - конечными поставщиками финансовых ресурсов являются домохозяйства, оперирующие, как правило, относительно небольшими средствами, размещаемыми на короткий срок. Заемщиками же, т.е. конечными потребителями средств являются хозяйствующие субъекты, которым требуются значительные суммы на длительные сроки.

Различия в структуре спроса и предложения создают препятствия для прямого выхода на финансовый рынок мелких кредиторов и инвесторов. Если бы не было финансовых посредников, то предприятие, желающее получить финансирование под какой-либо проект, должно было бы самостоятельно искать себе контрагента, согласного предоставить нужное по объему и срокам финансирование, и держать на своем балансе финансовое требование, по всем своим характеристикам соответствующее финансируемому активу. На практике это вряд ли возможно.

Привлекая средства мелких заемщиков на короткие сроки или даже до востребования, финансовые посредники, эффективно управляя денежными потоками, способны предоставлять эти ресурсы заемщикам на более длительные сроки, удлинняя сроки заимствования ресурсов.

Финансовые посредники способствуют повышению ликвидности финансовых требований, т.е. возможности их превращения в денежные средства. Приобретая низколиквидные обязательства конечных заемщиков – например, векселя мелких и средних фирм, финансовые посредники поддерживают высокую ликвидность своих обязательств – например, депозитов до востребования частных лиц.

Таким образом, финансовые посредники способны эффективно решать проблему трансформации. Как правило, они обладают активами, срочность которых превышает сроки исполнения их собственных обязательств в адрес

клиентов - поставщиков финансовых ресурсов. Размеры отдельных активов превышают размеры отдельных обязательств, ликвидность финансовых требований клиентов выше ликвидности активов, а степень их риска больше, чем степень риска обязательств финансового посредника.

Следовательно, финансовые требования кредиторов в случае, если они действуют через финансового посредника, становятся более ликвидными, меньшими по номиналу, более краткосрочными и менее рискованными.

3. Конвертация разных валют. Финансовые посредники предоставляют кредиторам, инвесторам и заемщикам возможности совершать операции в разных валютах, управляя валютными рисками.

4. Снижение риска операций. Отличия качественных характеристик активов и пассивов баланса финансового посредника означают, что он берет на себя часть риска поставщика финансовых ресурсов. В связи с этим перед финансовым посредником встает задача управления этим риском, которая решается различными способами.

В частности, финансовый посредник может в достаточной степени диверсифицировать риск, чего не могут его клиенты из-за небольшого размера своих финансовых требований.

Кроме того, посредник может пассивно взять на себя весь риск. Гарантией этого служит величина его собственного капитала, минимальный размер которого устанавливается финансовыми властями для каждого направления деятельности посредников. В частности, минимальный размер собственного капитала российских банков должен составлять не менее 5 млн. евро; инвестиционной компании – 10 млн. рублей и т.д.

5. Решение проблемы асимметрии информации, присущей финансовым рынкам. Финансовые посредники способны управлять риском, связанным с неполнотой и недостоверностью информации о заемщике. Например, коммерческие банки имеют многолетний опыт кредитования домохозяйств и корпораций. Они тщательно изучают своих заемщиков, анализируют их

финансовое положение, обслуживают их расчетные счета и, зачастую, участвуют в органах управления корпораций. В связи с этим последствия «ложного выбора» также минимизируются.

6. Финансовые посредники способствуют минимизации транзакционных издержек кредиторов и заемщиков при поиске контрагентов, определении параметров сделки, контроле за исполнением договорных обязательств, покупке информации о заемщиках и т.д.

Кроме того, объединение финансовыми посредниками ресурсов мелких кредиторов позволяет последним экономить на операционных издержках в расчете на единицу инвестируемых средств за счет эффекта «масштаба деятельности».

1.6. Финансовые посредники и агентская проблема

Финансовые посредники связаны со своими клиентами – инвесторами и кредиторами – еще и так называемыми агентскими отношениями. Агентские отношения возникают тогда, когда одно лицо (лица), именуемое принципалом, поручает другому лицу – агенту за вознаграждение совершить определенные действия от имени данного лица (или группы лиц). Агентские отношения, например, возникают между собственниками корпорации (акционерами) и ее менеджерами, учредителями и управляющими некоммерческими организаций; пайщиками паевых инвестиционных фондов и управляющей компанией и т.д.

При установлении агентских отношений принципал имеет «право на доход», т.е. на получение чистых денежных поступлений за вычетом агентского вознаграждения. В этом случае принципал принимает на себя так называемый остаточный риск – риск того, что поступления окажутся меньше ожидавшегося уровня при постоянном вознаграждении агента.

Источник агентского конфликта в том, что агенты обладают более полной и оперативной информацией об объекте соглашения, чем принципалы. Асимметрия информации и порождает агентский конфликт, когда агенты действуют не в интересах принципала, а прежде всего в своих собственных интересах.

Для предотвращения подобного - «оппортунистического»- поведения агентов обычно используется система мер, включающая в себя:

1. Выработку гибкой системы вознаграждения финансовых посредников. Фиксированное вознаграждение обычно сочетается с вознаграждением, зависящим от результатов деятельности агента, что позволяет достичь частичного совпадения интересов финансового посредника и его клиента.
2. Создание эффективной системы разделения прав и обязанностей принципалов и агентов.

Особенностью агентских отношений в финансовой сфере является то, что в качестве принципалов, как правило, выступают массы мелких инвесторов и кредиторов, не имеющих ни соответствующей подготовки, ни возможности контролировать агентов.

В связи с тем, что принципалы отделены от управления своими средствами, им предоставляется право контроля деятельности агентов в той или иной форме – например, право выхода из договора с погашением обязательств перед ними по первому требованию. Такое право имеют, например, вкладчики банков; пайщики открытых ПИФов; держатели страховых полисов.

Принято также разделять функции управления и контроля денежными средствами инвесторов и кредиторов между разными финансовыми институтами – например, между управляющей компанией и специализированным депозитарием.

3. Поощрение конкуренции между агентами на финансовом рынке.

Законодательствами большинства стран запрещается непрофессиональная деятельность в качестве посредника на финансовом рынке. Это связано с тем, что деятельность непрофессионалов или недобросовестных лиц может нанести большой финансовый ущерб. Деятельность агентов- финансовых посредников на финансовом рынке, как правило, лицензируется.

1.7. Типы финансовых посредников.

Всех финансовых посредников можно подразделить на четыре группы:

- 1) финансовые посредники депозитного типа;
- 2) сберегательные учреждения контрактного типа;
- 3) инвестиционные фонды;
- 4) иные.

Наиболее распространенными финансовыми посредниками выступают **учреждения депозитного типа**. Депозитные финансовые институты – это организации, в структуре пассивов которых присутствуют депозиты - высоколиквидные финансовые обязательства, представляющие собой фиксированные по суммам вклады. Для балансов депозитных финансовых институтов характерен высокий уровень заемных средств в структуре пассива. В развитых странах услугами посредников данного типа пользуется значительная часть населения, так как выплаты доходов по депозитным счетам, как правило, гарантируют страховые компании, надежность которых обеспечивает государство. Привлеченные депозитными учреждениями средства используются для выдачи банковских, потребительских и ипотечных кредитов. Основными институтами данной группы являются коммерческие банки и кредитные союзы.

Коммерческие банки, как правило, предлагают самый широкий спектр услуг по привлечению денежных средств от экономических субъектов, временно располагающих таковыми, а также по предоставлению различных займов, кредитов. В силу огромной значимости коммерческих банков в функционировании денежно-кредитной системы государства они являются объектом жесткого государственного контроля.

Кредитные союзы являются институтами взаимного кредитования. Они принимают вклады частных лиц и кредитуют членов союза на приемлемых для тех условиях. Обязательства кредитных союзов формируются из сберегательных счетов и чековых счетов (паев). Свои средства кредитные союзы предоставляют членам союза в виде краткосрочных потребительских ссуд.

Кредитные союзы имеют ряд преимуществ перед иными финансовыми институтами депозитного типа. Как правило, они освобождаются от уплаты налога на доходы (прибыль), они не являются субъектом антимонопольного законодательства, что позволяет им участвовать в совместных предприятиях.

В России деятельность кредитных союзов не получила достаточного распространения.

К сберегательным учреждениям **контрактного типа**, действующим на договорной основе, относят страховые компании, управляющие компании на фондовом рынке и пенсионные фонды. Эти финансовые институты характеризуются устойчивым притоком средств от держателей страховых полисов и владельцев пенсионных счетов в пенсионных фондах. Они имеют возможность инвестировать средства в долгосрочные высокодоходные финансовые инструменты.

Инвестиционные фонды продают свои ценные бумаги (акции, инвестиционные паи) инвесторам и используют полученные средства для покупки прямых финансовых обязательств. Как правило, они

характеризуются высокой надежностью и низким номиналом продаваемых ценных бумаг. Среди инвестиционных фондов выделяются прежде всего паевые (взаимные) фонды. Они продают свои паи инвесторам и покупают на вырученные средства финансовые активы.

Системы паевых фондов играют активную роль на финансовых рынках в экономически развитых странах. Помимо паевых (взаимных) фондов существуют фонды акционерные.

К **последней группе** финансовых посредников относятся различные типы финансовых компаний, действующих на рынке ценных бумаг. Это так называемые инвестиционные банки, специализирующиеся на организации выпусков ценных бумаг; брокеры и дилеры; организаторы торгов – биржи.

Кроме того, инфраструктура рынка бумаг включает в себя учреждения, обеспечивающие переход прав собственности на финансовые активы - депозитарии; компании – регистраторы, а также клиринговые компании, обслуживающие, в основном, биржи.

1.8. Структура финансового рынка

Классификацию финансовых рынков можно проводить по разным признакам. В зависимости от целей, преследуемых кредиторами, инвесторами и заемщиками, в составе финансового рынка выделяют, в частности, денежный рынок и рынок капиталов.

Денежный рынок – это рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года), на котором происходит перераспределение ликвидности, т.е. свободной денежной наличности. На нем совершаются сделки с активами в ликвидной форме, которые могут быть использованы в качестве средства платежа для погашения разнообразных обязательств. Самым ликвидным активом являются деньги в форме банкнот и остатков на текущих (расчетных) и корреспондентских счетах коммерческих банков.

Высокой ликвидностью обладают государственные краткосрочные ценные бумаги, которые также могут применяться для погашения обязательств их владельцев. Наряду с ними на денежном рынке обращаются и краткосрочные коммерческие долговые обязательства, выпущенные первоклассными фирмами и корпорациями (например, векселя, коммерческие бумаги), которые часто облечены в форму ценных бумаг и охотно принимаются участниками рынка как средство погашения обязательств.

Денежный рынок обслуживает, в основном, движение оборотных капиталов предприятий и организаций, краткосрочной ликвидности банков и государства. Наиболее четко очерченным сегментом денежного рынка является межбанковский рынок (рынок межбанковских кредитов и депозитов), который представляет собой совокупность отношений между банками по поводу взаимных краткосрочных необеспеченных ссуд. На нем происходит перераспределение коротких и сверхкоротких банковских ресурсов. В странах с развитой рыночной экономикой операции по покупке и продаже ресурсов на межбанковском рынке высоко стандартизированы. Они отличаются очень короткими сроками – от нескольких часов до нескольких дней. В США межбанковский рынок существует в форме рынка федеральных фондов, т.е. свободных денежных резервов коммерческих банков, размещенных на счетах в федеральных банках, которые "продаются" на короткое время тем участникам рынка, которые испытывают дефицит ликвидности.

К денежному рынку обычно относят рынок краткосрочных банковских кредитов, на котором предприятия получают средства, необходимые для завершения расчетов, вексельный рынок и рынок краткосрочных высоколиквидных и надежных государственных (в некоторых странах и корпоративных) ценных бумаг.

Основными участниками денежного рынка являются банки, в том числе центральный банк, который выходит на межбанковский сегмент этого рынка с предложением денег, реализуя при этом свою денежно-кредитную политику. При накоплении избыточной ликвидности и "перегреве" денежного рынка Центральный банк связывает избыточные ресурсы в различные финансовые инструменты, в том числе в собственные депозиты, проводя так называемую "стерилизацию" денежной массы.

Рынок капиталов – это рынок, на котором происходит перераспределение свободных капиталов и их инвестирование в различные доходные финансовые активы. На нем совершаются относительно долгосрочные операции, обеспечивающие формирование собственного (акционерного) капитала фирм и корпораций, привлечение инвестиций и перераспределение корпоративного контроля. Строгой границы между денежным рынком и рынком капиталов не существует, на том и другом из них могут обращаться одни и те же инструменты, например облигации первоклассных эмитентов. Отличие между этими секторами финансового рынка заключается в выполняемых ими функциях.

Основной функцией денежного рынка является регулирование ликвидности всех участников рынка и экономики в целом. При наличии развитого денежного рынка каждый его участник имеет возможность либо разместить свои временно свободные денежные средства в высоколиквидные и надежные инструменты, приносящие к тому же определенную доходность, либо при необходимости оперативно привлечь с рынка дополнительные ликвидные средства.

Функциями рынка капиталов являются формирование и перераспределение капиталов экономических агентов, осуществление корпоративного контроля (через движение цен на акции, что отражает рыночную стоимость предприятий), инвестирование капиталов на развитие и проведение спекулятивных операций, которые представляют собой

инструмент достижения динамичной сбалансированности рынка. На нем, так же как и на денежном рынке, свободные капиталы и денежные средства могут перемещаться от их собственников к заемщикам как по к каналам прямого, таи и по двум каналам косвенного финансирования.

1.9. Регулирование финансового рынка.

Финансовые рынки подвержены жесткому регулированию со стороны государства. Два основных направления, в которых ведется работа по регулированию рынков:

1. Увеличение объема информации для участников, прежде всего – кредиторов и инвесторов. Деятельность в данном направлении:

- Снижает проблемы неблагоприятного отбора и риска недобросовестного поведения;
- Заставляет корпорации - эмитентов обязательств – полнее раскрывать информацию о себе;
- Обеспечивает устойчивость финансовых посредников;
- Предотвращает возникновение финансовой паники.

2. Обеспечение устойчивости финансовых посредников. Это прежде всего - лицензирование видов деятельности финансовых посредников. С помощью лицензирования производится контроль за соответствием финансового посредника требованиям надежности (например, требование к минимальному собственному капиталу), к профессиональной подготовке персонала и т.д. Лишение лицензии приводит к уходу с рынка потенциальных «возмутителей спокойствия».

Кроме того, регуляторы выдвигают специальные требования к отчетности посредников, ограничения на активы и виды деятельности, заставляют страховать депозиты и т.д.

Основные цели, которые преследует регулирование:

- Предотвращение обмана (мошенничества) со стороны эмитента обязательств;
- Обеспечение конкуренции и справедливости;
- Обеспечение стабильности и устойчивости финансовых институтов;
- Контроль за иностранной активностью на внутреннем рынке
- Контроль за уровнем экономической активности.

Государственными органами, осуществляющими регулирование в сфере финансового рынка, являются Банк России (Центральный банк РФ, ЦБ РФ) и Министерство финансов РФ.

Кроме того, в развитых странах большая роль в регулировании рынка принадлежит так называемым саморегулируемым организациям, объединяющим профессиональных финансовых посредников в различных областях деятельности. В России к таковым можно отнести Ассоциацию российских банков (АРБ); Национальную ассоциацию участников фондового рынка (НАУФОР), Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР) и др.

Следующие законы регулируют деятельность на финансовом рынке:

- Гражданский кодекс РФ – общие вопросы
- ФЗ «О рынке ценных бумаг» - отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг
- ФЗ «Об акционерных обществах»
- ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
- ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»
- ФЗ «О банках и банковской деятельности»
- ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации»
- ФЗ «О валютном регулировании и контроле»

1.10. Рынок ценных бумаг и его функции

Рынок ценных бумаг (РЦБ) - составная часть финансового рынка. Поэтому, в общем виде РЦБ можно определить **как систему экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг**. С этой точки зрения, рынок ценных бумаг отличается от иных рынков только объектом сделок: если для товарных и ресурсных рынков таковыми являются товары и ресурсы соответственно, то на РЦБ обращаются специфические объекты - ценные бумаги.

Функции рынка ценных бумаг. РЦБ может выполнять несколько функций, которые условно можно разделить на две группы:

1. «Общерыночные» функции, присущие, как правило, любым рынкам. К таким функциям можно отнести:

- коммерческую - участники РЦБ стремятся получить прибыль от совершения сделок с ценными бумагами;

- ценовую - на РЦБ под воздействием спроса на ценные бумаги и их предложения формируются рыночные цены финансовых инструментов;

- информационную - с помощью рынка ценных бумаг его участники получают необходимые сведения о торгуемых ценных бумагах, о событиях, оказывающих воздействие на цены финансовых средств, а также иную полезную информацию. Кроме того, надо учитывать, что рынок ценных бумаг чутко реагирует на происходящие и предполагаемые изменения в политической, социально-экономической и других сферах жизни общества. В этой связи, обобщенные показатели РЦБ используются как один из макроэкономических показателей, характеризующих состояние экономики страны в целом;

- регулируемую - на РЦБ устанавливаются правила выпуска и обращения ценных бумаг, способы обеспечения прав и законных интересов участников сделок, порядок разрешения возникших коллизий.

2. Специфические функции, присущие исключительно рынку ценных бумаг. К наиболее существенным из них можно отнести следующие:

- регулирование инвестиционных потоков для обеспечения оптимальной структуры использования финансовых ресурсов. Именно через РЦБ осуществляется значительная часть перераспределения капиталов в экономике, обеспечивающее наиболее высокую рентабельность вложений;

- обеспечение массового характера инвестиционного процесса. РЦБ позволяет любым экономическим субъектам (в том числе обладающим номинально небольшим инвестиционным потенциалом) осуществлять инвестиции - как финансовые (поскольку ценные бумаги сами по себе являются объектом инвестирования), так и реальные (при покупке акций нового выпуска);

- РЦБ является важным инструментом государственной финансовой политики. С помощью государственных ценных бумаг государство может решать несколько задач:

- финансирование дефицита бюджетов различных уровней;
- финансирование конкретных хозяйственных проектов;
- регулирование объема денежной массы, находящейся в обращении;
- поддержание ликвидности финансово-кредитной системы.

Кроме них, РЦБ выполняет и иную специфическую функцию – страхования ценовых и финансовых рисков (так называемое хеджирование рисков). Это становится возможным в основном благодаря использованию производных ценных бумаг – опционов и фьючерсов.

На рынке ценных бумаг обращаются разнообразные финансовые инструменты. Поэтому существует классификация отдельных сегментов РЦБ, основанная на классификации самих ценных бумаг. С этой точки зрения рынок ценных бумаг можно условно разделить на следующие виды:

- в зависимости от обращения ценных бумаг на международных рынках – межгосударственные и национальные;

- с учетом охвата рынком конкретных ценных бумаг территории государства – федеральные и региональные;
- по типу обращающихся ценных бумаг – рынок акций, рынок облигаций, рынок производных ценных бумаг и т.п.;
- в зависимости от типа эмитента ценных бумаг – рынки государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг;
- с учетом вовлечения в сделки с ценными бумагами их эмитентов – первичные и вторичные;
- по способу организации торговли с ценными бумагами – организованные и неорганизованные, биржевые и внебиржевые.

1.11. Участники рынка ценных бумаг.

В общем случае в сделках с ценными бумагами на организованном рынке можно выделить три стороны:

а) **эмитент** эмиссионных ценных бумаг - юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ценными бумагами. Как видно из данного определения, эмитентом эмиссионных ценных бумаг может быть и государство в лице органов исполнительной власти федерального и субфедерального уровня, и органы местного самоуправления, акционерные общества и иные коммерческие организации, банки, другие юридические лица.

Путем выпуска ценных бумаг эмитент может решить следующие задачи:

- мобилизация финансовых ресурсов на осуществление своих инвестиционных проектов, пополнения оборотных средств;
- увеличение собственного капитала компании;

- изменение структуры капитала;
- погашение кредиторской задолженности путем предоставления кредиторам части выпущенных ценных бумаг;
- реструктуризация задолженности по платежам.

б) **инвестор** - юридическое или физическое лицо, осуществляющее от своего имени и за свой счет сделки с ценными бумагами. Инвесторы могут преследовать различные цели: например, банки, вкладывая деньги в ценные бумаги, могут значительно повысить свою ликвидность, получая при этом определенный доход. Особую роль играют ценные бумаги в деятельности институциональных инвесторов - инвестиционных фондов (акционерных и паевых), негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний, являясь основным объектом их инвестирования.

Если целью приобретения инвестором ценных бумаг эмитента является получение контроля над этой компанией, то его принято относить к стратегическим инвесторам. Часто ценные бумаги приобретаются инвестором только ради получения от операций с ними прибыли. В этом случае считается, что инвестор осуществляет портфельное инвестирование, и такого инвестора относят к портфельным инвесторам.

в) профессиональный участник рынка ценных бумаг - юридические лица, осуществляющие виды деятельности, указанные в законе “О рынке ценных бумаг”. Следует учитывать, что согласно этому закону, все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основании лицензии, выдаваемой федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ЦБ РФ) или уполномоченными ею органами.

Закон “О рынке ценных бумаг” выделяет 7 видов профессиональной деятельности на РЦБ [8, раздел 2]:

1) **Брокерская деятельность**. Профессиональный участник РЦБ, занимающийся брокерской деятельностью, именуется **брокером**.

2) **Дилерская.** Профессиональный участник РЦБ, осуществляющий дилерскую деятельность, называется **дилером**.

3) **Деятельность по управлению ценными бумагами.** Профессиональный участник РЦБ, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется **управляющим**.

4) **Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг).** Именно клиринговые учреждения обеспечивают покупателю ценных бумаг их перевод в его собственность, а продавцу ценных бумаг - поступление денежных средств.

5) **Депозитарная деятельность** - оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

6) **Деятельность по ведению реестра** владельцев ценных бумаг.

Для ценных бумаг на предъявителя система ведения реестра не ведется.

7) **Деятельность по организации торговли** на рынке ценных бумаг. Профессиональный участник РЦБ, оказывающий подобные услуги, называется **организатором торговли** на рынке ценных бумаг.

По закону, профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг может осуществляться только при наличии соответствующей лицензии. Порядок лицензирования и предъявляемые к соискателям и лицензиатам требования устанавливает ЦБ РФ.

1.12. Ценные бумаги и их классификация.

Ценная бумага (согласно ГК РФ) – документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Уже из данного определения можно увидеть черты ценных бумаг, отличающие их от иных объектов гражданских прав: по общему правилу при

исполнении гражданско-правовых сделок не требуется предъявления документа, удостоверяющего заключение такой сделки.

Другой отличительной чертой ценных бумаг является то, что при совершении сделок с ними нельзя передать только **часть** прав, удостоверяемых ценной бумагой. Иными словами, если, например, акционер решил продать имеющуюся у него акцию, передать закрепленные ею права на получение дивиденда и на часть имущества, оставшегося после ликвидации акционерного общества, но оставить (с согласия покупателя) за собой удостоверяемое данной акцией право голоса, то это сделать невозможно.

Ценным бумагам свойственна формализация: для каждой ценной бумаги законодательно устанавливаются перечень удостоверяемых ею прав, обязательные реквизиты, форма ценной бумаги и иные требования. Как указывается в ст.144 ГК РФ, “отсутствие обязательных реквизитов ценной бумаги или несоответствие ценной бумаги установленной для нее форме влечет ее ничтожность”. Данная норма ограничивает возможность появления на рынке ценных бумаг разного рода суррогатов (какими были, например, «акции» МММ).

ГК РФ относит к ценным бумагам:

Статья 143:

- государственная облигация,
- облигация,
- вексель,
- чек,
- депозитный и сберегательный сертификаты,
- банковская сберегательная книжка на предъявителя,
- коносамент,
- акция,
- приватизационные ценные бумаги

другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг.

В статье 912 к ценным бумагам отнесены также:

- двойное складское свидетельство, состоящее из складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), также по отдельности являющихся ценными бумагами,
- простое складское свидетельство,
- складская квитанция.

Кроме того, другими законами к ценным бумагам причислены:

В 1995 г. Указом Президента РФ от 26.07.95 г. N 765:

- инвестиционный пай.

В 1998 г. Специальными Федеральными законами РФ :

- федеральные государственные ценные бумаги,
- государственные ценные бумаги субъектов Федерации
- муниципальные ценные бумаги.

Федеральным законом от 16.07.98 г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»

- закладные.

В 2003 г. Федеральным законом РФ от 28.12.96 № 185-ФЗ:

- опциона эмитента,

Законом РФ от 11.11.2003 № 152-ФЗ :

- облигация с ипотечным покрытием,
- ипотечный сертификат участия.

1.13. Характеристики ценных бумаг.

Характеристики ценной бумаги. Форма ценной бумаги имеет целый ряд реквизитов (характеристик), многие из которых по закону обязательны для соответствующего вида ценных бумаг. Эти характеристики обычно имеют

попарно противоположный характер [1], а потому ценные бумаги могут классифицироваться в зависимости от того, какому признаку из соответствующей их пары они отвечают. Совокупность всех этих признаков и формирует отличия одного вида ценной бумаги от других ее видов.

Общепринятыми являются следующие классификации ценных бумаг.

1. Документарные и бездокументарные ценные бумаги. По юридической форме существования ценные бумаги делятся на:

- документарные («бумажные») - ценные бумаги, выпускаемые в форме документа;
- бездокументарные - ценные бумаги, существующие в виде записей на материальных (компьютерных, электронных) носителях, порядок осуществления которых регулируется государством.

Российские ценные бумаги в этом смысле делятся на две группы:

- ценные бумаги, которые могут выпускаться только в документарной форме (векселя, чеки, складские свидетельства, коносаменты и др.);
- ценные бумаги, которые могут выпускаться как в документарной, так и в бездокументарной формах (акции и облигации).

Бумажная форма есть исторически первая форма существования ценной бумаги. Развитие же рынка ценных бумаг приводит к тому, что все большее число их видов существует уже в бездокументарной форме. В России бездокументарная форма ценной бумаги связана с ее принадлежностью к эмиссионным ценным бумагам.

2. Ценные бумаги именные и на предъявителя.

По принадлежности (форме владения) ценная бумага может быть:

- предъявительской, или ценной бумагой на предъявителя, права по которой принадлежат ее предъявителю;
- именной - это ценная бумага, права по которой принадлежат названному в ней лицу.

Именная ценная бумага, в свою очередь, в зависимости от способа

передачи прав по ней подразделяется на два юридических подвида:

- простая именная ценная бумага - это именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется по договору цессии; юридически именно простая именная ценная бумага и называется именной ценной бумагой;
- ордерная ценная бумага - это именная ценная бумага, передача прав по которой осуществляется путем совершения на ней передаточной надписи - индоссамента.

Цессия и индоссамент - это две формы уступки прав кредитора или в данном случае прав владельца ценной бумаги (инвестора). Их основное различие состоит в следующем.

Цессия есть двусторонняя сделка, или договор, между старым и новым собственником ценной бумаги. В случае, когда уступка прав осуществляется за деньги, договор цессии имеет форму договора купли-продажи.

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

Предъявительская ценная бумага не фиксирует имя ее владельца, и поэтому ее обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица к другому.

Существуют ограничения на выпуск ценной бумаги того или иного юридического вида в предъявительской или именной формах. Так, акции в России могут иметь только именную форму. В США, например, не разрешается выпуск облигаций на предъявителя. Однако теоретически любая ценная бумага может быть как именной, так и предъявительской, поскольку это есть внешняя характеристика по отношению к выражаемому ею имущественному праву.

3. Срочные и бессрочные ценные бумаги. По сроку существования ценные бумаги делятся на:

- срочные - это ценные бумаги, срок существования которых ограничен

во времени по условиям их выпуска. Многие из выпускаемых ценных бумаг имеют заранее заданные сроки обращения;

- бессрочные - ценные бумаги, для существования которых не установлены ограничения во времени по условиям их выпуска. Классическим видом бессрочных бумаг являются акции. Бессрочность ценной бумаги означает, что выплата, например, дохода по ней не имеет временных ограничений, а срок существования ее ограничен сроком существования эмитента данных ценных бумаг (пример - акции);.

Деление ценных бумаг на срочные и бессрочные относится лишь к ценным бумагам конкретных эмитентов. В историческом смысле ценные бумаги всегда существуют ограниченный промежуток времени и не являются «вечными».

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

- краткосрочные - бумаги, имеющие срок обращения до 1 года;
- среднесрочные - бумаги со сроком обращения свыше 1 года до 5-10 лет;
- долгосрочные - бумаги, имеющие срок обращения, превышающий 10 лет.

При этом в мировой практике существуют ценные бумаги, выпускаемые на сроки до 50 и даже до 100 лет.

Существуют и ценные бумаги, которые занимают в некотором смысле промежуточное положение между срочными и бессрочными. К ним можно отнести так называемые *отзывные ценные бумаги* – например, отзывные облигации.

Отзывная ценная бумага имеет срок окончания своего действия, и с этой стороны она является срочной бумагой, но ее эмитент или инвестор имеют право прекратить ее существование досрочно, когда это им покажется выгодным.

4. Эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги.

Все ценные бумаги можно подразделить также на эмиссионные и неэмиссионные.

Эмиссионная ценная бумага 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 объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги;
- каждый выпуск эмиссионных ценных бумаг подлежит обязательной государственной регистрации, выражающейся в присвоении ему государственного регистрационного номера.

Типичными представителями эмиссионных ценных бумаг служат акции и облигации.

Неэмиссионные ценные бумаги не обладают совокупностью указанных трех признаков. К неэмиссионным ценным бумагам можно отнести депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, чеки, паи.

Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении только эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента (обращение иных ценных бумаг регулируется данным законом только в случаях, предусмотренных федеральными законами).

К эмиссионным ценным бумагам обычно относятся наиболее важные для рынка бумаги, представляющие собой капитал, выпускаемые к тому же в больших количествах, т. е. затрагивающие интересы достаточно большого круга участников рынка. Государственная регистрация выпуска ценной бумаги есть форма выражения определенного интереса к ней со стороны рынка, но она требует существенного времени и затрат со стороны эмитента.

По этой причине государственная регистрация является обязательной для эмитента эмиссионных видов ценных бумаг: у него нет права выбора - регистрировать выпуск или не регистрировать.

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

5. Номинированные и номинированные ценные бумаги. В зависимости от наличия номинала ценные бумаги подразделяются на:

- *номинированные*, т.е. имеющие номинальную стоимость, или номинал, в денежном выражении;
- *номинированные* - не имеющие номинальной стоимости.

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

По российскому законодательству инвестиционные ценные бумаги должны иметь номинальную стоимость, кроме ценных бумаг, представляющих собой пай, к которым относятся инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия. Безноминальность паевых ценных бумаг вытекает из того, что размер стоимости, реально передаваемой инвестором эмитенту пая и обратно, колеблется со временем, а потому он не может быть зафиксирован в качестве юридического номинала пая ни в абсолютном размере, ни относительно.

Для долговых ценных бумаг отсутствие номинала в абсолютном выражении совершенно невозможно, поскольку это противоречит сущности самого долгового отношения.

6. Государственные и корпоративные (негосударственные) ценные бумаги. По юридическому виду эмитента ценные бумаги подразделяются на:

- *государственные* - это ценные бумаги, эмитентом которых является государство в лице уполномоченных на то его органов;
- *корпоративные (негосударственные)* - это ценные бумаги, эмитенты которых коммерческие организации.

Данная классификация нуждается в существенном пояснении в силу двух моментов. Во-первых, понятие государства в российском законодательстве не охватывает муниципальные органы власти, которые имеют право выпускать ценные бумаги.

Во-вторых, ценные бумаги теоретически могут выпускать (выдавать) и граждане, например, векселя, а не только юридические лица в виде государственных или коммерческих организаций.

Поэтому юридически более строгим является деление ценных бумаг на государственные и негосударственные, к которым в этом случае относятся бумаги не только коммерческих организаций, но и частных лиц и муниципальных образований.

К государственным ценным бумагам обычно относятся различные виды облигаций, выпускаемых государством. Корпоративные ценные бумаги выпускаются в обращение акционерными обществами, банками, инвестиционными компаниями и другими коммерческими организациями.

7. Национальные и иностранные ценные бумаги. По национальной принадлежности ценные бумаги подразделяются на:

- *национальные (российские)* - это ценные бумаги, выпущенные национальными эмитентами;
- *иностранные* - это ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами или эмитентами, находящимися в других странах.

На рынке каждой страны теоретически могут обращаться как национальные, так и иностранные ценные бумаги, но на российском рынке

обращаются только российские ценные бумаги. В то же время российское государство и российские компании могут выпускать ценные бумаги, которые обращаются как на российском, так и на рынках других государств. Следовательно, национальная принадлежность ценной бумаги не дает ответа на вопрос, на каком рынке она обращается, - на внутреннем или на внешнем.

8. Рыночные и нерыночные ценные бумаги. С точки зрения степени свободы обращения ценные бумаги могут делиться на:

- рыночные, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободнообращающимися ценными бумагами;
- нерыночные, имеющие те или иные ограничения или запрет на передачу путем купли-продажи.

Любой рынок, в том числе и РЦБ, предполагает свободную куплю-продажу имеющихся на нем товаров, в том числе и ценных бумаг. Поэтому рыночные ценные бумаги есть преобладающий вид ценных бумаг. Но в ряде случаев эмитент может выпустить нужные участникам рынка ценные бумаги с ограничениями на их свободное отчуждение третьим лицам. Например, акции закрытых акционерных обществ (ЗАО) в интересах самих акционеров имеют ограничения на свободное обращение, что, в частности, выражается в том, что такого рода акции никогда не обращаются на фондовых биржах.

9. Рисковые и безрисковые ценные бумаги. По уровню риска, который в силу тех или иных причин присущ ценным бумагам, последние условно могут быть поделены на:

- *безрисковые* - это ценные бумаги, которые имеют самый возможно (максимально) низкий в рыночных условиях уровень риска;
- *рисковые* - это ценные бумаги, уровень риска которых превышает уровень риска, имеющийся у безрисковых ценных бумаг. Рисковые ценные бумаги, в свою очередь, условно разбиваются на три группы:

1) Низкорисковые- это ценные бумаги, для которых уровень риска несколько превышает уровень безрисковых ценных бумаг, но остается ниже

среднерыночного уровня;

2) Среднерисковые - это ценные бумаги, уровень риска которых примерно соответствует среднему уровню риска на рынке ценных бумаг;

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

В мировой практике к безрисковым ценным бумагам относят краткосрочные государственные долговые обязательства (казначейские векселя). Все остальные ценные бумаги принято называть рисковыми. К низкорисковым обычно относятся все остальные государственные бумаги, к среднерисковым чаще всего причисляют корпоративные облигации, а в разряд высокорисковых ценных бумаг обычно входят акции. К еще более высокорисковым, чем обычные акции, относятся так называемые производные инструменты (деривативы), которые основаны на срочных контрактах, базовым активом которых выступают ценные бумаги.

Наглядно деление ценных бумаг по уровню имеющегося у них риска обычно изображается в виде графика, в котором одновременно иллюстрируется связь между уровнем риска и доходностью ценной бумаги (рис. 1.6).

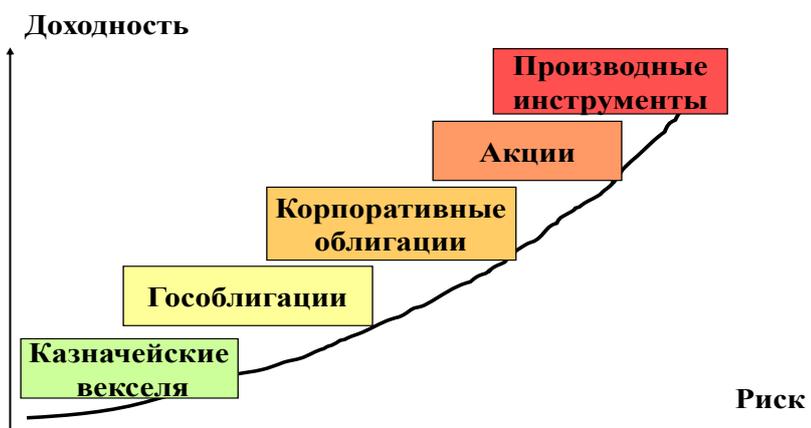


Рис. 1.6. Доходность и риск ценных бумаг.

10. Классификация ценных бумаг по их инвестиционным качествам.

Для инвесторов большое значение имеет классификация ценных бумаг в зависимости от тех возможностей, которые они открывают для них как финансовые инструменты. С этой точки зрения все ценные бумаги можно подразделить на три вида:

1. Долговые ценные бумаги (векселя, облигации, имеющие, как правило, фиксированный доход).
2. Долевые ценные бумаги (акции, паи), доход по которым не определен.
3. Производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты).

Долговая ценная бумага воплощает в себе обязательство выпустившего ее юридического лица - эмитента - выплатить проценты и погасить основную сумму задолженности в соответствии с согласованным графиком.

Долговые ценные бумаги в юридическом плане обычно есть иная форма займа капитала участником рынка по сравнению с банковской ссудой, суть которой состоит в прямом обращении к кредитору, минуя посредника в лице банка.

К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, векселей, залладных независимо от того, кто является их эмитентом и какова продолжительность существования этой ценной бумаги.

Долевая ценная бумага дает владельцу на часть активов эмитента. Этот сертификат есть свидетельство о доле собственника в капитале фирмы. К долевым ценным бумагам принадлежат все виды акций всех без исключения типов эмитентов.

В литературе можно также встретить выделение в отдельную группу *доверительных* ценных бумаг, представляющие собой капитал, находящийся в доверительном управлении. Это ценные бумаги паевого типа, примером которых в России являются инвестиционные паи. В отличие от акций, которые представляют собой собственный капитал юридического лица,

инвестиционный пай - это не есть объединенный капитал как капитал юридического лица.

Производные ценные бумаги (деривативы), стоимость которых зависит от стоимости базового актива, например акции, фондового индекса, ставки процента и т.п. Стоимость дериватива всегда существенно ниже стоимости базового актива, а расчеты по таким ценным бумагам осуществляются в сроки, достаточно удаленные от даты заключения сделки купли-продажи.

11. Доходные и бездоходные ценные бумаги. С точки зрения наличия дохода по ним ценные бумаги могут быть классифицированы как:

- доходные - ценные бумаги, по которым по условиям эмиссии предполагается выплата дохода эмитентом их владельцу. В свою очередь, они имеют две формы:
 - процентные, по которым эмитент выплачивает доход, начисляемый (рассчитываемый) как правило, от номинала ценной бумаги самим эмитентом;
 - дисконтные, по которым эмитент уплачивает доход в форме дисконта;
- бездоходные - это ценные бумаги, по которым эмитент никакого дохода выплачивать не обязан.

Доход по доходной ценной бумаге может начисляться и выплачиваться эмитентом в форме дивиденда или процента.

Дивиденд есть доход, выплачиваемый по акции. Размер такого дохода обычно заранее не определяется условиями эмиссии, и заранее неизвестен для участников рынка.

Процент - это доход, выплачиваемый по долговой ценной бумаге. Его экономическое отличие от дивиденда состоит в том, что размер процента или алгоритм его расчета заранее известен для владельца ценной бумаги.

Экономические различия между дивидендом и процентом оказываются на практике размытыми, поскольку имеет место, с одной стороны, выпуск

привилегированных акций с фиксированным размером дивиденда, а с другой - выпуск облигаций с «плавающим» процентом.

Возможна и другая форма получения дохода по ценной бумаге - в виде дисконта, т. е. разницы между номиналом ценной бумаги и более низкой ценой ее приобретения. Дисконт всегда выплачивается эмитентом. Инвестор получает заложенный в дисконте доход единовременно - в момент погашения ценной бумаги.

Бездоходная ценная бумага изначально не предназначена для получения ее держателем дохода, но при определенных условиях и она может стать источником дохода. Возможно формой дохода по бездоходным ценным бумагам является положительная разница в их рыночных ценах. Условием возникновения такого дохода является ее обращение на рынке и наличие у нее рыночной цены.

Поскольку бездоходная ценная бумага выпускается не в целях увеличения капитала, а в качестве товара или платежного средства, то она часто не имеет рыночной цены, отличной от рыночной цены представляемого ею товара.

Доход в виде разницы в рыночных ценах может иметь место по обеим рассматриваемым группам ценных бумаг. Но если для бездоходных бумаг он есть их единственный вид дохода, то для доходных ценных бумаг положительная разница в рыночных ценах представляет собой второй, дополнительный вид дохода, источником которого уже является не эмитент, а рынок, т. е. складывающиеся на нем отношения между инвесторами.

Таким образом, инвестиционный доход, или доход, получаемый инвестором (владельцем) ценной бумаги, может состоять из двух частей:

- 1) выплачиваемый (начисляемый) - это доход, который выплачивает эмитент инвестору в соответствии с условиями выпуска ценной бумаги;
- 2) дифференциальный - это доход, который может быть получен от разницы в рыночных ценах по ценной бумаге.

12. Инвестиционные и неинвестиционные ценные бумаги.

Ценная бумага может быть:

- инвестиционной, приносящей ее владельцу инвестиционный доход. Это ценная бумага - объект для вложения денег в качестве доходного рыночного актива. К инвестиционным ценным бумагам всегда относят акции и облигации как ценные бумаги, приносящие процентный или дивидендный доход.
- неинвестиционная, обращение которой на рынке не приносит дохода (инвестиционного) ее владельцу. Обычно это ценные бумаги, обслуживающие расчеты на товарных или других рынках: коносаменты, складские свидетельства, чеки.

Когда говорят о рынке ценных бумаг как о рынке, то обычно под этим имеют в виду рынок именно инвестиционных, а не всех ценных бумаг. В то же время и бездоходная ценная бумага, при соответствующих обстоятельствах, может стать источником дохода в форме разницы в ее рыночных ценах. Например, стоимость складского свидетельства на партию металла может возрасти вслед за скачком цен на металлы на бирже.

Таким образом, любая ценная бумага может быть достаточно полно описана, если даны все ее 12 реквизитов (характеристик) в описанной классификации.

Глава 2. ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

К долговым ценным бумагам, выпускаемым эмитентом на принципах платности, срочности и возвратности, относятся прежде всего облигации с различными сроками обращения и способом получения дохода, а также векселя.

2.1. Вексель.

Вексель есть составленное по установленной законом форме безусловное, абстрактное (т.е. не раскрывающее характер сделки - купля-продажа, заем или другая операция) денежное обязательство.

Простой вексель (соло) представляет собой обязательство одной стороны уплатить другой стороне установленную сумму (валюту векселя) в определенном месте и в определенное время. Пример простого векселя представлен на рис.2.1.

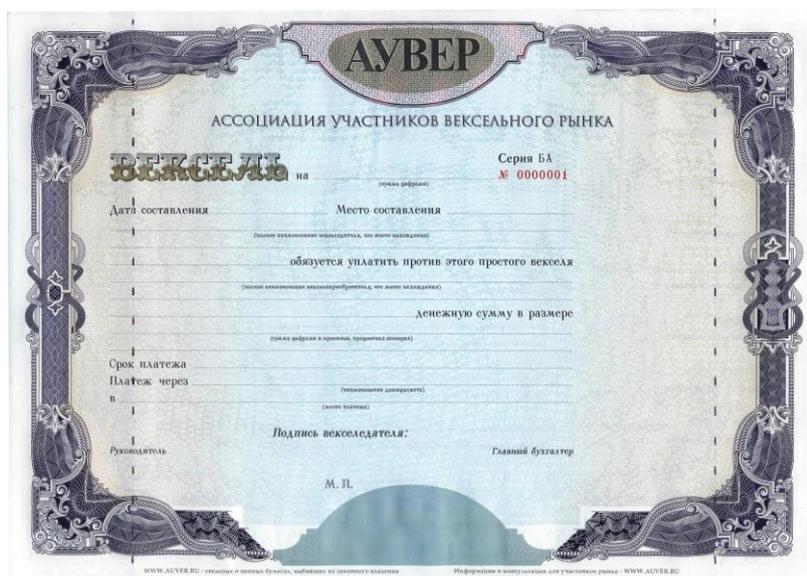


Рис.2.1. Бланк простого векселя, рекомендованный российской Ассоциацией участников вексельного рынка (АУВЕР)

Простой вексель должен в обязательном порядке содержать следующие 8 обязательных реквизитов (см. рис. 2.1) : 1 - вексельная метка, которая должна встречаться два раза : в заголовке и в самом тексте ; 2 - обещание заплатить определенную сумму денег; 3 - дата и 4 - место составления настоящего векселя; 5 - место и 6 - дата платежа; 7 - наименование получателя платежа; 8 - подпись векселедателя. Если векселедатель вызывает некоторые сомнения у партнера, последний может потребовать поручительство по векселю в виде **авалья**. Авалист по законодательству несет солидарную ответственность с векселедателем.

Держатель векселя может по своему усмотрению передать право требования по векселю любому другому лицу путем оформления на векселе передаточной надписи (индоссамент). При этом лицо, передавшее вексель - индоссант - берет на себя солидарную ответственность с авалистом и векселедателем перед лицом, принявшим вексель по передаточной надписи - **индоссатом**.

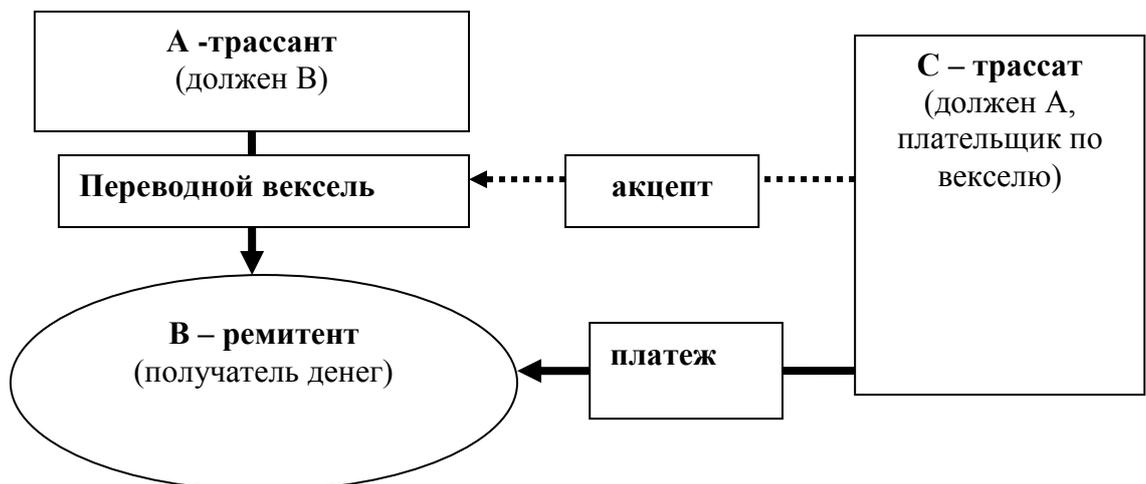


Рис.2.2. Схема движения переводного векселя

Переводной вексель (тратта) - является обязательством стороны А (трассанта) возратить стороне В (ремитенту) обусловленную сумму путем приказа своему должнику С (трассату) расплатиться с В. Схема движения переводного векселя представлена на рис.2.2

На переводных векселях принято также оформлять **акцепт**, т.е. согласие должника (трассата) произвести оплату векселя в обозначенный на нем срок.

При возникновении проблем с акцептом переводного или оплатой простого и переводного векселей оформляется **протест** по векселю по месту нахождения плательщика. Протест есть юридический акт нотариальной конторы, публично фиксирующей нарушение вексельного права. Протест позволяет обратиться за взысканием долга в суд и, помимо этого, компрометирует векселедателя, авалиста и индоссанта.

Расчетная функция векселя

Обладание базовыми функциями денег делает вексель способным выполнять активные функции денег. Если вексель находится на руках своего владельца вплоть до даты погашения, он остается долговым обязательством и в качестве денег служит лишь мерой стоимости переданных в кредит товаров или денег, а также средством накопления. Но погашение векселя, по которому истек срок, осуществляется наличными деньгами. Если же вексель до истечения срока используется в качестве платежного средства, он выполняет активные функции денег. Но он не действует в качестве средства обращения - вексель начинает использоваться сразу в качестве средства платежа, в наиболее зрелой функции, приобретенной и отшлифованной натуральными деньгами в течение длительного исторического развития.

Вексель выступает как средство платежа в сфере крупных операций для проведения расчетов, обслуживающих движение капитала, оставляя за пределами своего применения сферу розничной торговли и других мелких хозяйственных операций. Уже в XVII в. в Англии в кредит проводилось от

двух третей до четырех пятых всех торговых операций, во Франции - более половины. Эта тенденция сохранилась и в дальнейшем.

В процессе производства и реализации продукции предприятия могут испытывать определенный недостаток в денежных средствах. Банковские кредиты часто недоступны по причине высоких процентов за кредит, отсутствия кредитной истории и т.п. В этом случае компания может использовать вексель для расчетов за сырье, материалы, топливо, энергию и т.д. Использование векселей в качестве платежного средства открывает возможности для обеспечения бесперебойного движения капитала по стадиям его кругооборота, независимо от наличия в каждый данный момент достаточного количества металлических денег. Тем самым устраняются препятствия росту капитала и производства.

Вексель как инструмент привлечения денежных средств.

Кроме коммерческих векселей, существуют также финансовые векселя. К ним относятся государственные казначейские векселя, выпускаемые для покрытия дефицита бюджета или разрыва в кассовых поступлениях, а также банковские векселя, выпускаемые под депозиты в банке. По своей природе финансовые векселя, выпускаемые банками и другими финансовыми институтами, являются дубликатами денежных ресурсов, находящихся в распоряжении этих институтов и используемыми для погашения обязательств по этим векселям, действующим в течение определенного срока в качестве средства расчетов и одновременно способных выполнять функцию накопления благодаря заложенному в них проценту.

Кроме того, векселя могут использоваться нефинансовыми компаниями для привлечения денежных средств на финансовом рынке.

Преимущества векселей. Вексель является ценной бумагой, что и обуславливает многие его преимущества перед, например, кредитом.

1. Если компании необходимо привлечь значительные средства, то в случае традиционного банковского кредитования довольно сложно получить

большую сумму в одном банке и, тем более, несколько займов от разных банков под один и тот же проект.

В то же время можно выписать несколько векселей на нужную сумму, которые попадут к разным инвесторам. Это позволяет не только расширить круг кредиторов за счет мелких инвесторов, но и снизить зависимость от крупных кредиторов и избежать возможного давления с их стороны.

2. Вексель дает возможность быстрее, проще, оперативнее (в течение недели, а не месяцев) привлекать денежные средства, минуя обычную процедуру сбора и подготовки документов для рассмотрения банком вопроса кредитования, без открытия ссудных и других счетов в банке-кредиторе.

3. Вексель позволяет привлекать денежные средства без обязательного в случаях банковского кредитования обеспечения, то есть не закладывать ликвидное имущество или собственные акции.

4. Практика показывает, что использование векселя позволяет снизить стоимость заемных ресурсов: сегодня доходность наиболее ликвидных векселей в рублях составляет от 8% годовых для векселей со сроком погашения до трех месяцев и от 10% годовых — по более долгосрочным векселям при ставке по банковским кредитам от 14 до 18 % годовых.

Кроме того, вексель дает возможность нести расходы по обслуживанию долга только в конце срока заимствования (при погашении) и не платить проценты ежемесячно или ежеквартально, как это обычно предусматривается условиями банковских кредитов или купонных облигаций.

5. Как ценная бумага, вексель может быть передан другому лицу или выставлен на торги на вторичном рынке ценных бумаг, что делает его более ликвидным, чем кредит.

С другой стороны, так как вексель не является эмиссионной ценной бумагой, то его выпуск не нужно регистрировать в органах регулирования рынка и готовить проспект эмиссии. Не нужно также платить налог на

операции с ценными бумагами и комиссионное вознаграждение депозитарию и бирже, как при выпуске облигаций.

6. Удачное размещение собственных векселей формирует у компании положительную кредитную историю, о которой будет знать большое число потенциальных инвесторов. Поэтому последующие выпуски векселей фирма сможет разместить гораздо выгоднее: по более низким процентным ставкам и на более длительные периоды времени.

7. Безусловным преимуществом векселя является то, что инвестору проще вернуть деньги в случае отказа должника платить по векселю.

Недостатки векселей как инструментов привлечения средств:

1. Если для получения кредита компания раскрывает свою финансовую и управленческую отчетность только одному банку-кредитору на условиях полной конфиденциальности, то в случае выпуска векселей ей придется стать полностью открытой и прозрачной перед любым покупателем ценных бумаг. При этом от степени открытости предприятия будут зависеть стоимость и объем привлеченных средств – инвесторы готовы поступиться процентной ставкой ради получения более полной информации от заемщика (компромисс между риском и доходом).

2. Поскольку векселя распространяются среди широкого круга инвесторов, предприятию придется нести дополнительные расходы на привлечение финансового консультанта, который поможет правильно оценить возможности векселедателя и разместить выпущенные векселя среди инвесторов, а затем создать условия для обращения этих векселей на вторичном рынке. Вознаграждение финансового консультанта, как правило, например в России составляет 0,2—0,3% от объема выпуска векселей.

3. Большим недостатком векселей является их бумажная форма. Компании — владельцы векселей вынуждены нести расходы по их хранению и транспортировке (для погашения векселя необходимо доставить его векселедателю). Нередки случаи подделки векселей, что провоцирует

недоверие к ним со стороны участников рынка. Кроме того, если произойдет утеря векселя, владелец лишится всех прав на причитающиеся по векселю деньги.

Вексель традиционно используется для финансирования оборотного капитала и выпускается обычно на срок до шести месяцев. Как правило, выпускать векселя на более длительный срок могут позволить себе лишь крупные компании, имеющие публичную кредитную историю. Принимая решение о выпуске векселей в первый раз, компания должна учитывать, что, возможно, затраты по привлечению средств будут сравнимы с процентами по кредиту, который можно было бы получить на такой же срок и в таком же размере.

Рынок векселей в России.

Векселя широко используются российскими банками и нефинансовыми компаниями для различных целей, однако достоверные количественные данные можно найти только по банковским векселям (см. вебсайт ЦБ РФ www.cbr.ru).

По данным Банка России (Статистический бюллетень Банка России, № 2, 2015 г.), на 1 января 2015 года, объем денежных средств, привлеченных посредством векселей, выданных банками, составлял 489,5 млрд. рублей в группе рублевых и свыше 378 млрд. рублей в группе валютных векселей. Итого в сумме – около 868 млрд. рублей.

Можно оценить лишь порядок величины, находящейся в обороте вексельной массы в масштабах всей экономики. По оценке Российской ассоциации участников вексельного рынка АУВЕР (www.auver.ru), она составляет примерно 1 трлн. рублей.

Основные проблемы рынка векселей:

- ограниченность реального коммерческого кредита, сдерживающая развитие вексельного рынка (преобладает предоплата);
- являются идеальным инструментом обслуживания “серого” и “черного”

оборота;

- сложность объективной оценки эмитентов рождает эмиссию значительного количества необеспеченных векселей;
- большая доля в обращении финансовых векселей, т.е. возникающих не из реальной потребности торгово-промышленного оборота, а из потребности мобилизации денежных ресурсов на финансовых рынках.
- использование векселей в целях «оптимизации налогообложения».

2.2. Облигации

Облигацией называется безусловное письменное долговое обязательство, в котором эмитент этой ценной бумаги обязуется выполнить определенное условие - обратной выплаты номинальной денежной суммы и установленного процентного вознаграждения. Облигация выпускается против активов компании - эмитента. Мобилизованный с ее помощью капитал не является акционерным, так как это одна из форм **займа** капитала. Общие издержки эмитента облигаций складываются из суммарных годовых издержек на их обслуживание, технических издержек на выпуск и размещение ценных бумаг.

Гарантией погашения облигации как срочного долгового обязательства является общая гарантия со стороны эмитента. Она представляет собой право держателя на часть имущества в случае невыполнения эмитентом своих обязательств при банкротстве. Облигация имеет ряд следующих обязательных реквизитов:

Номинал (par value) есть денежная сумма, обозначенная на лицевой стороне сертификата облигации, ее получает владелец в день наступления даты погашения.

Дата погашения (maturity date) — календарная дата, день, в который компания возвращает покупателю сумму, равную номиналу облигации и прекращает выплату процентов.

Владелец облигации является кредитором эмитента. Кредитование осуществляется на общих принципах платности, срочности и возвратности.

Принцип платности реализуется через получение владельцем облигации дохода. Облигации относятся к ценным бумагам с фиксированным доходом, поэтому размер дохода в валюте, в которой деноминирована ценная бумага, определен уже в момент продажи облигации. Доход по облигации может формироваться различными способами.

Наиболее широко применяется периодическая выплата дохода по облигации в виде процента от номинала ценной бумаги, которая производится на основании **купона**. Если облигация выпущена в бумажной форме, купон представляет собой отрывной талон с напечатанной на нем процентной ставкой и датой выплаты дохода. Число купонов равно числу выплат процентов до ее погашения. Факт выплаты этого дохода отмечается изъятием купона из прилагаемого к облигации купонного листа. Эту форму выплат процентов называют часто «стрижкой купонов». В современных облигациях, выпускаемых в безбумажной форме, купоны, естественно, отсутствуют, но купонные выплаты осуществляются строго в соответствии с графиком в виде безналичных платежей держателям ценных бумаг.

Купонная ставка (coupon rate) - обусловленный процент от номинальной стоимости, которую должен выплачивать эмитент ежегодно. Хотя купонная ставка устанавливается как годовая, она может выплачиваться по частям, например, раз в полгода или даже раз в квартал. Процентные платежи, выплачиваемые по облигациям, относятся к затратам корпорации. Они вычитаются из налогооблагаемой прибыли.

В последнее время широкое распространение получили облигации с плавающей купонной ставкой. В этом случае при выпуске облигаций объявляется размер твердой купонной ставки на ближайший купонный период и общий принцип формирования купонной ставки на оставшиеся

периоды. В основе формирования ставки лежит значение одного из базовых индикаторов финансового рынка на определенную дату, к которому добавляется некоторая фиксированная "премия за риск". К таким базовым показателям относят, например, ставку рефинансирования (учетную ставку Центрального Банка), ставку LIBOR, среднюю доходность на рынке государственных облигаций и т.п. Плавающая купонная ставка позволяет снизить как риск инвесторов в случае повышения рыночных ставок, так и риск эмитента при снижении рыночных ставок в течение срока обращения данного выпуска облигаций.

Ставка купона как своеобразная цена ссудного капитала содержит две принципиально различные составляющие: реальный доход, который желает получить кредитор, и плату за риск, которому кредитор подвергается при передаче денежных средств заемщику. В общем случае в структуре рыночной процентной ставки купонного дохода r_C принято выделять следующие элементы:

$$r_C = r_o + \alpha_{exp} + P_r = r_{rf} + (p_{df} + p_{lq} + p_{mt}), \quad (2.1)$$

где: r_o – реальная безрисковая процентная ставка, т.е. ставка, характеризующая плату за финансовые ресурсы в реальном – без учета инфляции – выражении;

α_{exp} – премия за инфляцию, равная **ожидаемому** значению темпа инфляции за период. Эта премия может и не совпадать с текущим значением темпа инфляции α ;

$r_{rf} = r_o + \alpha_{exp}$ – номинальная безрисковая (risk-free) процентная ставка;

P_{risk} – суммарная премия за риск, величина которой в большей степени определяется конкретными условиями каждой сделки. В составе премии за риск выделяют:

p_{df} – премию за кредитный риск, или риск невозврата номинала, непогашения долга (default risk) ;

r_{lq} - премию за риск ограниченной ликвидности долга (liquidity risk), которая связана с возможными затруднениями при попытке переуступки долга при необходимости досрочного получения денежных средств. Эта премия особенно велика для «начинающих» заемщиков и практически отсутствует для крупных и успешно действующих компаний с безупречной репутацией;

r_{mt} - премию за срок до погашения долга, (maturity risk). Чем более долгосрочным является заем, тем выше данная премия, т.к. возрастает вероятность наступления различного рода неблагоприятных событий.

Роль номинальной безрисковой процентной ставки r_{rf} при определении суммарной ставки купона обычно выполняет доходность государственных краткосрочных облигаций как наиболее надежного рыночного долгового инструмента.

Выпускаются также и **бескупонные** облигации, доход по которым образуется за счет их продажи первым владельцам со скидкой - дисконтом - от номинальной стоимости. При этом погашение производится по номинальной стоимости, и весь доход по ценной бумаге, таким образом, равен дисконту. Иногда дисконтные ценные бумаги именуют "облигациями с нулевым купоном".

В последние годы все чаще применяется комбинированный способ формирования дохода по облигациям - как за счет фиксированного купонного дохода, так и путем дисконта при первичном размещении.

Принцип срочности при заимствованиях с использованием облигаций реализуется в том, что каждая облигация имеет свой **срок обращения**. По срокам обращения облигации подразделяются на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

Краткосрочные ценные бумаги выпускаются со сроками погашения через 3, 6 и 12 месяцев. Это, как правило, дисконтные бумаги, являющиеся скорее инструментом денежного рынка. Среднесрочные облигации имеют сроки

обращения от 2 до 10 лет; долгосрочные - свыше 10 лет и до 30 лет. Последние два вида бумаг - купонные либо с комбинированным способом формирования дохода и плавающей купонной ставкой.

Для реализации принципа возвратности при использовании облигационных займов большое значение имеет правильная оценка инвестиционного риска. Покупка облигаций всегда сопряжена с различными видами рисков, которые оказывают непосредственное влияние на вероятность погашения облигаций и выплаты процентов. Наиболее часто для интегральной оценки кредитоспособности эмитентов облигаций используются кредитные рейтинги, которые присваиваются как эмитентам ценных бумаг, так и отдельным выпускам облигаций (bond ratings).

Рейтинг представляет собой буквенный код, который отображает вероятность возврата эмитентом основного долга и процентов по нему. Чем выше эта вероятность, тем выше рейтинг заемщика, тем ниже риск невозвращения инвестированных средств и ниже плата за использование этих средств эмитентом. Рейтинг эмитентам облигаций (заемщикам) присваивают специализированные агентства после тщательного анализа всех аспектов их деятельности. Среди международных агентств наиболее известны "Moody's Investor Services", "Standard & Poor's" (США), "Fitch" (Великобритания). Все эмитенты облигаций заинтересованы в получении максимально высокого рейтинга, поскольку это не только расширяет возможности привлечения заемных средств, но и напрямую влияет на их стоимость. Услуги рейтинговых агентств весьма дороги - у международных агентств обслуживание стоит от \$100 000 в год и ими, как правило, могут воспользоваться, в основном, правительства различных стран, администрации муниципальных образований и крупных корпораций. Пример рейтингов заемщиков приведен в таблице 2.1.

Таблица 2.1.

Рейтинги эмитентов облигаций

Класс	Fitch; S&P	Moody's I.S.
Высшее качество. Международные корпорации с хорошей историей, выпускающие ходовые товары	AAA	Aaa
Очень хорошее качество. Длительная кредитная история, но менее впечатляющие финансовые показатели	AA	Aa
Хорошее качество. Корпорации с высокой платежеспособностью, но бизнес сильно зависит от конъюнктуры рынка	A	A
Среднее качество. Высокая платежеспособность, но существуют дестабилизирующие факторы	BBB	Baa
Качество ниже среднего. Результаты работы стабильные, но слабое покрытие долга	BB	Ba
Плохое качество. Нет покрытия долга, результаты работы нестабильны	B	B
Очень плохое качество. Малоизвестная компания без истории и без покрытия долга	CCC CC C	Саа Са С
Вероятность дефолта высока	D	-

Существуют также рейтинговые агентства, работающие с национальными эмитентами. В России это, например, «Эксперт РА», «Рус-рейтинг», Национальное рейтинговое агентство, стоимость услуг которых ниже, чем у международных – от 20 тыс. евро..

Что касается облигаций эмитентов, не имеющих официального рейтинга, то существенную информацию о связанных с ними рисках можно получить из анализа проспекта эмиссии ценных бумаг – документа, регламентирующего их выпуск и обращение.

Конечно, наличие высокого рейтинга у эмитента не гарантирует в будущем отсутствие проблем с погашением и обслуживанием облигаций. И, наоборот, низкий рейтинг не обязательно свидетельствует о грядущем дефолте. Тем не менее, вероятность дефолта показывает высокую корреляцию с рейтингом (рис. 2.3), что обуславливает популярность рейтинговой оценки рисков у инвесторов.

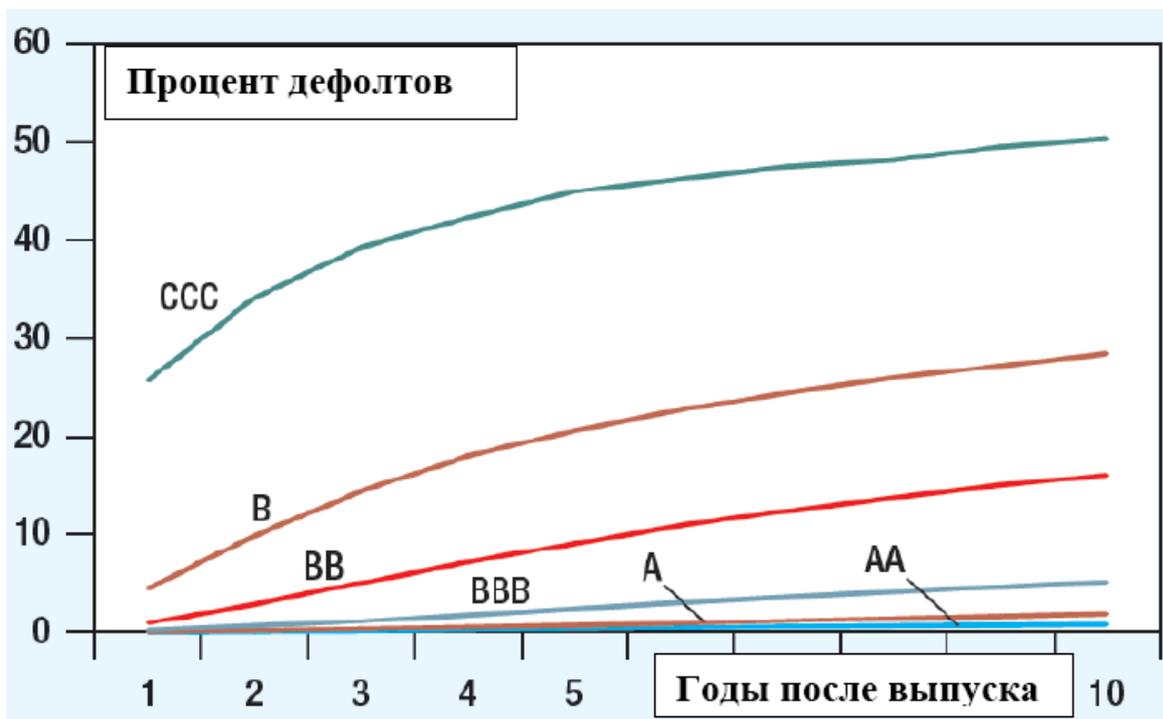


Рис. 2.3. Связь вероятности дефолта с рейтингом эмитента на примере рынка корпоративных облигаций США [9, Ch.23]

Определенные меры по защите интересов инвесторов от угрозы дефолта выработаны самим долговым рынком за многолетнюю историю его существования и развития. Речь идет о ковенантах.

Ковенанты - это обязательства эмитента соблюдать ряд условий при выпуске облигаций или привлечении кредита, при нарушении которых у инвесторов появляется право потребовать досрочного погашения долга. Ковенанты защищают инвесторов от рискованных действий менеджмента эмитента, а эмитенту облигаций позволяют привлечь финансирование по более низкой цене.

При «срабатывании» ковенант инвесторы могут предъявить компании требование о досрочном погашении имеющегося долга, поставив под удар ее финансовое положение. Условия ковенант могут быть самые разные. Наиболее часто используемые:

- смена контролирующего собственника в компании-заемщике;
- дефолт по выплате купона или погашению одного из выпусков облигаций;
- отказ от исполнения оферты;
- нарушение соотношения долг/прибыль, повышающее риск заемщика;
- другие – по согласованию сторон.

Кризис 2008 г. вызвал массовое «срабатывание» ковенант на российском рынке корпоративных облигаций. Только за 2008 г. более 60 компаний допустили чистые дефолты по рублевым облигациям и 11 – по валютным [10]. Многие компании допустили рост кредитного риска сверх предусмотренного ковенантами, и им пришлось согласовывать с кредиторами возможность реструктуризации долга.

Например, ОАО АЛРОСА - на конец первого полугодия 2008 года имела нарушение ковенант (чистый долг/ЕБИТДА менее 2,5) по выпуску кредитных нот (LPN-2014 на \$500 миллионов), однако получила от кредиторов разрешение на невыполнение ковенант до следующего полугодия тестирования в июле 2009 года.

Виды облигаций

Надежность облигаций тесно связана с их **обеспечением** (security) — активами или имуществом, служащим залогом при выпуске облигаций. Обеспечение облигаций может осуществляться различными способами. Государственные облигации обеспечены гарантией государства и с этой точки зрения признаны во всем мире наиболее надежными финансовыми инструментами, номинированными в национальной валюте страны. Обеспечением муниципальных облигаций часто являются поступления будущей хозяйственной деятельности (эксплуатации дорог, мостов, систем водоснабжения, канализации и т.п.) или будущих налоговых поступлений.

Корпорации чаще всего используют облигации с имущественным залогом, или **закладные облигации** (trust bond). Они обеспечиваются физическими активами или ценными бумагами компании. Закладные облигации возникли тогда, когда потребности корпораций в капитале стали превышать финансовые возможности отдельных лиц.

Конвертируемые (convertable) облигации могут быть обменены на обыкновенные акции компании. Они дают инвестору право на покупку акций той же компании по определенной цене в определенный срок. Это право называется конверсионной привилегией. Такие ценные бумаги остаются облигациями, пока приносят фиксированный доход и имеют дату погашения, но они дают и перспективу умножения капитала, если держатель воспользуется так называемой конверсионной привилегией.

Конверсионная привилегия позволяет быстрее продать выпуск. Она имеет тенденцию снижать цену займа (ставку купона) и дает компании возможность привлекать акционерный капитал косвенным образом на условиях, более благоприятных, чем условия, на которых выпускаются обыкновенные акции.

Конвертируемые облигации также используются для того, чтобы заинтересовать инвестора в предоставлении капитала компании, когда он не заинтересован в покупке обыкновенных акций, дающих низкий или нулевой доход. Покупая конвертируемые облигации, инвестор достигает двойной цели: с одной стороны, безопасность вложения и стабильный приток дохода, присущие облигации, с другой стороны, возможность умножения капитала, которую дают акции.

Конвертируемые облигации пользуются особым спросом у тех инвесторов, которые стремятся разделить с компанией ее рост и в то же время избежать любого значительного риска. У большинства конвертируемых облигаций цена конверсии со временем повышается, чтобы поощрять инвесторов к ранней конверсии. Такое повышение представляется логичным, когда рабочий капитал и выручка компании имеют тенденцию к росту.

Досрочное погашение облигаций.

Многие корпоративные облигации с фиксированной купонной ставкой выпускаются с условием возможности их досрочного погашения по желанию эмитента. Такая процедура называется «выкупом», «отзывом» облигаций (call provision), а сами облигации – **отзывными**.

Часто за отзыв облигаций с рынка эмитент платит держателям ценных бумаг премию, причем размер премии уменьшается в каждый последующий год на постоянную величину $\Delta = C/n$, где C – годовая купонная выплата; n – первоначальный срок до погашения в годах. Право досрочного погашения обычно реализуется как «отсроченное право выкупа», что означает, что корпорация – эмитент облигаций не имеет право отзывать их какое-то время – например, 5 лет.

Корпорации пользуются правом выкупа в том случае, если после эмиссии облигаций процентные ставки на финансовом рынке падают ниже уровня купонной доходности r_c . В этом случае корпорация

«переплачивает» своим кредиторам – держателям облигаций, и для нее выгоднее осуществить новый выпуск облигаций с меньшей ставкой купона, а на вырученные деньги выкупить старый выпуск с высокой процентной ставкой купонного дохода. Такая операция называется рефинансированием. Рефинансирование дает корпорациям возможность снизить расходы на выплату процентов.

Право досрочного выкупа выгодно для эмитентов ценных бумаг, но отрицательно сказывается на доходах инвесторов – инвесторы теряют при повышении рыночных ставок и ничего не получают дополнительно, когда ставки падают. Действительно, если процентные ставки на рынке после выпуска облигаций будут расти, корпорация не будет выкупать свои облигации. Купившие эти облигации инвесторы по-прежнему будут получать доход в соответствии с первоначальной ставкой, хотя могли бы инвестировать свои средства и под больший процент. Если же рыночные ставки снизятся, корпорация воспользуется правом отзыва и инвесторы, получив деньги за выкупленные у них ценные бумаги, вынуждены будут реинвестировать эти средства на рынке под более низкий процент. Чтобы компенсировать инвесторам этот риск, отзывные облигации обычно должны иметь изначально более высокую доходность, чем безотзывные.

Некоторые эмитенты, пытаясь повысить привлекательность своих ценных бумаг, предлагают инвесторам облигации, предполагающие возможность досрочного погашения по номиналу по желанию инвестора (**облигации с офертой**). В этом случае держатели облигаций защищены от риска повышения процентной ставки, так как имеют возможность досрочно погасить ставшие низкодоходными ценные бумаги. Разумеется, в этом случае корпорация-эмитент выпускает ценные бумаги с более низкой купонной ставкой, чем аналогичные облигации без оферты.

Одной из причин досрочного предъявления инвестором облигаций к погашению может быть реализация так называемого событийного риска

компании, т.е. наступления такого события, которое резко снизит рейтинг компании, ее рыночную капитализацию или структуру капитала. Как правило, к подобным событиям относят враждебное поглощение, слияние с другой компанией и ряд других.

Оценка облигаций и векселей.

Инвесторы рассматривают облигации как весьма надежный финансовый инструмент с фиксированной доходностью и прогнозируемыми рисками. При погашении облигации инвестор получает известный уже в момент приобретения ценной бумаги доход. В тоже время при продаже облигации до срока погашения доход будет определяться разностью между ценой покупки ценной бумаги и ее ценой на рынке в момент продажи плюс купонные платежи, полученные владельцем за время владения облигацией.

Даже купонные облигации имеют не всегда совпадающие по величине номинал и **рыночную цену**. Рыночная цена облигации, выраженная в процентах к ее номиналу, называется **курсом** облигации. Если рыночная цена облигации выше номинала, то говорят, что она продается с премией. Если цена меньше номинала, то новый владелец покупает ее с дисконтом. Если покупатель платит номинал, то имеет место паритет. Какова бы ни была рыночная цена облигации, процент по ней исчисляется к номиналу.

Рыночная цена облигаций определяется, с одной стороны, условиями самого займа, а с другой стороны, ситуацией, складывающейся в каждый данный момент на финансовом рынке. В дальнейшем, говоря о рыночной оценке тех или иных ценных бумаг, будем подразумевать, что речь идет об эффективном рынке.

В общем случае текущая рыночная цена любого финансового актива на финансовом рынке есть приведенная стоимость (Present Value, **PV**) денежных потоков, генерируемых этим активом:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (2.2)$$

где: i – номер периода времени, в котором возникает денежный поток CF_i ; r – величина рыночной процентной ставки (рыночной нормы дохода).

Рыночная процентная ставка, r , определяется ситуацией, сложившейся на рынке капитала. Прежде всего это соотношение спроса и предложения денег; ожидаемые макроэкономические показатели, и прежде всего темпы инфляции; уровень риска и ликвидности и т.д. В соответствие с концепцией компромисса между риском и доходом, рыночная норма дохода определяется для финансовых инструментов одного уровня риска, хотя взаимное влияние различных финансовых инструментов друг на друга также имеет место. В частности, наиболее сильным конкурентом облигаций являются банковские депозиты.

В случае купонных облигаций соотношение (2.2) принимает следующий вид:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + N/(1+r)^n \quad (2.3)$$

где: C_i – величины купонных выплат; N – номинал облигации; n – количество купонных периодов; r – рыночная процентная ставка (рыночная норма дохода).

Для определения доходности облигаций необходимо решить уравнение (2.3) относительно ставки процента r , полагая, что искомая доходность – «доходность к погашению», Yield to maturity, YTM - есть корень уравнения (2.3):

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + N/(1+r)^n = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+YTM)^i} + N/(1+YTM)^n \quad (2.4)$$

где PV – текущая рыночная цена облигации.

Полный расчет по данной формуле является достаточно трудоемким процессом. Вместо этого часто показатель YTM рассчитывается по упрощенной формуле:

$$YTM = \frac{C + (N - PV) : n}{(N + PV) : 2} \times 100\% \quad (2.5)$$

Используют также и показатель текущей доходности, δ_{cur} , который представляет собой отношение купонного дохода, получаемого ежегодно по данной облигации, к ее текущей рыночной стоимости PV :

$$\delta_{cur} = C/PV \quad (2.6)$$

Дисконтные облигации, или облигации с нулевым купоном продаются первым владельцам со скидкой (дисконтом), а погашаются по номинальной стоимости, N. Поскольку денежные потоки по периодам, за исключением последнего, равны нулю, соотношение (2.3) для расчета их рыночной стоимости примет вид:

$$PV = CF / (1+r)^n = N / (1+r)^n \quad (2.7)$$

Если погашение такой облигации ожидается менее, чем через год, ее цена будет определяться соотношением:

$$PV = N / (1 + k * r / 365), \quad (2.8)$$

где: k – число дней, а n – число лет, оставшихся до погашения.

Доходность сделки с дисконтной облигацией будет определяться следующим соотношением:

$$\delta = [(N - PV) / PV] T^{-1} \times 100\% \quad (2.9)$$

Таким образом, цена облигаций – как купонных, так и дисконтных, во многом определяется рыночной ставкой r . В частности, рыночная норма дохода и текущая цена облигации фиксированной купонной ставкой находятся в обратной пропорциональной зависимости – с ростом (убыванием) рыночной нормы доходности текущая цена такой облигации убывает (возрастает) – рис. 2.4.

- если рыночная норма дохода превосходит фиксированную купонную ставку, то она продается с дисконтом, т.е. ниже номинала;
- если рыночная норма дохода ниже фиксированной купонной ставки, облигация продается с премией, т.е. оценивается рынком выше номинала.

- при совпадении рыночной нормы дохода и купонной ставки облигация оценивается по номиналу.



Рис. 2.4. Облигации МТС торгуются выше- и ниже номинала (100%) в зависимости от величины рыночной процентной ставки (<http://quote.rbc.ru/exchanges/demo/micex.2/RU000A0JQ8Q9/intraday?show=intra3>)

Отметим, что, в соответствии с концепциями эффективности финансовых рынков и компромисса между риском и доходом все облигации одного уровня риска должны иметь приблизительно одинаковую доходность. В частности, доходность государственных облигаций всегда ниже, чем, например, муниципальных. В то же время, доходность муниципальных облигаций ниже, чем у облигаций корпораций.

Наряду с облигациями в качестве долговых ценных бумаг могут использоваться и рассмотренные выше **векселя**. Они, в отличие от облигаций, не относятся к эмиссионным ценным бумагам, поэтому объем привлекаемых с помощью векселей денежных средств значительно меньше.

Кривые доходности.

Как следует из соотношения (2.1.), процентная ставка доходности по облигации включает в себя премию за риск, связанный с длительностью обращения ценной бумаги - p_{mt} (maturity risk). Инвесторы требуют от ценных бумаг, имеющих более длительный срок обращения, большую премию за временной риск. В результате этого доходность краткосрочных облигаций данного эмитента (или группы эмитентов с одинаковым рейтингом) оказывается ниже, чем доходность ценных бумаг с более длительными сроками обращения.

Таким образом, если построить зависимость доходности облигации от срока до погашения, то получим классическую кривую, изображенную на рис. 2.5 – **нормальную кривую доходности** (yield curve). При этом для облигаций, имеющих более низкий рейтинг, кривые доходности пойдут выше, чем для облигаций с высоким рейтингом надежности эмитента, что отражает более высокую премию за риск и по другим компонентам процентной ставки доходности.

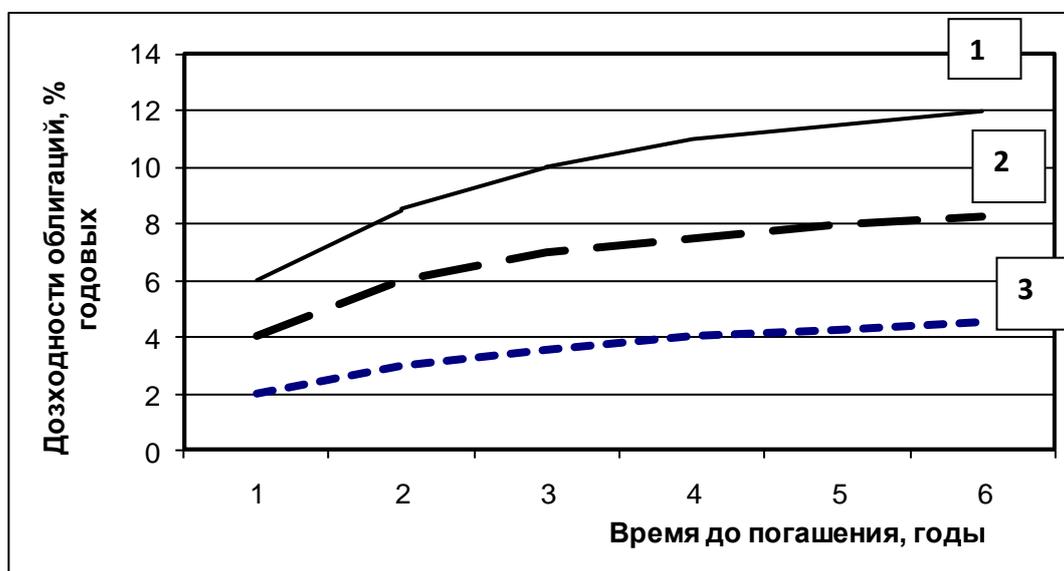


Рис. 2.5. Кривые доходности для облигаций эмитентов с различными кредитными рейтингами: 1- BBB; 2 – B; 3 – AAA.

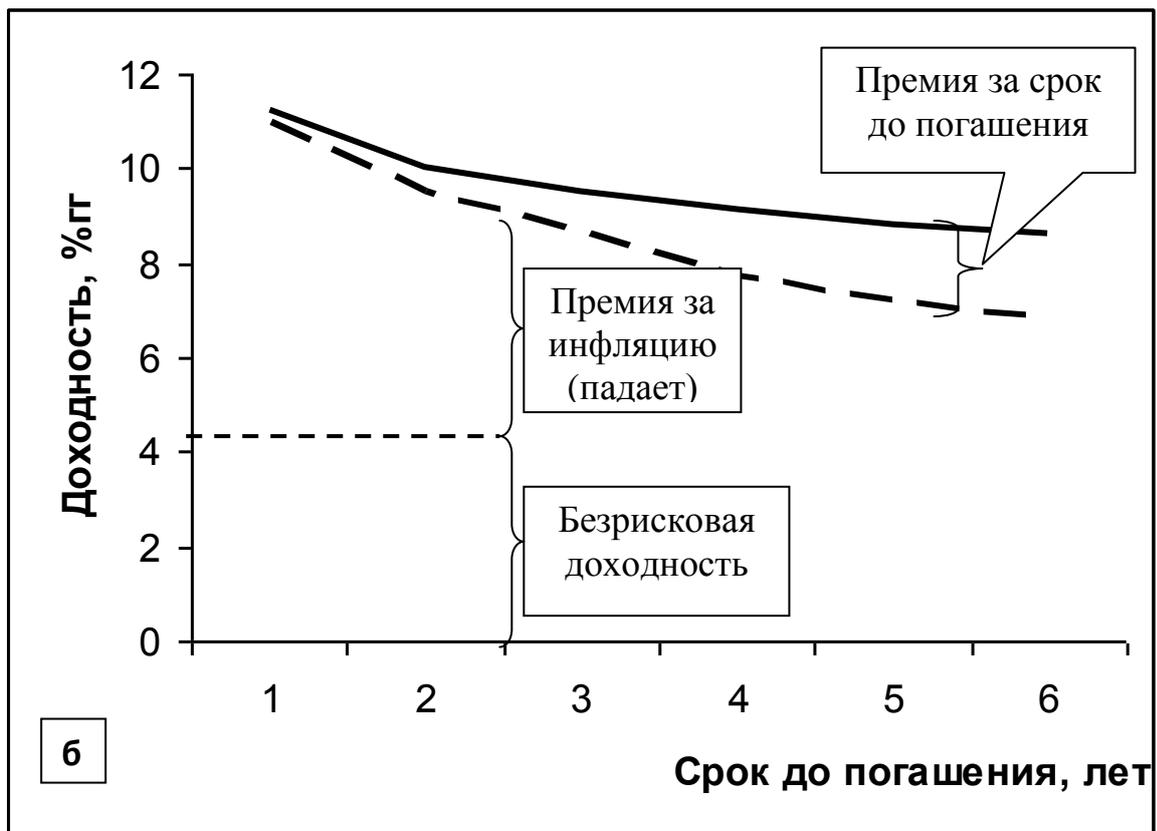
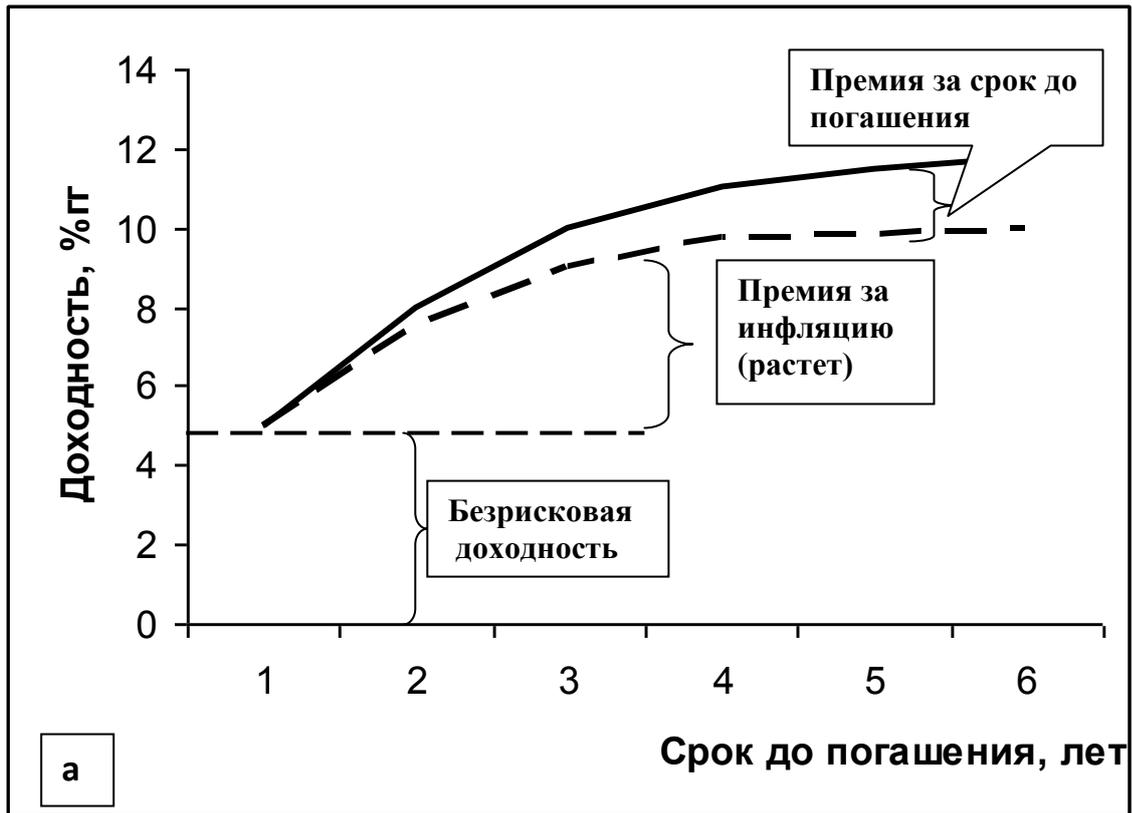


Рис.2.6. Нормальная (а) и «обращенная» (б) кривые доходности.

Однако, длительное наблюдение за поведением кривых доходности показывает, что с течением времени они могут изменяться, отклоняясь от нормального вида. В частности, они могут принять вид обращенных кривых доходности (рис.2.6 б.). Что же определяет форму кривых доходности?

Обратимся к выражению (2.1). Поскольку премия за риск срока погашения должна быть положительной величиной, то, если бы все остальные свойства облигаций с различными сроками обращения были одинаковыми, доходность долгосрочных облигаций должна быть выше, чем краткосрочных. Однако доходность зависит и от других факторов, среди которых следует выделить ожидаемый за период обращения уровень инфляции. Вклад инфляции характеризуется в (2.1) α_{exp} – премией за инфляцию, равной **ожидаемому** значению темпа инфляции за период. Эта премия может и не совпадать с текущим значением темпа инфляции α .

Если участники рынка ожидают в будущем неизменность либо увеличение темпов инфляции, то премия будет тем больше, чем дольше срок погашения облигации. В противном случае, если предполагается, что темпы инфляции α_{exp} будут с течением времени снижаться, то окажется, что долгосрочные облигации будут иметь меньшую инфляционную премию, чем краткосрочные. В случае, если темпы снижения α_{exp} ожидаются более высокими, чем темпы роста премии за срок до погашения r_{mt} происходит «обращение» кривой доходности, как это показано на рис.2.6,б.

Кроме того, со временем могут изменяться и другие компоненты премии за риск, включенные в соотношение (2.1). Например, премия за кредитный риск r_{df} , связанный с возможным банкротством компании. Ясно, что на отрезке времени 10-20 лет риск обанкротится и не погасить облигации для компании – эмитента значительно выше, чем в ближайшие 2-3 года.

Дюрация (продолжительность) облигаций

Для анализа инвестиционного качества облигации широко используется показатель, получивший в англоязычной литературе название *duration*. В отечественной литературе он обычно именуется «дюрацией», хотя правильнее, на наш взгляд, именовать его «продолжительностью».

Английский экономист Фредерик Маколей (Macaulay) в 1938 г. при эмпирическом исследовании рынка капитала использовал показатель среднего срока связывания капитала в ценных бумагах с фиксированным доходом, т.е. для финансовых инструментов с однозначно определенным (гарантированным) доходом, и назвал его «duration» от латинского глагола «durare», означающего «длиться».

Продолжительность облигации (дюрация) – это средневзвешенный срок поступлений в поток наличности, причем весовыми коэффициентами выступают текущие стоимости этих поступлений. Так называемая Макалеева продолжительность вычисляется по следующей формуле:

$$Dur = \sum_{i=1}^n (PV(CF_i) \times i / TPV), \quad (2.10)$$

где : Dur – продолжительность (в годах);

PV(CF_i) – текущая стоимость платежа, поступившего в i период;

(CF_i) – номинальная стоимость платежа, поступившего в i год;

TPV – общая текущая стоимость всех будущих платежей от облигации в поток наличности (т.е. текущая рыночная стоимость ценной бумаги);

n – количество лет до конечного погашения облигации.

Можно несколько видоизменить данную формулу, обозначив за CF_i платеж по облигации в период i. Тогда средневзвешенный срок до погашения по Маколею можно представить в следующем виде:

$$Dur = \left[\sum_{i=1}^n (i \times CF_i (1+r)^{-i}) \right] / \left[\sum_{i=1}^n (CF_i (1+r)^{-i}) \right], \quad (2.11)$$

где: $r = YTM$ – ставка процента для дисконтирования, равная доходности к погашению облигации.

В простейшем случае дисконтной облигации приведенная стоимость (PV) определяется соотношением вида (2.7). Для купонной облигации соответствующее выражение имеет вид (2.4).

Показатель продолжительности имеет достаточно ясную графическую интерпретацию (рис.2.7). Точка на оси абсцисс соответствует среднему сроку поступления платежей по облигации ее держателю (с учетом, что этот поток учитывает временную стоимость денег).

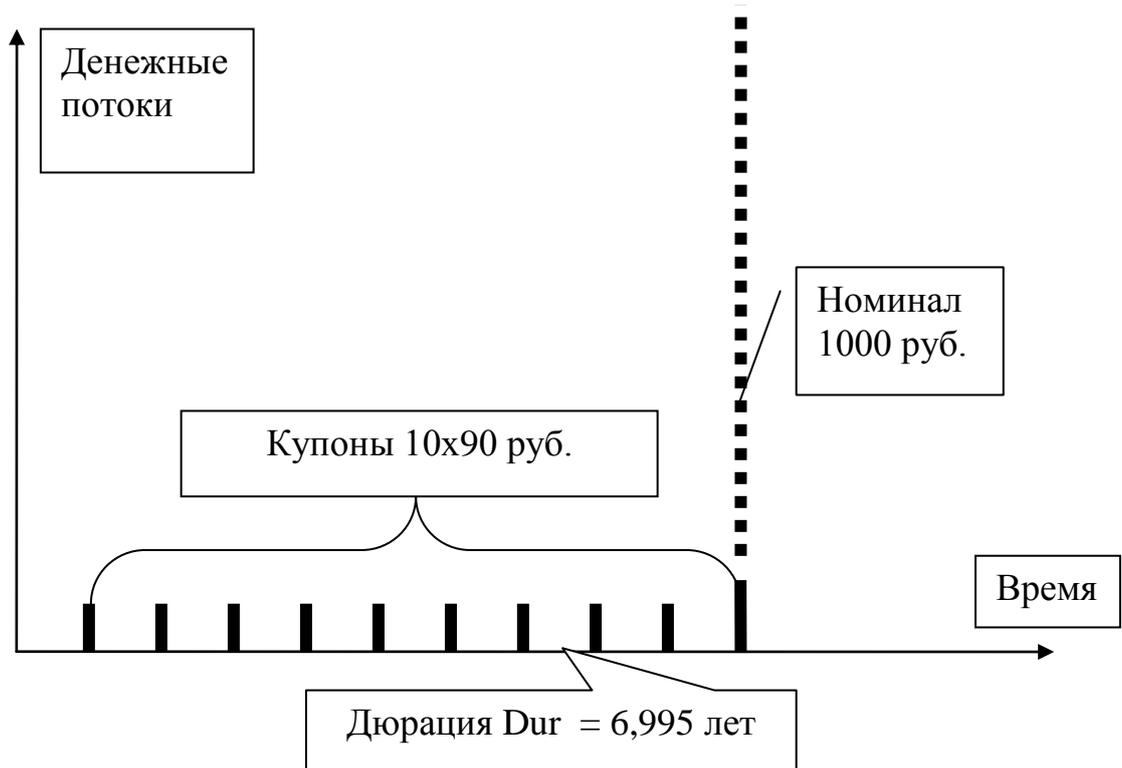


Рис.2.7. Графическая интерпретация концепции продолжительности для облигации с номиналом 1000, по которой в течение 10 лет выплачивался купон 9%.

Продолжительность портфеля ценных бумаг оценивается при помощи средневзвешенных продолжительностей тех ценных бумаг, из которых он состоит. Для этого используется следующая формула:

$$Dur = \sum_{k=1}^m (Dur_k \times v_k), \quad (2.10)$$

где: Dur_k – продолжительность k -той ценной бумаги в портфеле;

v_k – весовая рыночная стоимость k -той ценной бумаги в портфеле

(выраженная не в процентах, а в десятичной форме);

m – общее количество ценных бумаг в портфеле.

Таким образом, продолжительность портфеля – это средневзвешенный срок поступлений в поток наличности, причем весовыми коэффициентами выступают текущие стоимости этих поступлений. Внутренняя ставка дохода такого портфеля является ставкой дисконтирования, при помощи которой и выводятся текущие стоимости. Продолжительность портфеля может быть оценена через средневзвешенные продолжительности ценных бумаг, из которых он состоит.

Показатель дюрации как средней продолжительности более корректно учитывает особенности временной структуры потока платежей. Как следует из (2.10), отдаленные платежи имеют меньший вес, и, следовательно, оказывают меньшее влияние на результат, чем более близкие к моменту оценки. Дюрация потока платежей по ценной бумаге зависит не только от его структуры, но и от текущей процентной ставки. Чем выше ставка, тем меньше стоимость дальних выплат по сравнению с короткими и тем меньше дюрация, и наоборот, чем меньше ставка тем больше дюрация потока платежей. Практическое применение у инвесторов и аналитиков рынка облигаций находит модифицированная продолжительность (волатильность):

$$D_{mod} = D/(1+r), \quad (2.11)$$

показывающая, на сколько процентов изменится цена облигации при

изменении ставки процента на 1 процентный пункт. Таким образом, продолжительность (дюрация) облигации выступает мерой риска инвестиций в данный финансовый инструмент.

2.3. Преимущества и недостатки облигаций

Традиционно основным инструментом привлечения финансовых ресурсов российскими предприятиями является банковский кредит. Однако в последние годы компании активно ищут и другие возможности, среди которых выпуск облигационных займов является одним из самых привлекательных.

Преимущества облигационных займов перед банковским кредитом:

Широкая инвестиционная база. Главным отличием и основным преимуществом облигационного займа является участие в нем широкого круга инвесторов. Выпуск облигаций позволяет компании заявить о себе. Широкая инвестиционная база дает компании следующие преимущества:

1. При выпуске облигаций у предприятия формируется публичная кредитная история, чего не происходит при работе с одним или несколькими банками. Когда заемщик своевременно осуществляет купонные выплаты, в полном объеме исполняет обязательства по офертам, в срок погашает свои облигации, инвесторы выше оценивают надежность такого эмитента и требуют от него меньшую плату за риск. Таким образом, процентная ставка при осуществлении последующих займов снижается и эмитент несет меньшие затраты по обслуживанию долга. Кроме того, снижение инвестиционного риска заемщика влечет за собой возможность увеличения сроков заимствований.

2. Распределение долга среди большого числа покупателей исключает зависимость от одного кредитора и уменьшает вероятность потери контроля над собственной компанией.

3. Конкурентная борьба между инвесторами за возможность участия в облигационном займе может снизить стоимость эмиссии облигаций для эмитента (в части как банковских комиссий, так и процентных расходов).

Возможность привлечения большего объема денежных средств. Минимальный объем эмиссии облигаций, при котором она становится эффективной, составляет в России не менее 300 млн. руб.. Получить банковский кредит в таком объеме компании среднего уровня весьма сложно.

Возможность привлечения более "длинных" денег. Сроки погашения облигаций превышают сроки банковского кредита: в первом случае срок, как правило, составляет 3-5, во втором - не более 1,5-2 лет. Таким образом, выпуская облигации, компания имеет возможность привлечь финансирование на более длительный срок. По мере развития рынка корпоративных облигаций возможности привлечения "длинных денег" расширяются за счет того, что такие инвесторы, как пенсионные фонды и страховые компании, будут более активно вкладывать деньги в эти ценные бумаги.

Недостатки облигационного займа по сравнению с кредитом

Сложность подготовки и регистрации эмиссии облигаций. Главным недостатком выпуска облигаций, по сравнению с получением кредита, является сложная процедура подготовки документов для эмиссии облигаций: подготовка объемных документов (проспект эмиссии содержит до 300 страниц), регистрация их в государственных инстанциях и т. д.

Кроме того, пакет документов при получении кредита ограничивается кредитным договором, а при выпуске облигаций помимо проспекта эмиссии необходимы договоры с организатором эмиссии, депозитарием, фондовой

биржей. Несмотря на то что юридическое сопровождение сделки, как правило, берет на себя организатор выпуска, эмитент платит за него (в форме вознаграждения организатору) и вынужден смириться также с существенными временными затратами.

Необходимость дополнительных расходов при выпуске облигаций.

При привлечении банковского кредита компания несет только процентные расходы, а при выпуске облигаций к процентам прибавляются дополнительные издержки в пределах 2-3% от объема эмиссии (см. рисунок). При этом ставки процентных выплат по облигациям и банковским кредитам почти одинаковы. Рассмотрим некоторые из затрат поподробнее.

Налог на операции с ценными бумагами является, пожалуй, главным препятствием при выпуске облигаций. Ставка налога составляет 0,8% от объема выпуска облигаций независимо от итогов их размещения¹.

Второй по значимости статьей расходов при выпуске облигаций является вознаграждение организатору эмиссии. Размер этой комиссии в среднем колеблется от 1 до 2% от объема выпуска.

В настоящее время между крупнейшими инвестиционными банками идет конкурентная борьба за потенциальных заемщиков, и это заставляет их снижать размеры комиссионного вознаграждения.

Конкуренция на рынке корпоративных облигаций заставляет снижать свои комиссионные сборы и торговые площадки (биржи): так, при размещении облигаций на российской Фондовой Бирже РТС комиссия не будет взиматься вовсе в то время, как размер биржевой комиссии при размещении облигаций на ММВБ составляет 0,035% от объема эмиссии.

Борьба инвестиционных институтов за клиента в ближайшее время может привести к значительному снижению стоимости выпуска облигаций. Однако существуют при выпуске облигаций и "постоянные издержки", размер которых не снижается с течением времени - это маркетинговые затраты. К ним относятся расходы на подготовку презентаций для

потенциальных инвесторов, выпуск презентационных материалов, публикацию в прессе необходимых документов (сообщения о дате начала размещения облигаций, оферты, сообщения о государственной регистрации отчета об итогах выпуска), средняя величина которых может составить около 10-20 тыс. долл.

Наличие этих затрат делает неэффективным размещение небольших эмиссий и поднимает минимальную планку облигационного займа в России до 0,5 - 1,0 млрд. руб. Кроме того, с увеличением объемов займа возрастает и его **ликвидность**, поэтому вместо нескольких небольших по объему выпусков лучше разместить один крупный.

Подводя итоги можно сделать вывод, что выпуск облигаций целесообразно проводить для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким и умеренным уровнем риска.

2.4. Рынок облигаций в России

На финансовом рынке Российской Федерации обращается большое число выпусков государственных и корпоративных облигаций.

1. Государственная облигация (Ст. 817 ГК РФ) – это ценная бумага, выпускаемая государством и удостоверяющая договор государственного займа; это есть форма существования **государственного долга**.

Если государство реализует свои облигации внутри страны, то они есть форма существования **внутреннего долга**.

Если государственные облигации продаются за пределами страны, то они представляют собой **внешний долг** государства.

- **Государственная и муниципальная облигация.** В этой же статье ГК РФ содержится важное положение, согласно которому правила о договоре

государственного займа применяются и к займам, выпускаемым муниципальным образованием. Тем самым с юридической точки зрения государственная облигация и муниципальная облигация, или облигация, выпущенная муниципальным органом власти, ничем не отличаются.

Особенность: государственная облигация есть частица займа государства, но не заемного **капитала**, так как деньги, взятые в долг государством, не используются в целях получения прибыли, чистого дохода. Проценты по такой облигации выплачиваются из общей суммы доходов государственного бюджета.

С позиций инвестора, государственная облигация представляет собой такой же капитал, как и любые другие приобретаемые им облигации или акции, поскольку приносит ему процентный доход. Государственные облигации в условиях развитой экономики страны имеют **следующие преимущества** перед ценными бумагами корпоративных эмитентов:

- самый низкий уровень риска или самый высокий относительный уровень надежности для инвестиций - доходы государственного бюджета всегда позволяют своевременно и в полном объеме выполнять долговые обязательства по ним;
- часто льготное налогообложение любых доходов инвестора по этим облигациям. Данный порядок применяется государством для того, чтобы в экономике всегда имелся спрос на его облигации и в нужный момент не возникло бы проблем с продажей необходимого их количества частным инвесторам.

В отличие от корпоративных ценных бумаг, рынок государственных облигаций не прекращал своего существования даже в условиях социалистической, т. е. некапиталистической, формы организации экономики - история рынка государственных облигаций в нашей стране еще не прерывалась.

Эмиссия государственных облигаций обычно осуществляется Министерством финансов РФ или государственными органами, уполномоченными на это субъектами РФ.

Государственные облигации выпускаются либо в обычной документарной, либо в специфической документарной форме. Последняя означает, что сам выпуск оформляется документарным сертификатом сразу на все составляющие его облигации, а их учет по отдельным владельцам осуществляется в бездокументарной форме, т. е. в виде записей на счетах в уполномоченных депозитариях.

Государственные облигации обращаются на биржевом или внебиржевом рынках, наряду с ценными бумагами корпоративных эмитентов. Российский биржевой рынок государственных облигаций организован на базе Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ).

Основными покупателями государственных облигаций в зависимости от их вида являются: банки, пенсионные и страховые компании, инвестиционные фонды, население.

Государственные облигации занимают ведущее место на рынке облигаций, где их доля в разных странах достигает до 50%. В структуре государственных ценных бумаг обычно наибольший вес имеют среднесрочные и долгосрочные облигации.

Среди государственных облигаций преобладают так называемые ГКО-ОФЗ. **ГКО** (государственные краткосрочные облигации) - дисконтные облигации, периодически эмитировавшиеся в бездокументарной форме Министерством финансов. Погашение ГКО производилось перечислением номинальной стоимости ГКО на расчетный счет владельца, а доход формировался как разница между ценой погашения (номиналом) и ценой покупки. Облигации эмитировались в бездокументарной форме, и их обращение происходило только в торговой системе Московской межбанковской валютной биржи, к которой были подключены несколько

площадок, расположенных на региональных биржах (в Санкт-Петербурге, Владивостоке, Новосибирске и других городах). Номинал облигации 1 тыс. деноминированных рублей.

ОФЗ - общее название нескольких разновидностей купонных облигаций в Российской Федерации. Эмитируются государством в лице Министерства финансов в бездокументарной форме и обращаются только в торговой системе Московской межбанковской валютной биржи и объединенных с ней в единую торговую сеть региональных бирж.

С 1996 г. Россия осуществляет размещение своих долговых ценных бумаг на мировом рынке (эти бумаги называются еврооблигациями).

Основные характеристики российских еврооблигаций:

- сроки обращения - 5-10 лет;
- номинал - в долларах США, в евро или других валютах, кроме российского рубля;
- доход: фиксированный купонный доход, устанавливаемый в процентах к номиналу. Доход выплачивается в валюте номинала 1-2 раза в год;
- форма существования - обычно документарная;
- первичное размещение - через международный синдикат банков сразу не менее чем в двух или более странах мира;
- эмиссия еврооблигаций не подлежит регистрации ни в какой стране мира;
- свободно обращаются на мировом рынке ценных бумаг.

2. Облигации российских корпораций. В последние 10 лет в России наблюдается резкий рост объемов выпуска корпоративных облигаций. На 30.06.2015 объем корпоративного долга в облигациях достиг 7,37 трлн. рублей, демонстрируя устойчивый рост (данные <http://ru.cbonds>).

Число эмитентов облигаций также растет. Наряду с крупнейшими российскими корпорациями, такими, как ОАО «Газпром», ВТБ или РАО «РЖД» (объемы выпусков по номиналу – 10 - 30 млрд. руб.), заимствования на облигационном рынке активно осуществляют и средние компании и

банки. Типичными для российского рынка корпоративного долга являются 3-5 летние облигации с плавающей купонной ставкой и наличием оферты. Средний объем эмиссии составляет 3-5 млрд. руб.

2.5. Коммерческие ценные бумаги (биржевые облигации).

В развитых странах самую большую долю на долговых финансовых рынках занимают так называемые **коммерческие бумаги** (commercial papers). Это краткосрочные бумаги, выпускаемые на срок до одного года, но чаще - на один-три месяца (в Европе) или даже несколько недель (в США).

На рынке коммерческих бумаг доминирует небольшое число заемщиков, имеющих высокий кредитный рейтинг. Например, в США при общем числе эмитентов коммерческих бумаг более 2000, на долю 5% заемщиков приходится свыше половины объема рынка. Практически все эмитенты имеют кредитный рейтинг, на уровне первой или второй ступени в классификации рейтинговых агентств. Это имеет свое объяснение, поскольку инвесторы, вкладывающие средства в коммерческие бумаги, обычно не заинтересованы в принятии существенного кредитного риска.

Цель этого финансового инструмента — дать компаниям возможность оперативно профинансировать свои краткосрочные потребности, закрыть кассовый разрыв или оплатить сезонный рост производства. Основное отличие этих бумаг от обычных корпоративных облигаций в том, что выпустить их на рынок можно значительно быстрее: полностью исключен этап государственной регистрации. При выпуске обычных облигаций он самый затратный — как по денежным суммам, так и по времени реализации.

В России широкое распространение получили близкие к коммерческим бумагам инструменты, получившие название **биржевых облигаций**. Фактически, биржевые облигации являются дисконтными векселями,

допущенными к торговле на бирже. Однако, регулятор рынка в РФ (ЦБ РФ), опасаясь огромных неконтролируемых рисков, наложила на эмитентов ряд ограничений, значительно сузив ряды потенциальных участников рынка биржевых облигаций.

Ограничение первое: эмитент должен быть открытым акционерным обществом (ОАО). Это отсекает множество российских банков, существующих в форме ЗАО, все госкомпании и бесчисленное число компаний среднего бизнеса. Вторым условием ЦБ РФ является необходимость для компании – эмитента биржевых облигаций пройти листинг на любой из фондовых бирж РФ (ее акции должны быть включенными в котировальный список той биржи, которая будет допускать биржевые облигации к торгам). Это резко ограничивает число потенциальных эмитентов - например, в котировальных списках ММВБ — всего около 70 компаний.

Особенности эмиссии векселей, облигаций и биржевых облигаций представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2.

Особенности векселей, облигаций и биржевых облигаций

Параметр / Инструмент	Корпоративные облигации	Биржевые облигации	Векселя
Особые требования	Не менее трех лет существования	Не менее трех лет существования, аудированная отчетность за два года, акции эмитента в котировальном списке	Нет особых требований
Ограничения на объем выпуска	Уставный капитал эмитента или размер обеспечения	Нет ограничений	Нет ограничений
Срок заимствования	Не ограничен	Не более одного года с даты размещения	Не ограничен

Параметр / Инструмент	Корпоративные облигации	Биржевые облигации	Векселя
Порядок и место размещения	Открытая или закрытая подписка, биржевое или внебиржевое размещение	Только открытая подписка на бирже	Только внебиржевое размещение
Срок размещения	Один год с даты начала размещения	Один месяц с даты начала размещения	Нет законодательных ограничений
Специальные налоги и сборы	Пошлина за государственную регистрацию выпуска	Отсутствуют	Отсутствуют
Затраты времени на подготовку размещения	От двух до трех с половиной месяцев	От одной недели до двух месяцев	От одной недели до одного месяца

2.6. Ипотечные ценные бумаги

В связи с развитием рынка ипотечного кредитования широкое распространение получили и так называемые ипотечные ценные бумаги. Рассмотрим важнейшие из них.

Закладная

Закладная - это именная ценная бумага, которая удостоверяет права ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимого имущества) на получение денежного обязательства или указанного в нем имущества. Основанием для выпуска закладной служит обязательное заключение договора об ипотеке (залоге недвижимого имущества).

Закладная как ценная бумага имеет следующие характерные качества:

- долговая;

- документарная;
- срочная; выпускается на срок, на который заключается договор об ипотеке;
- именная;
- неэмиссионная;
- доходная.

Отличительной особенностью «оформления» закладной является тот факт, что она может быть очень «объемной» ценной бумагой. Кроме (как, например, в векселе) добавочного листа (аллонжа) для осуществления индоссаментов, она может иметь неограниченное число приложений, т. е. других документов, в которых указываются условия ипотеки или права по закладной, повторяющие положения договора об ипотеке или развивающие их. Все такого рода добавочные листы и всевозможные приложения (если в них содержится соответствующее указание) являются неотъемлемой частью закладной как единой ценной бумаги.

. Выпуск закладной включает ряд действий:

- заключение договора об ипотеке. Закладная как ценная бумага появляется только тогда, когда в указанном договоре содержится положение о том, что права залогодержателя удостоверяются закладной;
- оформление закладной лицом (залогодателем), которое передает свое имущество в залог по обязательству другому лицу (залогодержателю);
- передача закладной первоначальному залогодержателю.

Выдача закладной осуществляется органом государственной регистрации договора об ипотеке, но только после государственной регистрации самого договора.

Главная экономическая причина, по которой залогодержатель может быть заинтересован в наличии у него закладной по договору об ипотеке, состоит в том, что он может ее при необходимости снова превратить в

деньги. Залогодержатель не исключает возможности того, что денежные средства, которые он дал в займы владельцу недвижимости, могут понадобиться ему раньше, чем последний обязан их вернуть в соответствии с заключенным договором. Продав по индоссаменту закладную, залогодержатель получает необходимые ему денежные средства, а покупатель закладной становится новым залогодержателем.

Регистрация закладной, как при ее выпуске, так и при дальнейшей передаче, осуществляется в органе государственной регистрации ипотеки в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество.

Передача прав по закладной осуществляется в том же порядке, что и по векселю, т. е. путем совершения на ней передаточной надписи (индоссамента) и передачи ее новому владельцу. Никаких ограничений по обращению закладной нет.

Как и другие ценные бумаги, закладная может передаваться в залог, быть объектом купли-продажи, дарения, переходить по наследству и т.д.

Облигация с ипотечным покрытием

Облигация с ипотечным покрытием - это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. По российскому законодательству облигация с ипотечным покрытием есть разновидность облигации с обеспечением, одним из видов которого является залог. Обеспечение имеет значение для снижения риска или увеличения надежности, гарантирования исполнения обязательств по облигации, отражается в ее рыночной цене, уровне доходности, составе инвесторов.

Когда в качестве основы залогового обеспечения выступает залог недвижимого имущества, возникает облигация с ипотечным покрытием.

Основные характеристики - те же самые, что и у любой облигации:

- долговая;
- эмиссионная;

- доходная;
- документарная или бездокументарная;
- срочная. Ипотечная облигация выпускается на срок, превышающий длительности исходного договора ипотеки, которая не может быть менее одного года и превышать 40 лет;
- предъявительская или именная;
- номинированная.

В отличие от других видов облигаций, эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться не любыми участникам рынка, а лишь кредитными организациями и ипотечными агентами. Ипотечный агент - это профессиональный участник рынка, исключительным предметом деятельности которого является приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных. Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценных бумаг.

Облигации с ипотечным покрытием свободно обращаются на вторичном рынке до момента своего погашения. Владелец данной облигации вправе требовать ее досрочного погашения эмитентом в случаях, если:

- размер ипотечного покрытия окажется меньше размера обязательств по облигациям;
- нарушен порядок замены имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- имеются другие нарушения со стороны эмитента по сравнению с теми правилами, которые установлены по закону или в решении о выпуске данной облигации.

Ипотечный сертификат участия

Ипотечный сертификат участия - это именная ценная бумага,

удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Законом.

Ипотечный сертификат участия по своему содержанию является близким аналогом инвестиционного пая и имеет те же характеристики, что и инвестиционный пай:

- доверительная ценная бумага. Устанавливает одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Но в отличие от владельцев инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов владельцы ипотечных сертификатов участия могут принимать участие в работе общего собрания таких владельцев с правом голоса (один сертификат дает один голос);
- именная;
- бездокументарная;
- неэмиссионная - количество находящихся в обращении ипотечных сертификатов участия законодательно не ограничивается, но обязательно указывается в правилах доверительного управления соответствующим ипотечным покрытием;
- безноминальная;
- доходная - доход по ипотечному сертификату участия представляет собой выплату денежных средств за счет платежей, полученных по обязательствам, требования по которым составляют ипотечное покрытие;
- срочная - поскольку срок действия договора доверительного управления ипотечным покрытием не может превышать 40 лет, постольку и ипотечный сертификат участия не может выпускаться на больший срок.

Выпуск ипотечных сертификатов участия не является эмиссионной процедурой. Он может осуществляться лишь коммерческими организациями, имеющими лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценной бумаги,

Выпуск ипотечных сертификатов означает одновременно:

- возникновение общей долевой собственности на ипотечное покрытие;
- учреждение доверительного управления этим ипотечным покрытием (заключение и присоединение к договору доверительного управления).

Ипотечные сертификаты участия свободно обращаются на рынке, в том числе и через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, т. е. прежде всего на фондовых биржах.

2.7. Секьюритизация активов с использованием облигаций.

Под термином Asset Securitisation (секьюритизация активов) понимают новую технику привлечения средств, которая получила широкое признание сначала в США, а затем и в Европе.

Речь идет о механизме, при котором финансовые активы (Assets) списываются с баланса предприятия (Originator), отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику (Special Purpose Vehicle, SPV), а затем рефинансируются на денежном рынке или рынке капитала. Рефинансирование осуществляется либо посредством выпуска ценных бумаг (Asset-Backed Securities, далее — ABS), либо путем получения синдицированного кредита (Asset-Backed Loan).

Использование секьюритизации активов дает компании ряд экономических преимуществ. В частности, если доступ компании к рынку капитала ограничен и имеет место недостаток ликвидных средств, она может

привлечь их путем превращения низколиквидных финансовых активов в ликвидные ценные бумаги, не используя при этом существующие кредитные линии, улучшить показатель доходности собственного капитала, снизить уровень рисков и даже добиться снижения стоимости финансирования.

Ликвидные средства, полученные в результате такой сделки, могут быть использованы для запланированных инвестиций, в качестве обеспечения дополнительных кредитов или с целью погашения имеющихся долгов. При этом не возникает необходимости в наращивании собственного капитала. К тому же существенно улучшаются балансовые показатели, например уровень ликвидности или доля собственных средств, что открывает перед компанией новые возможности по привлечению обычных кредитов.

Первой российской компанией, которая выпустила обеспеченные активами облигации на крупную сумму, стал в 2004 г. «Газпром». Еврооблигации на \$1,25 млрд были обеспечены выручкой по экспортным контрактам и имели купон в 7,2% годовых — на тот момент это был самый дешевый заем «Газпрома».

Наиболее широко используемыми активами при секьюритизации являются ипотечные кредиты, выданные коммерческими банками (рис.2.8). На их основе и выпускаются облигации с ипотечным покрытием, которых только в США выпущено на сумму до 10 трлн. долларов.

К объектам ипотечного покрытия относятся требования, вытекающие из договоров залога недвижимого имущества (ипотеки), в том числе удостоверенные закладными, недвижимое имущество и др.

В России облигации с ипотечным покрытием отнесены к ценным бумагам Законом РФ от 11.11.2003 № 152-ФЗ. Основные характеристики облигаций аналогичны характеристикам любой другой облигации. Это ценная бумага:

долговая; эмиссионная; доходная; документарная или бездокументарная; срочная - не может выпускаться на срок, не превышающий длительности исходного договора ипотеки, которая не

может быть менее одного года и превышать 40 лет; предъявительская или именная; номинированная.

В отличие от других видов облигаций, эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться не любыми участникам рынка, а лишь кредитными организациями и ипотечными агентами. В России ипотечным агентом является АИЖК (Агентство по ипотечному жилищному кредитованию) – государственное агентство с уставным капиталом 100 млрд. рублей. Кроме указанных участников рынка, никто не вправе осуществлять выпуск подобного рода ценных бумаг.

Облигации с ипотечным покрытием свободно обращаются на вторичном рынке до момента своего погашения. Владелец данной облигации вправе требовать ее досрочного погашения эмитентом в случаях, если:

- размер ипотечного покрытия окажется меньше размера обязательств по облигациям;
- нарушен порядок замены имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- имеются другие нарушения со стороны эмитента.

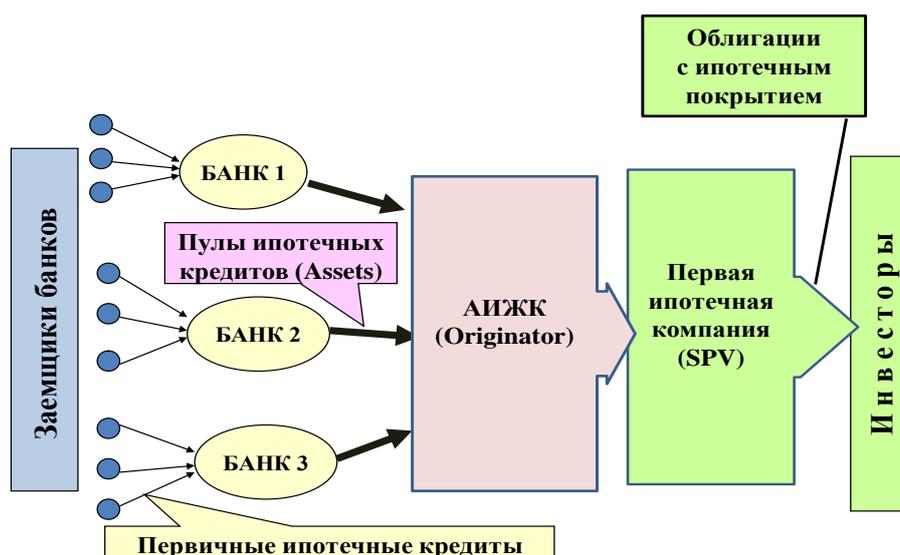


Рис. 2.8.Секьюритизация ипотечных активов

Тема 3. ДОЛЕВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

3.1. Акция – основные понятия и характеристики.

Акция это 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. Кроме того, акция - это ценная бумага, представляющая единичную часть (долю) уставного капитала.

Таким образом, акция есть юридическая форма существования уставного капитала акционерного общества на рынке. В то же время, сделки с акциями на рынке происходят по рыночным ценам, которые отличаются от номинала. В нормальных условиях рыночная цена акции выше номинала и отражает не уставный, а собственный капитал акционерного общества, включающий еще и так называемый дополнительный капитал, сформированный за счет прибылей компании за время ее существования.

Специфика акции как ценной бумаги состоит в том, что акция - это вид инвестиционной ценной бумаги. Отличие акции от других видов ценных бумаг коренится в специфике лежащего в ее основе эмиссионного отношения. Обычно в эмиссионном отношении эмитент и инвестор - это два совершенно разных участника рынка. Иное дело в случае акции. Эмитентом акций является акционерное общество, которое представляет собой коллектив акционеров, т. е. тех же самых инвесторов, которые и отчуждают свой капитал в это общество.

Основные характеристики акции.

Акция есть самостоятельный юридический вид ценной бумаги, которому свойственны следующие конкретные характеристики:

- **бессрочность.** Акция не имеет ограничений по сроку своего существования, которые были бы заложены в условиях ее выпуска (эмиссии). Обычно акция прекращает свое существование в двух возможных случаях:

- 1) когда акционерное общество по каким-то причинам перестает существовать (по решению акционеров, банкротство, реорганизация);
- 2) когда имеет место процесс обмена акций на акции другого вида данного общества (в случае замены одних акций на другие) или на акции другого акционерного общества (в случае слияния, присоединения).

Бессрочность акции означает, что:

- 1) заранее не фиксируется сам размер возвращаемого инвестору капитала, так как он не имеет никакого отношения к отчужденному путем объединения исходному капиталу;
- 2) заранее не фиксируется и срок его возврата, который растягивается на все время действия условий эмиссионного отношения, т. е. на все время существования акционерного общества.

Таким образом, можно сказать, что, не зная, сколько надо вернуть долга, эмитенту приходится возвращать его «вечно»;

- **эмиссионность.** Акция есть эмиссионная ценная бумага; каждый выпуск акций должен быть зарегистрирован по определенным правилам соответствующим органом государственной регистрации;
- **бездокументарность.** Первоначально в истории акционерных обществ акции существовала только в документарной форме. В настоящее время форма выпуска акции регламентируется Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», в котором установлено, что именные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме;
- **именная принадлежность.** Форма принадлежности акции только именная по российскому закону. Все акции РФ выпускаются исключительно в именной форме, предъявительские акции отсутствуют;

Обязательные реквизиты акции.

Любая акция должна иметь обязательные реквизиты, основные из которых следующие:

- наименование - «акция»;
- наименование акционерного общества и его юридический адрес;
- вид акции;
- номинальная стоимость;
- размер уставного капитала акционерного общества;
- количество выпускаемых акций (в данной эмиссии);
- имя владельца;
- сведения о дивидендах (сроки выплаты, способы выплаты и др.);
- сведения о порядке регистрации; подписи и печать эмитента и др.

Права держателя акции, (акционера).

Владелец акции, или акционер, располагает комплексом неотъемлемых, или обязательных, прав, которые установлены законами и которых не может его лишить акционерное общество любым своим решением. К ним относятся следующие наиболее важные безусловные, т. е. определяемые самой собственностью на акцию, и обусловленные, т. е. возникающие при определенных условиях, права:

- **право на дивиденд.** Акционер имеет право на получение части чистой прибыли от деятельности акционерного общества в расчете на каждую акцию. Эта часть чистой прибыли исторически получила название «дивиденд». Размер дивиденда, очевидно, зависит от итогов работы акционерного общества, т. е. от размера полученной им прибыли, и от проводимой им дивидендной политики. В среднем половина чистой прибыли общества идет на выплату дивидендов, а другая -- на нужды его самого. Если общество быстро развивается, то доли дивидендов в чистой прибыли обычно невелика или дивиденды на этом временном этапе его развития не

выплачивают совсем;

- **право на участие в управлении.** Акционер имеет право на участие в управлении акционерным обществом, но только путем участия в работе его общего собрания, а через это он имеет возможность участвовать и в выборе состава всех его органов управления;

- **право на часть имущества.** Речь идет не о функционирующем имуществе (капитале) акционерного общества, а об имуществе, остающемся в случае прекращения его деятельности по каким-либо внутренним или внешним причинам. Акционеры не имеют никаких прав на функционирующее имущество (капитал) акционерного общества. В экономическом смысле возвращаемое акционеру имущество есть накопленный чистый капитал акционерного общества на момент его ликвидации (правда, в случае банкротства его размеры оставляют желать большего). Его распределение среди акционеров вполне соответствует процессу возврата первоначальной ссуды инвестора, но только возросшей за время работы общества и только безотносительно к конкретному владельцу акции, поскольку ее последний владелец обычно очень далек от ее первоначального собственника;

- **право свободного распоряжения.** Акция может свободно отчуждаться, т. е. менять своего владельца. Ее можно купить, продать, подарить, завещать, отдавать в залог, обменивать на другие вещи. У акций закрытого акционерного общества есть ограничение на свободную куплю-продажу, состоящее в том, что первоочередное право на их покупку имеют другие его акционеры или оно самое и только в случае отказа последних от приобретения акции акция может быть продана любому внешнему участнику рынка. По этой причине акции закрытых акционерных обществ не могут обращаться на «внешнем» фондовом рынке, покупателями на котором, как правило, являются сторонние инвесторы;

- **право на преимущественное приобретение новых эмиссии.**

Акционер данного акционерного общества в случае новой эмиссии акций обладает правом приобрести их пропорционально имеющемуся у него числу акций. В случае, если акционер не воспользовался этим своим правом, новые акции продаются всем желающим на рынке. Необходимость такого права у акционера объясняется потребностью гарантировать уже имеющуюся у него процентную долю в общем количестве акций. В противном случае эмиссия новых акций может превратиться в инструмент изменения влияния отдельных «мажоритарных» акционеров при решении управленческих вопросов через «размывание» доли миноритарных акционеров;

- **право на информацию.** Акционер вправе получать установленную законом информацию о деятельности акционерного общества. Право на информацию неразрывно связано с правом на управление, так как последнее вообще невозможно без соответствующей информации по характеру и размерам. Данного рода информация доступна не только акционерам, но и всем участникам рынка, которые в этом случае предстают как потенциальные акционеры;

- **видовые (категорийные) права.** Это специфические права акционера, определяемые видом принадлежащей ему акции: обыкновенной или привилегированной (подробнее о них будет сказано при рассмотрении этих видов);

- **обусловленные права.** Это дополнительные права акционера по сравнению с рассмотренными выше, которые возникают при следующих условиях:

- дополнительные права управленческого характера. Они возникают в случае аккумуляции соответствующего количества (пакета) акций. Общее правило таково: чем больше пакет акций, тем относительно большими правами и влиянием на акционерное общество располагает акционер (таблица 3.1);

- право требования выкупа акций. При принятии общим собранием

акционеров определенных решений, против которых голосовал конкретный акционер, последний вправе требовать выкупа акционерным собранием всех или части имеющихся у него акций, но в пределах возможностей акционерного общества, устанавливаемых законом;

Таблица 3.1.

Права акционера в зависимости от количества принадлежащих ему акций

Количество акций	Все категории акций	Только голосующие акции
1 акция	<ul style="list-style-type: none"> • доступ к Уставу, годовым отчетам и внутренним документам АО; • получение дивидендов; • преимущественные права; • право на часть имущества АО при его ликвидации; • свободная передача ценных бумаг другим лицам; 	<ul style="list-style-type: none"> • голосовать на общем собрании акционеров; • обжаловать решения общего собрания акционеров; • требовать выкупа акций акционерным обществом.
1 % обыкновенных акций	<ul style="list-style-type: none"> • подавать иски против менеджмента от имени Общества 	
1 % голосующих акций		<ul style="list-style-type: none"> • знакомиться со списком акционеров, имеющих право участвовать в общем собрании
2 % голосующих акций		<ul style="list-style-type: none"> • предлагать вопросы в повестку дня • выдвигать кандидатов в СД
10 % голосующих акций		<ul style="list-style-type: none"> • право созыва внеочередного собрания акционеров; • право требовать проверки деятельности ревизионной комиссией;
25 % голосующих акций		<ul style="list-style-type: none"> • доступ к бухгалтерской отчетности и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа

- специфические права. В уставе акционерного общества могут содержаться какие-то дополнительные права его акционеров, которые не вытекают из требований закона. Наличие или отсутствие такого рода прав есть исключительная прерогатива самого общества.

Поскольку акция представляет собой частицу, или долю, в уставном капитале акционерного общества, ее принято называть **долевой** ценной бумагой, а самого акционера - совладельцем данного общества. Однако и любой кредитор акционерного общества, предоставивший ему кредит в форме денежной ссуды или посредством покупки долговой ценной бумаги этого общества, может рассматривать свой кредит как вклад в совокупный капитал общества.

Юридическое различие между ними состоит в том, что акционер внес вклад в уставный капитал, а кредитор - в капитал общества, который учитывается в нем как заемный капитал. Настоящее различие между этими формами вложения капитала в акционерное общество состоит в том, что акционер не перестает участвовать в управлении своим отчужденным капиталом, а кредитор лишается прав управлять своим отчужденным капиталом.

Специфика управленческой функции акционера состоит в том, что он управляет своим капиталом не непосредственно, а опосредованно - через выборы менеджмента акционерного общества. Акционер имеет собственность лишь на принадлежащие ему акции, которые и находятся в его непосредственном управлении. Собственником всего акционерного капитала, или всего его имущества и всех его имущественных прав, является само акционерное общество, непосредственно руководимое назначенным акционерами менеджментом.

Собственность на акции отделена от собственности на имущество акционерного общества.

Конкретно это проявляется в следующем:

- акционер не отвечает по любым обязательствам акционерного общества (и наоборот);
- акционер не вправе требовать выкупа акционерным обществом имеющихся у него акций (кроме ситуаций, установленных законом), он может вернуть свой капитал в общем случае только путем купли-продажи акции на фондовом рынке;
- выплата дивидендов на акцию, как правило, не гарантируется условиями их эмиссии, а акционеры не могут самостоятельно устанавливать уровень дивиденда. Размер последнего фактически устанавливается советом директоров акционерного общества, т. е. командой его менеджеров, и собрание акционеров не может его повысить, а только либо утвердить в предлагаемом размере, либо уменьшить.

В той мере, в какой акционеры управляют акционерным обществом, они могут считать себя (или являются) его собственниками. В остальном же они есть обычные кредиторы, которые никак не управляют отданным в ссуду капиталом.

Расщепление (сплит) и консолидация акций.

Уставный капитал акционерного общества есть произведение числа акций на их номинальную стоимость (при условии, что все акции имеют одинаковый номинал, в противном случае он есть сумма таких отдельных произведений). При данной величине уставного капитала количество соответствующих ему акций может меняться в зависимости от размера их номинала, и наоборот. Если необходимо увеличить номинал акции, то это потребует сокращения числа акций. Такой процесс называется консолидацией акций.

Консолидация акций - это сокращение числа акций, сопровождаемое

пропорциональным увеличением их номинальной стоимости.

Если требуется уменьшить номинал акции, то при данном размере уставного капитала необходимо увеличить количество акций. Такой процесс называется сплитом, или расщеплением акций. Расщепление (сплит) акции - это увеличение числа акций, сопровождаемое пропорциональным уменьшением их номинальной стоимости.

3.2. Виды акций

По российскому законодательству акции могут быть только двух видов - обыкновенные и привилегированные

- **обыкновенная** - это акция, в составе прав которой имеется право голоса ее владельца на общем собрании акционерного общества;
- **привилегированная** - это акция, владелец которой не имеет права голоса на общем собрании акционеров (кроме особых случаев, установленных законом – таблица 3.2). Владелец привилегированной акции имеет право на получение фиксированного дивиденда и/или ликвидационной стоимости. Ликвидационная стоимость есть стоимость, выплачиваемая при ликвидации акционерного общества.

Отсутствие права голоса сближает данную акцию с долговой ценной бумагой. Акционерное общество осуществляет выпуск такого рода акций в тех случаях, когда желает увеличить свой капитал в условиях каких-то затруднений с привлечением его в заемных формах, но без расширения круга акционеров, влияющих на процесс принятия управленческих решений, либо для решения иных специфических задач. Однако наличие права голоса в установленных законом случаях не позволяет отождествить этот вид акций с долговой ценной бумагой.

По российскому законодательству номинальная стоимость всех размещенных привилегированных акций не может превышать 25% от

уставного капитала акционерного общества.

Таблица 3.2.

Обстоятельства, при которых привилегированные акции становятся
голосующими

Обстоятельства	Когда владельцы привилегированных акций вправе голосовать
Реорганизация или ликвидация.	Владельцы привилегированных акций вправе голосовать по вопросам повестки дня, которые непосредственно связаны с реорганизацией и ликвидацией общества ²² .
Внесение в устав изменений, ограничивающих права акционеров — владельцев привилегированных акций определенного типа.	Владельцы привилегированных акций определенного типа могут голосовать по вопросам внесения в устав изменений, которые ограничивают права, предоставляемые привилегированными акциями этого типа ²³ .
Необъявление дивидендов по некумулятивным привилегированным акциям.	Владельцы некумулятивных привилегированных акций имеют право голосовать по всем вопросам повестки дня на всех общих собраниях до первой выплаты дивидендов по указанным акциям в полном размере ²⁴ .
Частичная выплата дивидендов по некумулятивным привилегированным акциям.	Владельцы некумулятивных привилегированных акций вправе голосовать по всем вопросам повестки дня на всех общих собраниях до первой выплаты дивидендов по указанным акциям в полном размере ²⁵ .
Необъявление дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям.	Владельцы кумулятивных привилегированных акций имеют право голосовать по всем вопросам повестки дня на всех общих собраниях до момента выплаты всех накопленных по указанным акциям дивидендов в полном размере ²⁶ .
Частичная выплата дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям.	Владельцы кумулятивных привилегированных акций имеют право голосовать по всем вопросам повестки дня на всех общих собраниях до момента выплаты всех накопленных по указанным акциям дивидендов в полном размере ²⁷ .

«Привилегированность» данной акции состоит в тех конкретных правах, которые она дает своему владельцу по сравнению с собственниками обыкновенных акций. Обычно «привилегии» включают:

- фиксированный размер дивиденда;
- фиксированный размер ликвидационной стоимости;
- первоочередное право на получение дивиденда и ликвидационной стоимости по сравнению с владельцем обыкновенной акции.

Если акционерное общество выпускает привилегированные акции с разным набором прав, то оно должно определить очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости и между этими типами привилегированных акций.

«Остаточное» право голоса на соответствующем общем собрании

акционеров возникает у привилегированных акций в случаях:

- 1) когда решается судьба акционерного общества - при решении вопросов о реорганизации и ликвидации акционерного общества;
- 2) когда общество не выполняет своих обязательств по привилегированным акциям:
 - желает ограничить или изменить права их владельцев путем изменения устава общества;
 - не выполняет обязательств по выплате дивидендов или выплачивает их в неполном размере.

Виды привилегированных акций.

Привилегированные акции по российскому законодательству могут быть трех видов:

- **обычные привилегированные** - это привилегированные акции, не относящиеся к кумулятивным или конвертируемым;
- **кумулятивные привилегированные** - это привилегированные акции, по которым фиксированный дивиденд может накапливаться за ряд промежутков времени и выплачиваться в сроки, определенные Уставом. По таким акциям дивиденд может выплачиваться раз в несколько лет.

Выгода акционерного общества состоит в том, что не надо заботиться о текущих выплатах дивидендов, и предназначенная для этих целей часть чистой прибыли временно остается в обороте акционерного общества. Выгода владельца акции потенциально состоит в том, что получение суммы дивидендов за ряд платежных периодов есть необходимая для него форма накопления дохода с точки зрения размеров, порядка их налогообложения и по другим причинам;

- **конвертируемые привилегированные** - это привилегированные акции, которые на установленных акционерным обществом условиях могут обмениваться (конвертироваться) в обыкновенные акции или

привилегированные акции иных типов этого же общества. Необходимость и потребность в выпуске подобного вида акций может возникнуть, если общество, например, желая сделать свои акции более привлекательными на рынке, хочет дать акционерам возможность выбора между акциями с фиксированным и нефиксированным (плавающим) дивидендом.

Размещение и обращение акций.

Размещение акций чаще всего есть их продажа на рынке акционерным обществом-эмитентом инвесторам - самостоятельно или через финансовых посредников. В случае учреждения акционерного общества размещение сводится к распределению ценных бумаг среди акционеров. Денежные средства в любом случае поступают на счета непосредственно эмитента.

Обращение акций есть их купля-продажа на фондовом рынке, т. е. только между инвесторами. В некоторых случаях, установленных законом, само акционерное общество также может выступать на рынке в качестве Покупателя собственных акций. Такие ситуации возникают в случаях приобретения или выкупа ранее размещенных акций акционерным обществом:

- **приобретение акций акционерным обществом** - это их покупка на рынке по инициативе самого акционерного общества. Приобретение акций разрешается в случае принятия им решения об уменьшении уставного капитала на установленную величину или по иным причинам (в случае принятия соответствующего решения). Но в последнем случае номинальная стоимость приобретаемых акций может составить не более 10% от номинальной стоимости акций, находящихся в обращении;
- **выкуп акций акционерным обществом** - это их покупка по требованию самих акционеров. Акционерное общество обязано по требованию акционеров выкупить у них акции, но при этом сумма средств, направляемых на выкуп, не может превышать 10% стоимости чистых активов общества на

дату принятия решения. Выкупа акций могут требовать только акционеры, которые голосовали против или не принимали участия в голосовании по вопросам:

- реорганизации общества;
- совершения крупной сделки, одобрение которой требуется общим собранием;
- изменения Устава, приводящего к ограничению их прав.

3.3. Цена акции

На фондовом рынке у акции имеются только две оценки, являющиеся предметом соглашения сторон сделки:

- **номинальная стоимость акции** - это оценка акции, как предмет соглашения между эмитентом и инвестором при эмиссии ценных бумаг;
- **рыночная цена акции** - это оценка акции, как предмет инвестиционного соглашения между Продавцом и Покупателем при совершении сделки на рынке.

Номинальная стоимость акции необходима для:

- определения величины уставного капитала акционерного общества, частицу которого она представляет по закону;
- установления (по закону) тех или иных границ, связанных с изменением уставного капитала или обращением акций;
- иных целей, связанных с регулированием деятельности акционерного общества.

Рыночная цена акции - это цена сделок, совершаемых с акцией на рынке. Эта цена всегда есть результат непосредственного соглашения между продавцами и покупателями. Теоретически ее нижней границей является номинальная стоимость акции. Падение рыночной цены ниже уровня номинала акции делает экономически не нужным существование самого

акционерного общества, так как его ликвидация позволит вернуть больше, чем номинальная стоимость (с учетом того обстоятельства, что по закону стоимость чистых активов акционерного общества не должна быть меньше уставного капитала). На практике рыночная цена акции может упасть ниже номинальной стоимости уже в силу того, что процесс ликвидации акционерного общества занимает существенное время, за которое его чистые активы могут окончательно исчезнуть, что и приведет к обнулению рыночной цены акции.

Для целей других видов рыночной деятельности употребляются другие виды оценок, которые носят исключительно расчетный характер и не являются предметом соглашения между участникам рынка.

В частности, выделяют:

- **бухгалтерскую цену (Book Value)** – стоимость чистых активов по данным финансовой отчетности, приходящаяся на одну акцию;
- **теоретическую стоимость акции, или фундаментальную оценку,** которая представляет собой дисконтированную стоимость будущего потока дивидендов и цены акции в момент ее продажи (акция обеспечивает только эти два вида денежных потоков).

Инвестиционное решение инвестор должен принимать на основе сопоставления экономической и рыночной стоимостей акции:

- Если рыночная цена акции выше ее экономической стоимости, то акция переоценена и в скором времени надо ожидать снижение ее цены. В таких условиях инвестору целесообразно ликвидировать (продать) или «коротко продать» акцию
- Если рыночная цена акции ниже ее экономической стоимости, то она недооценена, поэтому надо покупать подобную акцию и занимать «длинную» позицию.

Имеются некоторые особенности ценообразования в случае, когда акция только выпускается (эмитируется) на рынок, т. е. когда она продается

ее эмитентом другим участникам рынка. В этом случае возможны два варианта:

1) при первичной эмиссии акций (т. е. когда происходит формирование уставного капитала как суммы номинальных стоимостей акций):

- распределение акций при учреждении акционерного общества среди его учредителей осуществляется только по их номинальной стоимости;
- продажа акций эмитентом может происходить только по цене, которая не ниже ее номинальной стоимости;

2) при последующих эмиссиях акций (т. е. когда уже имеется рыночная цена акции, и она обычно существенно превышает номинальную стоимость акции):

- продажа акций эмитентом производится только по рыночной цене;
- продажа акций эмитентом производится по цене ниже рыночной на величину скидки для рыночного посредника, реализующего эти акции по договору с эмитентом на рынке. Размер скидки не может превышать 10% (т. е. сама акция все-таки продается на рынке по рыночной цене, но выручка эмитента будет немного меньше);
- продажа акций эмитентом производится по цене ниже рыночной на величину той же скидки до 10%, но в случае, если покупателем является акционер данного акционерного общества, реализующий свое преимущественное право на приобретение этих акций.

Если акция перепродается на рынке, то это всегда происходит по рыночной цене. Из всех возможных на рынке цен сделок с акциями наиболее признанной рыночной ценой считается биржевая цена или биржевая котировка.

Уровень биржевой цены зависит от соотношения рыночного спроса и предложения на данную акцию, за колебаниями которых, как полагают, скрывается некая объективная основа; ее обычно и называют теоретической ценой акции, или ее «стоимостью». Различные подходы к определению

теоретической цены («стоимости») акции называются моделями ее рыночной цены.

Основные модели цены акции.

Существует ряд математических моделей, основывающихся на разных подходах по количественной оценке рыночной цены акции, в которых в разных вариациях всегда отражается качественное понимание цены акции как рыночной формы существования (капитализации) выплачиваемого по ней дохода.

1. Модель капитализации дохода.

В общем случае текущая рыночная цена любого финансового актива на финансовом рынке есть приведенная стоимость (Present Value, **PV**) денежных потоков, генерируемых этим активом.

Денежные потоки, генерируемые акциями – это дивиденды, полученные по ним, а также их стоимость при продаже. Поэтому теоретическая цена акции в данной модели есть сумма дисконтированных дивидендов, выплачиваемых за определенное число лет. Величина дивидендов, как правило, зависит от финансовых результатов деятельности компании и не может быть заранее однозначно определена, поэтому инвесторы при оценке акций ориентируются на **ожидаемые** значения дивидендов. Будущая стоимость акции при ее продаже также не поддается надежному прогнозированию.

Предположим, что инвестор собирается владеть акцией в течение определенного времени без ее продажи. Тогда ожидаемая цена акции на время, включающее **n** периодов, PV_{exp} определяется следующим образом:

$$PV_{\text{exp}} = \sum_{i=1}^n \frac{(CF)_{\text{exp } i}}{(1+r)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{(Div)_{\text{exp } i}}{(1+r)^i} \quad (3.1)$$

где: i – номер периода времени, в котором возникает денежный поток $Div_{\text{exp } i}$;

r – величина рыночной процентной ставки (рыночной нормы дохода),

Div_{expi} – ожидаемая величина дивидендов в i -том периоде.

Соотношение (3.1) является базовым для расчета стоимости акций в том смысле, что колебания дивидендов по периодам могут быть любыми. В простейшем случае, при фиксированной величине дивидендов $CF_i = Div_i = const$ за все время существования компании цена акции может быть рассчитана как приведенная стоимость бессрочного аннуитета, образованного одинаковыми дивидендными выплатами:

$$PV = \lim_{n \rightarrow \infty} Div[1 - (1 + r)^{-n}] / r = \frac{Div}{r}$$

где: PV – рыночная цена привилегированной акции; r – доходность по альтернативным инвестициям, имеющим тот же риск, что и данная акция. Если эмитент акции – крупная компания с высоким кредитным рейтингом, устойчивым финансовым положением и стабильными производственными показателями, то параметр r близок к рыночной норме доходности.

На практике же самым сложным для инвестора является прогнозирование будущих дивидендных выплат Div_{exp} . Поэтому для упрощения расчетов используют определенные предположения по поводу размеров будущих дивидендов. Например, предполагают, что сумма дивидендов на акцию будет расти от периода к периоду с постоянной скоростью $g < r$. Это значит, что в каждом i -том периоде сумму дивиденда можно определить по формуле:

$$Div_{expi} = Div_0(1+g)^i,$$

где Div_0 – дивиденды, выплаченные в исходном периоде. В этом случае формула (3.1) принимает вид:

$$PV_{exp} = \sum_{i=1}^n \frac{(Div)_{exp i}}{(1+r)^i} = Div_0 \sum_{i=1}^n \frac{(1+g)^i}{(1+r)^i}$$

и при достаточно больших n ($n \rightarrow \infty$) получаем:

$$PV_{\text{exp}} = Div_0 \frac{(1+g)}{(r-g)} \quad (3.2)$$

У данной модели (модели бесконечного роста Гордона) имеются следующие основные проблемы:

- достоверность прогнозирования размера дивиденда, который на самом деле никогда не остается одинаковым, и более-менее достоверно о его будущих размерах можно только говорить на сравнительно небольшой промежуток времени, обычно исчисляемый месяцами;
- формальная невозможность расчета цены в случае, если акционерное общество проводит политику невыплаты дивиденда, т. е. числитель в данной модели как бы отсутствует совсем, если говорить о ранее «выплаченных» дивидендах;
- формально не учитывается спекулятивный доход по акции в виде разницы в ее рыночных ценах во времени.

2. Модель оценки капитальных активов (модель CAPM)

Согласно имеющейся теории при оценке акций как долгосрочных активов необходимо учитывать индивидуальный, недиверсифицируемый (т. е. неуничтожаемый) риск, которым обладает акция. Такого рода оценка производится на основе модели Capital Asset Pricing Model, CAPM.

Согласно CAPM доходность обыкновенной акции компании δ_e зависит от средней по рынку доходности инвестиций в данный вид активов δ_m , доходности так называемых «безрисковых» ценных бумаг r_{rf} и связана с систематическим риском, присущим данному эмитенту, β . Наиболее эффективным применением данной модели оказалось для рынка ценных бумаг.

Акции каждого эмитента на рынке имеет свой β -коэффициент, представляющий собой индекс их доходности по отношению к доходности рынка в целом. Численные значения показателя β рассчитываются для каждого актива по статистическим данным, взятым с финансового рынка.

Предположим, что имеются данные о доходности, например, акций группы компаний за ряд периодов- δ_{ij} , где i – номер компании ($i = 1, 2, \dots, k$), а j – номер периода ($j = 1, 2, \dots, n$). Таким образом, δ_{ij} есть доходность акций i компании в j периоде. Тогда формула для расчета β -коэффициента для произвольной компании имеет вид:

$$\beta = \text{Cov}(\delta_i, \delta_m) / \text{Var}(\delta_m), \quad (3.3)$$

где: $\text{Cov}(\delta_i, \delta_m) = (1/n) \sum (\delta_{ij} - \delta_i^*)(\delta_{mj} - \delta_m^*)$;

$$\text{Var}(\delta_m) = (1/n) \sum (\delta_{mj} - \delta_m^*)^2$$
;

$\delta_{mj} = (1/k) \sum \delta_{ij}$ - доходность в среднем на рынке ценных бумаг в периоде j ;

$\delta_m^* = (1/n) \sum \delta_{mj}$ – доходность в среднем на рынке ценных бумаг за все периоды;

$\delta_i^* = (1/n) \sum \delta_{ij}$ - доходность ценных бумаг i компании в среднем за все периоды.

В целом для рынка ценных бумаг $\beta=1$. Для ценных бумаг отдельных компаний он колеблется в пределах от 0,5 до 2,0 по абсолютной величине и имеет следующую интерпретацию:

$\beta = 1$ означает, что акции данной компании характеризуются средним уровнем риска, характерным для рынка в целом;

$\beta < 1$ означает, что ценные бумаги компании имеют уровень риска меньше, чем рынок ценных бумаг в целом. Например, $\beta = 0,5$ свидетельствует о том, что изменчивость доходности данной акции (риск) в два раза ниже, чем в среднем по рынку;

$\beta > 1$ означает, что вложения в ценные бумаги данной компании более рискованны, чем в среднем на рынке, и, например, $\beta=2$ показывает, что изменчивость доходности (риск) в два раза выше средней по рынку.

Знак коэффициента β может быть отрицательным. Это означает, что изменение доходности данной акции происходит в противоположном, по сравнению с рынком, направлении.

Итак, выражение для CAPM имеет следующий вид:

$$\delta_e = r_{rf} + \beta(\delta_m - r_{rf}), \quad (3.4)$$

где: δ_e – ожидаемое значение доходности акций компании;

r_{rf} - доходность т.н. "безрисковых" ценных бумаг;

δ_m – доходность в среднем на рынке ценных бумаг в данном периоде;

β - коэффициент.

«Безрисковыми» ценными бумагами на финансовых рынках развитых стран принято считать ценные бумаги, выпускаемые государственными органами. В частности, в США к таким инструментам относят краткосрочные векселя Казначейства.

Показатель $(\delta_m - r_{rf})$ имеет следующую интерпретацию. Он представляет собой т.н. рыночную (среднюю по рынку) премию за риск вложений не в безрисковые, а рискованные ценные бумаги. В свою очередь, показатель $(\delta_e - r_{rf})$ характеризует премию за риск покупки ценных бумаг именно данной компании. Модель CAPM означает, что премия за риск вложения в данные ценные бумаги прямо пропорциональна рыночной премии за риск:

$$(\delta_e - r_{rf}) = \beta(\delta_m - r_{rf}) \quad (3.5)$$

Взаимосвязь этих показателей обычно представляют в виде графика, называемого линией рынка ценных бумаг (рис.3.1). Отбирая финансовые активы при формировании портфеля, менеджер, задаваясь приемлемым уровнем риска, может определить соответствующую норму дохода.

Если доходность при заданном риске оказалась на линии рынка, то такая инвестиция признается эффективной; если ниже – неэффективной; выше – сверхэффективной.

Важным свойством модели CAPM является ее аддитивность по степени риска. Это дает возможность определять β -коэффициент портфеля активов как средневзвешенную β -коэффициентов активов, составляющих портфель.

Коэффициент β представляет собой индекс доходности данного актива по отношению доходности рынка ценных бумаг в целом. Значение этого показателя рассчитывается по статистическим данным для каждого эмитента, котирующего свои акции на биржах и во многих странах периодически публикуется в специальных информационных выпусках.

В целом по рынку ценных бумаг β -коэффициент равен единице. Для отдельных компаний его величина может принимать значения в интервале $0,5 \leq |\beta| \leq 2,0$.

$\beta = 1$ означает, что акции данной компании имеют среднюю степень риска, сложившуюся на рынке;

$\beta < 1$ свидетельствует о том, что ценные бумаги компании менее рискованны, чем в среднем на рынке;

$\beta > 1$ означает, что ценные бумаги данной компании более рискованны, чем в среднем на рынке.

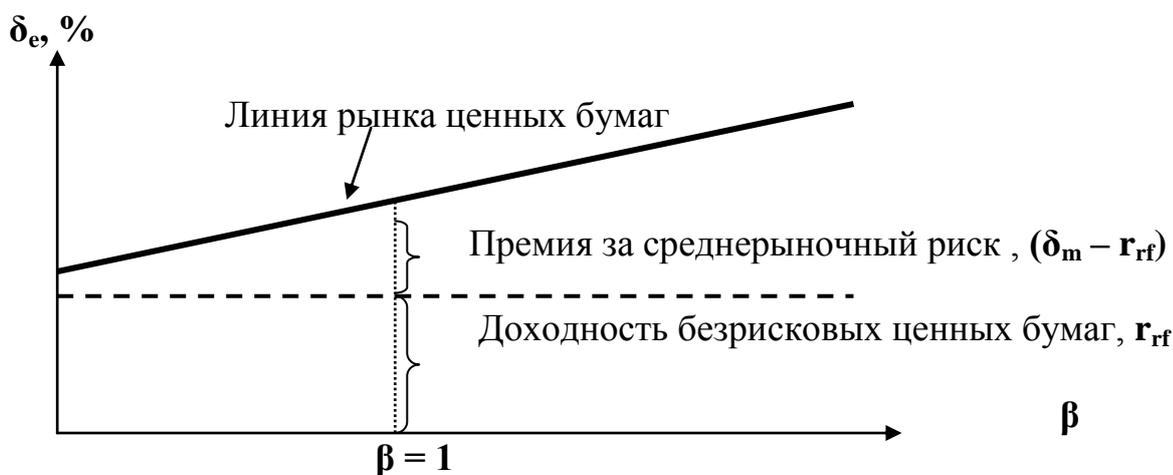


Рис. 3.1. Линия рынка.

Появление у акций компании тенденции, например, к увеличению β означает, что инвестиции в ценные бумаги становятся рискованнее и требуется определенная «премия за риск» к доходности. Цена же капитала для устойчиво работающих компаний, таким образом, будет ниже.

3.4. Опцион эмитента на акцию (фондовый варрант)

Опцион эмитента - это 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.

В мировой практике аналогом российского опциона эмитента на акцию являются фондовый варрант и подписное право, содержание которых аналогично содержанию опциона эмитента. Понятие «опцион» означает наличие права его владельца на покупку акции на заранее установленных условиях, оно характеризуется возможностью выбора выгодного для него момента реализации этого права. В этом смысле название «опцион эмитента» совершенно не логично, так как название «опцион эмитента» дословно означает право выбора у эмитента, а вовсе не у инвестора. Право выбора по эмиссионному опциону имеет его владелец, т. е. инвестор, а не сам эмитент.

Однако на рынке могут заключаться опционные сделки на акции между самими участниками рынка (инвесторами, спекулянтами), которые тоже предоставляют права выбора инвестора в отношении покупки (или продажи) акции, но уже у другого, нежели эмитент, участника (другому участнику) рынка, который продал такое право, или «опцион», инвестору.

Основные характеристики. Опцион эмитента представляет собой ценную бумагу:

- эмиссионную;
- именную;

- бездокументарную (как следствие того, что он относится к именованным эмиссионным ценным бумагам);
- срочную или без установленного срока обращения;
- вторичную - все права данной ценной бумаги сводятся к правам ее владельца на акцию.

Опцион эмитента, как и всякая вторичная ценная бумага, не имеет собственного номинала, так как не представляет собой отчужденный капитал. Условно в качестве его номинала может учитываться то количество акций, права на которые он выражает.

По российскому законодательству опционы эмитента могут быть выпущены в количестве не более чем на 5% соответствующего типа размещенных эмитентом акций. В этом смысле они, например, не могут быть использованы для организации льготной подписки акционеров на их количество большее, чем 5% акций.

Цена размещения опционов эмитента не может быть меньше номинальной стоимости акций, в которые они конвертируются. Оплата таких опционов совершается только деньгами.

Фондовый варрант. Использование опционов эмитента (из-за отсутствия значимой российской практики) рассмотрим на примере их зарубежного аналога - фондовых варрантов, которые весьма распространены на мировом фондовом рынке. Последние, правда, могут представлять собой опционы не только на акции, но и на облигации, поскольку для их содержания вид исходной ценной бумаги совершенно безразличен.

Фондовый варрант - это ценная бумага, которая дает ее владельцу право на покупку определенного числа акций (в общем случае и других видов ценных бумаг) какой-либо компании в течение установленного периода времени по фиксированной цене (цене исполнения).

Условия, на которых выпускается варрант на акции, по сути, могут быть любыми (не противоречащими законодательству), лишь бы они

удовлетворяли соответствующие интересы участников рынка и самого эмитента.

Обычно срок существования фондового варранта составляет не менее 10-20 лет или вообще не ограничен.

Цена акции, или цена исполнения, фиксируется в варранте обычно на уровне, превышающем текущий рыночный курс акции компании на 15-20%, чтобы владелец варранта не мог им воспользоваться сразу же. Уровень данного превышения зависит от того, как эмитент оценивает перспективы роста курса своих акций, и от тех целей, которых он желает достичь посредством эмиссии варрантов. Цена исполнения может быть неизменной в течение всего срока его существования, может периодически повышаться, например каждые 5 лет, на заданный процент или фиксироваться любым иным способом.

Фондовый варрант продается и покупается на рынке, точно так же, как и любая другая эмиссионная ценная бумага. Если акции компании обращаются на фондовой бирже, то и ее варранты на акции тоже обращаются на бирже.

Текущая рыночная цена варранта зависит, с одной стороны, от существующей на каждый момент времени разницы между рыночной ценой акции и ценой, зафиксированной в варранте, а с другой от времени, остающегося до истечения срока действия варранта, или от перспектив и ожиданий относительно динамики рыночной цены исходной акции в будущем.

Теоретическая цена варранта определяется на основе модели Блэка-Скоулза и других моделей, используемых для расчета цены опциона или его премии.

В ряде случаев фондовые варранты по условиям их выпуска могут погашаться и самой компанией без обмена на акции, например путем выкупа у владельцев. Во всех случаях выпуск фондовых варрантов осуществляется

под акции, которые еще только предполагается выпустить в обращение, в течение всего срока обращения (существования) этих warrants данные акции отсутствуют на рынке, и их появление происходит лишь по мере обмена warrants на акции.

Применение фондовых warrants

Интерес фондового warrant для инвестора (Покупателя) состоит по крайней мере в следующих возможностях:

- приобрести в будущем акцию данного эмитента по фиксированной цене, а не по будущей рыночной цене, которая часто оказывается выше, чем цена, заложенная в warrantе;
- получить прибыль в виде положительной разницы между будущей рыночной ценой акций и ее ценой, зафиксированной в warrantе. Владелец warrantа в устраивающий его момент времени, с точки зрения уровня рыночной цены на акцию предъявляет его акционерному обществу, покупает установленное в нем количество акций по цене, фиксированной в warrantе, т. е. по цене исполнения, и затем продает купленные акции по более высокой рыночной цене;
- продать warrant (до окончания срока его действия) на фондовом рынке по устраивающей владельца цене. Дело в том, что в ряде случаев warrants выпускаются компанией в качестве бесплатного приложения при продаже ею своих привилегированных акций или облигаций, что делает последние более привлекательными для рынка, чем их самостоятельный выпуск. Но даже если warrant и был первоначально куплен у компании по какой-то цене, с течением времени его собственная цена будет возрастать, если на рынке происходит рост цен на акции компании. Поэтому спекулятивная прибыль может иметь место не только в случае перепродажи самой акции, купленной по warrantу, но и перепродажи самого warrantа.

Заинтересованность акционерного общества в выпуске warrants на свои

ценные бумаги может состоять в следующем:

1) использовании их в качестве альтернативы иным формам вознаграждения персонала:

- руководящего состава компании - в целях повышении его заинтересованности в увеличении прибыльности компании и росте рыночной цены ее акций;
- других работников компании - в целях экономии текущих денежных выплат им в обмен на акции компании в будущем;

2) стимулировании интереса инвесторов к ценным бумагам компании;

3) возможности продажи необходимого количества своих акций в условиях, когда их прямая продажа по каким-то причинам затруднена;

4) использовании в качестве защиты от недружественного поглощения другим участником рынка, поскольку реализация ранее эмитированных warrants приводит к резкому увеличению числа акций, которые должны быть скуплены.

Отличие фондового варранта (опциона эмитента) от биржевого опциона.

Отличия фондового варранта, как опциона на акции на фондовом рынке, от биржевого опциона на акции на фьючерсном рынке, который будет рассмотрен нами ниже, в своей основе определяются сторонами сделки:

- в случае фондового варранта (опциона эмитента) исходными сторонами сделки являются эмитент и инвестор,
- в случае обычного опционного контракта сторонами сделки являются сами участники рынка без участия эмитента акции.

В целом различия сводятся к следующему:

1. Варрант есть ценная бумага, которая эмитируется (выпускается) компанией, а биржевой опцион - это срочный контракт, заключаемый на фьючерсной бирже (внебиржевой опцион заключается вне биржи);

2. Количество warrants всегда ограничено размерами предстоящей

эмиссии акции, а количество заключенных опционных сделок определяется потребностями только самого рынка;

3. Варранты выпускаются на длительные сроки, а биржевой (или внебиржевой) опционный контракт – это обычно краткосрочный контракт;

4. Выпуск варрантов означает, что величина уставного капитала компании будет возрастать по мере реализации варрантов их владельцами, а заключение опционных сделок не имеет никакого отношения к капиталу компании;

5. Варранты обычно выдаются своим первоначальным владельцам бесплатно, а при заключении опционного контракта «покупке» биржевого или внебиржевого опциона) покупатель опциона уплачивает за него премию подписчику (продавцу) опциона.

3.5. Депозитарные расписки на акции

Национальные акции, как и другие национальные ценные бумаги, с течением времени обязательно выходят за пределы национальных границ. В чистом виде это имеет место, когда иностранные инвесторы получают право покупать их. Но есть и способ опосредованного их приобретения на основе организации выпуска и обращения ценных бумаг-посредников. Например, когда иностранный инвестор хочет приобрести акции компании, расположенной в другой стране, но ему это не разрешается по законодательству данной страны, такая возможность может быть предоставлена ему в случае выпуска указанных депозитарных расписок на акции иностранного эмитента.

Американская депозитарная расписка - это американская ценная бумага, свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, выпуск которой осуществляется в США, а обращение - как в США, так и в других странах.

Депозитарные расписки выпускаются на основе специального законодательства. Такое законодательство может быть в любой заинтересованной в этих бумагах стране. Если депозитарные расписки выпускаются на основе законодательства США, то они называются американскими депозитарными расписками (АДР или ADR).

Американская депозитарная расписка есть форма непрямого (опосредованного) владения акциями иностранной (для американских инвесторов) компании.

Основные характеристики. Американская депозитарная расписка по своим характеристикам фактически копирует характеристики акции, поскольку основывается на ней. АДР относится к классу вторичных ценных бумаг и является:

- бессрочной;
- именной;
- обычно - документарной;
- эмиссионной;
- долевой;
- доходной.

В качестве ее номинала принимается количество акций, на которые она предоставляет права.

Виды АДР

В зависимости от инициатора выпуска АДР подразделяются на:

- **неспонсируемые АДР** - это депозитарные расписки, которые выпускаются по инициативе отдельных акционеров компании. Последние несут все расходы, связанные с их выпуском. Данного вида расписки имеют облегченную процедуру регистрации (выпуска), но не имеют права обращаться на американских биржах. Это делает их менее привлекательными

для участников рынка;

- **спонсируемые АДР** - это депозитные расписки, которые выпускаются по инициативе самой компании. Последняя в этом случае имеет право заключить договор на их выпуск лишь с одним американским банком (из числа тех, кому такое право предоставлено), и все затраты, возникающие в этом случае, несет сама компания согласно заключенному договору.

Спонсируемые АДР могут быть поделены на две группы в зависимости от вида акций, на которые они выпускаются: на ранее выпущенные акции или на вновь выпускаемые компанией акции. Каждая из указанных групп, в свою очередь, делится на два подвида расписок в зависимости от формы их размещения - частное или публичное. Частное размещение - это право торговли только на неорганизованном рынке, публичное - это право торговли на организованном фондовом рынке США, или право на публичные котировки.

Спонсируемые депозитарные расписки условно подразделяются на четыре категории.

- **АДР первого уровня (АДР-1)**. Это АДР на ранее выпущенные акции, которые не могут обращаться на американских биржах. АДР-I имеют облегченную процедуру регистрации в США, и для них не требуется приведения бухгалтерской отчетности российской компании к американским бухгалтерским стандартам. Но поскольку в этом случае «прозрачность» финансовой отчетности российской компании для американского фондового рынка резко снижается, постольку законодатель лишает эти бумаги статуса публично обращающихся ценных бумаг на американском фондовом рынке.

- **АДР второго уровня (АДР-2)**. Их признаки:

- АДР на ранее выпущенные компанией в обращение акции;
- АДР, которые могут обращаться на американских биржах.

АДР -2 имеют полноценную процедуру регистрации на фондовом рынке

США, их выпуск предполагает полное соответствие бухгалтерской отчетности российской компании требованиям американских бухгалтерских стандартов, что означает полную «прозрачность» компании для американского рынка. Поэтому АДР-2 имеют право обращаться на любых сегментах американского рынка.

• **АДР третьего уровня (АДР-3).** Их признаки:

- АДР на вновь выпущенные компанией в обращение акции;
- АДР, которые могут обращаться на американских биржах.

АДР-3 полностью идентичны АДР-2 по порядку выпуска и рынку обращения. Они регистрируются по полной программе, обязательным является требование предоставления бухгалтерской отчетности российской компании по американским стандартам, а потому допускаются к обращению на публичном (биржевом) рынке.

• **АДР четвертого уровня (АДР-4).** Они появились в законодательстве США позже, чем первые три уровня АДР, поэтому получили юридическое название на американском рынке как АДР, выпускаемые в соответствии с «Правилom 144а».

АДР-4 аналогичны АДР-1, с точки зрения требований к документации, но имеют более солидный рынок для своего обращения. По условиям их выпуска покупателями АДР-4 могут быть только так называемые квалифицированные институциональные инвесторы, к которым относятся американские компании, располагающие портфелем ценных бумаг в размере 100 млн. долл. и более. Таких компаний насчитывается в США несколько тысяч. Эти компании могут торговать между собой данным видом АДР на особом рынке, который называется системой электронной торговли ПОРТАЛ, являющейся составной частью функционирующей в США системы электронной торговли NASDAQ.

Порядок выпуска АДР.

На практике выпуск американских депозитарных расписок на российские акции есть сложный, длительный и дорогостоящий процесс. В самом общем виде он сводится к двум группам действий:

- 1) действия в России - американский банк - посредник депонирует в нашей стране на имя своего филиала определенное количество акций российской компании, которые он не имеет права продавать на российском фондовом рынке (т. е. данные акции как бы изымаются из внутреннего оборота). Эти акции хранятся в России в качестве основы (залога) для выпуска американских депозитарных расписок, будучи зарегистрированными на имя данного банка, который в этом случае называется «депозитарным» банком;
- 2) действия в США - указанный банк в своей стране осуществляет выпуск эквивалентного количества депозитарных расписок на российские акции с соблюдением установленных правил (законов) американского фондового рынка. Депозитарный банк в США становится эмитентом этих расписок.

Имеются лидеры в области оказания депозитарных услуг и обслуживания программ выпуска АДР - это американские банки The Bank of New-York (на него приходится до 50% данного рынка услуг), Morgan Guaranty и Citibank (оба банка охватывают до 25% рынка каждый).

В обязанности депозитарного банка входит предоставление американским инвесторам информации о российском эмитенте, которую последний обязан предоставлять всем своим акционерам.

Причины обращения к инструменту депозитарных расписок.

В последние годы на фондовых рынках мира обращается свыше тысячи депозитарных расписок эмитентов из более чем 50 стран, включая и Россию. Общая стоимость депозитарных расписок, обращающихся только на фондовом рынке США, оценивается в сотни миллиардов долларов. Особенно интенсивно используют возможности выпуска депозитарных расписок

развивающиеся страны.

С позиций эмитента акций, на которые выпущены депозитарные расписки, преимущества последних состоят в:

- расширении состава потенциальных инвесторов за счет иностранных юридических и физических лиц;
- привлечении иностранного капитала в компанию на условиях собственных средств;
- повышении имиджа компании, ее известности не только в своей собственной стране, но и среди инвесторов всего мира.

Депозитарные расписки привлекательны для иностранных инвесторов следующим:

- допуском к торговле акциями иностранных эмитентов без их непосредственной купли-продажи и тем самым преодолением правовых ограничений на непосредственное их владение иностранцами;
- более высоким уровнем доходности депозитарных расписок, чем у акций американских компаний;
- минимизацией валютного риска по сравнению с прямой куплей-продажей российских акций, в том числе отпадает необходимость самостоятельной конвертации получаемых дивидендов и связанного с этим валютного риска;
- возможностью выхода на российский рынок при отсутствии достаточных знаний о нем и самой стране (особенностей, традиций, налогообложения и т.п.);
- лучшими условиями получения информации о деятельности эмитента акций.

Обращение депозитарных расписок на акции.

Упрощенно торговлю в США акциями российского эмитента через АДР

можно представить следующим образом. Американский инвестор делает заказ своему брокеру на покупку определенного количества АДР. Брокер приобретает их на вторичном рынке США, и сделка регистрируется депозитарием банка-эмитента этих депозитарных расписок. В случае отсутствия предложения на продажу АДР либо завышения цены предложения на американском рынке американский брокер может связаться с коллегой в России и сделать заказ на покупку по устраивающей его цене. Все эти действия совершаются только в пределах разрешенного к выпуску количества депозитарных расписок. Российский брокер приобретает нужное количество акций на российском рынке. Эти акции должным образом регистрируются на имя филиала американского депозитарного банка (как номинального держателя российских акций). Филиал американского банка информирует свой центральный офис в США о том, что требуемые акции депонированы. После этого американский банк выпускает дополнительное количество депозитарных расписок на эти акции и передает их американскому брокеру, а тот осуществляет их оплату и регистрирует на имя своего клиента.

Продажа АДР американским инвестором происходит в обратном порядке. По его поручению брокер пытается продать их на внутреннем рынке США. Заключенная сделка оформляется в установленном порядке: инвестор получает свои деньги, а депозитарные расписки перерегистрируются на нового американского владельца. Если брокер не может продать АДР на американском рынке, то он может попытаться сделать это на российском рынке путем обращения к российскому брокеру, который ищет покупателя в России. Если такой найден, то депозитарный банк в США аннулирует нужное количество выпущенных им АДР, а в России соответствующее количество акций списывается со счета филиала американского банка как номинального держателя, и эти акции переоформляются в российском реестре акционеров на нового владельца.

Что касается обращения АДР на внутреннем рынке США, то оплата инвесторами необходимых комиссионных расходов производится в пределах, существующих на рынке. Если же операция с АДР затрагивает российский рынок, то, естественно, состав и величина этих комиссионных расходов существенно расширяются, поскольку в операцию вовлекаются новые посредники.

Глобальные депозитарные расписки.

Американские депозитарные расписки всех указанных четырех уровней в той или иной мере обращаются на фондовом рынке США. Однако по так называемому «Правилу S» они могут обращаться и на фондовых рынках (биржах) других стран. Такие депозитарные расписки называются глобальными депозитарными записками (ГДР - GDR).

Глобальная депозитарная расписка - это американская депозитарная расписка, которая обращается на мировом фондовом рынке. Используя «Правило S», российские компании (как, впрочем, и любые другие иностранные участники программы выпуска АДР), приобретая для своих депозитарных расписок самый низший статус АДР-1, который не позволяет им обращаться на фондовых биржах США, получают возможность торговать ими на европейских фондовых биржах, т. е. иметь обычные (нормальные) публичные, а не только частные котировки.

Число российских компаний, которые выпустили те или иные виды американских депозитарных расписок, исчисляется несколькими десятками, и все эти АДР представлены на ведущих европейских биржах.

Цена депозитарных расписок на акции

Теоретическая цена депозитарной расписки определяется по следующей формуле:

$$P_{DR} = n P / r_{EX}$$

где: P_{DR} - цена АДР за 1 шт., долл.;

P - рыночная цена российской акции на российском рынке за 1 шт., руб.;

n - количество российских акций, входящих в пакет 1 АДР;

r_{EX} - курс рубля к доллару.

Рыночная цена депозитарной расписки может отклоняться от указанной ее теоретической цены по самым разным причинам, отражающимся в несовпадении спроса и предложения на нее.

3.6. Подписное право на акцию

Понятие. Акционеры, как правило, имеют право на первоочередное приобретение новых выпусков акций своей компании. В условиях, когда их количество исчисляется десятками или сотнями тысяч (или более), реализация этого права с помощью выпуска специальной ценной бумаги представляется часто самым удобным механизмом его выполнения как для акционеров, так и для акционерного общества.

Подписное право - это ценная бумага, которая дает право акционерам компании подписаться на определенное количество вновь выпускаемых акций данной компании по установленной цене подписки в течение установленного срока.

Подписное право пока не существует как российский вид ценной бумаги, но оно вполне может быть реализовано в форме выпуска российского опциона эмитента.

По своей конструкции подписное право очень похоже на фондовый warrant, но отличается от последнего своей целевой направленностью. Оно есть не право на покупку акции в будущем, а право на покупку нового текущего выпуска акций, размещаемого на рынке.

Подписное право дает возможность его владельцу приобрести акцию компании до начала общей подписки (для всех желающих), т. е. в течение

периода «льготной» подписки и по льготной цене, которая несколько ниже, чем текущая рыночная цена акции компании.

Акционер получает право на подписку по льготной цене пропорционально имеющемуся у него количеству акций.

Порядок выпуска.

Выпуску подписных прав предшествует процедура эмиссии новых акций, на которые и будут обмениваться подписные права. Последние рассылаются акционерам компании или доводятся до них в ином установленном порядке.

Если акционер желает воспользоваться своим правом льготной подписки, то он перечисляет в компанию или уполномоченному ею участнику рынка требуемую сумму денег в уплату за акции до даты начала общей подписки. Если акционер не желает воспользоваться своим правом, то он может его свободно продать на фондовом рынке.

Период льготной подписки длится обычно две-три недели, в течение которых можно либо реализовать подписное право самостоятельно, либо продать его на рынке. После окончания данного периода подписное право утрачивает свои права и не может быть продано.

Цена подписного права на акцию

а) в период распространения подписных прав. В течение этого времени владельцы и новые покупатели находящихся в обращении ранее размещенных акций компании имеют право на получение подписных прав. В этом случае рыночная цена акции, естественно, включает и цену подписного права, которая определяется по формуле:

$$P_{sb} = (P - P_0) / (n + 1)$$

где: P_{sb} - стоимость подписного права;

P - рыночная цена акции;

P_0 - льготная цена подписки ($P > P_0$);

n - количество подписных прав, необходимых для покупки одной новой акции компании;

б) после окончания периода получения подписных прав. В этом случае купля-продажа ранее размещенных акций компании уже не дает их новым владельцам права на получение подписных прав, и потому рыночная акция уже не включает стоимость подписных прав, но последние еще обращаются на рынке, так как еще не истек срок подписки на акции:

$$P_{sb} = (P - P_0) / n$$

Стоимость самого подписного права, естественно, остается одинаковой и в ситуации «а», и в ситуации «б». Если 1 подписное право соответствует 1 новой акции, то в первом периоде его цена равна половине разницы между рыночной и льготной ценами, а во втором случае - цена есть сама эта разница, поскольку рыночная цена уже уменьшилась на цену подписного права.

Отличия подписного права от фондового варранта

Основные различия между фондовым варрантом и подписным правом таковы:

- варранты обычно выдаются покупателям новых выпусков привилегированных акций и облигаций, а подписные права первоначально только акционерам компании;
- варранты выпускаются на длительные сроки, исчисляемые годами, подписные права выпускаются на очень короткие сроки, исчисляемые обычно неделями;
- цена исполнения варранта обязательно превышает рыночную стоимость акции в момент выпуска варранта; цена подписки в подписном праве обязательно ниже текущей рыночной цены акций.

С экономических позиций подписное право логичнее было бы назвать подписным варрантом, или подписным фондовым варрантом. У этих ценных

бумаг одинаковая суть, состоящая в праве покупки акции по фиксированной цене в фиксированные сроки. Их различия сводятся лишь к уровню фиксируемой цены относительно рыночной цены акции и к сроку существования ценной бумаги. Из этих различий проистекает и разный подход к определению их теоретических цен.

Поскольку при расчете цены подписного права рыночная цена акции всегда известна, постольку исходная разница в ценах может быть легко определена. Для варранта будущая рыночная цена акции неизвестна и подлежит оценке, поэтому определение его собственной цены представляет собой вероятностный процесс, вариантом которого и являются современные модели опционного ценообразования.

3.7. Инвестиционный пай

Инвестиционный пай - это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ), 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 (прекращение паевого инвестиционного фонда).

Кроме перечисленных в приведенном определении прав, владелец инвестиционного пая имеет дополнительное право в зависимости от типа ПИФа:

- в **открытом** ПИФе - право 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 ПИФ в любой день;

- в **интервальном** ПИФе - аналогичное право требовать погашения пая, но не реже 1 раза в год в течение срока, определенного правилами и доверительного управления этим ПИФом;

- в **закрытом** ПИФе - аналогичное право требования погашения пая остается лишь в случаях, установленных законом, а в общем случае данное право требования заменяется на право участвовать в общем собрании владельцев ПИФа и право на получение дохода от доверительного управления в соответствии с условиями доверительного управления. (Права владельца закрытого ПИФа, по сути, аналогичны правам владельца акции.)

Основные характеристики

Инвестиционный пай есть ценная бумага, которой присущи следующие основные характеристики:

- именная;
- доверительная ценная бумага. Инвестиционный пай не связан с формированием уставного капитала эмитента. Он есть доля в объединенном особым способом имуществе, которое в лице ПИФа не образует юридическое лицо. Хотя инвестиционный пай и представляет собой внешне «долевою» ценную бумагу, поскольку он есть доля в имуществе ПИФа, но в отличие от акции как ценной бумаги, представляющей собой долю в уставном капитале, здесь отсутствует опосредованное участие инвестора в управлении своим капиталом, что характерно для акции. Остается только управление самим паем. Исключение составляет лишь особая форма ПИФа - закрытый ПИФ, владельцы паев которого уподобляются акционерам по набору своих прав, избирая доверительного управляющего;
- бездокументарная;
- неэмиссионная; но при этом количество находящихся в обращении инвестиционных паев законодательно не ограничивается. Исключение -- закрытый ПИФ, количество паев которого обязательно фиксируется в

соответствующих нормативных документах (проспекте ценной бумаги);

- безноминальная;
- доходная; доход по инвестиционному паю существует исключительно в форме разницы между погашаемой его величиной и стоимостью его покупки у ПИФа. В закрытом ПИФе возможна выплата дохода в форме, аналогичной дивидендному доходу;
- срочная.

Порядок выпуска и обращения паев

Выпуск инвестиционного пая представляет собой присоединение к договору доверительного управления имуществом ПИФа, сопровождаемое, с одной стороны, внесением на счет управляющей компании стоимости пая, а с другой - регистрацией данного лица в качестве владельца инвестиционного пая соответствующего ПИФа.

В период, составляющий не более трех месяцев, когда ПИФ еще только формируется, его паи продаются всем желающим по одинаковой цене, определенной учредителем ПИФа. В этот период владелец пая не может вернуть его обратно в ПИФ. Выпуск производных (вторичных) ценных бумаг на инвестиционные паи не допускается по закону.

Инвестиционные паи находятся в свободном обращении, но по-разному. Вторичный рынок имеет место в основном для инвестиционных паев закрытых ПИФов, владельцы которых имеют возможность продать свой пай только другим участникам рынка, но не самому ПИФу.

Инвестиционные паи открытых и интервальных ПИФов обращаются исходно в пределах отношений между владельцами паев и самими этими ПИФа. Паи данного вида могут быть перепроданы на вторичном рынке, минуя сам ПИФ. Владелец такого пая имеет право погасить его только в выпустившем его ПИФе.

Инвестиционные паи любых ПИФов могут обращаться на фондовом

рынке непосредственно между самими инвесторами, но, чаще всего, обращение инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов принимает форму их купли-продажи у управляющей компании. После окончания периода формирования имущества ПИФа купля-продажа инвестиционных паев осуществляется по **расчетной цене** пая, которая и выступает аналогом рыночной цены.

Расчетная цена пая

Обычно рыночная цена есть результат соглашения сторон сделки. В случае инвестиционного пая она представляет собой результат установленного законом расчета. Однако это не означает ее нерыночного характера, так как сама оценка имущества ПИФа имеет рыночный характер.

Совокупной текущей рыночной оценкой инвестиционных паев является корреспондирующая им рыночная стоимость имущества ПИФа за минусом затрат на его функционирование, или стоимость его чистых активов на любую дату.

Управляющая компания продает инвестиционные паи всем желающим при соединиться к договору доверительного управления имуществом ПИФа по расчетной цене, равной стоимости чистых активов, приходящихся на один пай, но с небольшой наценкой в размере нескольких процентов к цене (не более 5%). Наоборот, выкуп пая управляющей компанией осуществляется по расчетной цене пая на дату выкупа, но опять же с небольшой скидкой с этой цены.

Глава 4. ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ОБСЛУЖИВАЮЩИЕ КОММЕРЧЕСКИЙ ОБОРОТ

Определенные виды долговых ценных бумаг возникли в связи с необходимостью их использования при заключении различного рода

коммерческих сделок, в том числе и с товарами. К таким ценным бумагам, помимо уже рассмотренных нами **векселя** и **закладной**, относят чек, коносамент, складское свидетельство – простое и двойное, банковские сертификаты - сберегательный и депозитный.

4.1. Чек.

Чек - это ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы (денег) чекодержателю.

Чек - это ценная бумага, относящаяся к виду:

- срочной;
- документарной;
- неэмиссионной;
- предъявительской, именной или ордерной;
- долговой;
- бездоходной.

Чек есть особая юридическая форма переводного векселя, плательщиком по которому всегда является банк. Это вытекает из его кругооборота, совершенно идентичного кругообороту переводного векселя. Экономический эффект общества от широкого обращения чеков состоит в экономии затрат на печатание и обращение наличных денег.

Чеки имели широкое хождение в развитых странах, но сейчас они во многом вытеснены из расчетов электронными средствами платежа - банковскими карточками.

Виды чеков

В российской практике наиболее распространенными являются два вида чеков - расчетный и денежный.

Расчетный чек не допускает его оплаты наличными деньгами. Он служит только для безналичных перечислений средств с одного счета на другой.

Денежный чек предназначен только для получения наличных денег в банке, что обычно требуется при выдаче заработной платы

4.2.Банковский сертификат

Сберегательный (депозитный) сертификат - это 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.

- Сберегательный сертификат - это банковский сертификат, вкладчиком по которому является физическое лицо (гражданин).
- Депозитный сертификат - это банковский сертификат, вкладчиком по которому является юридическое лицо.

По своей природе банковский сертификат - это особая форма существования договора банковского вклада.

Основные характеристики. Как ценная бумага банковский сертификат имеет следующие особенности:

- срочный; срок 1-3 года;
- документарный;
- предъявительский или именной;
- неэмиссионный;
- доходный .

Выпускать сертификаты может исключительно банк. Условия выпуска и обращения банковских сертификатов должны быть зарегистрированы в порядке, определяемом Банком России и федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Поскольку выпуск сберегательных сертификатов затрагивает интересы населения, постольку, в отличие от депозитных, сберегательные сертификаты могут выпускать только банки, отвечающие определенным требованиям.

Выпуск банковских сертификатов может осуществляться как сериями, так и в разовом порядке.

Банковские сертификаты на предъявителя передаются путем вручения, а именные - путем оформления **цессии** на оборотной стороне сертификата (скрепляется подписями и печатями сторон, участвующих в сделке) – преимущество перед обычным сертификатом.

Расчеты по депозитным сертификатам осуществляются только в безналичном порядке, а по сберегательным - как в наличном, так и в безналичном. Банковский сертификат, в отличие от векселя и чека, не может служить средством платежа в любых расчетах.

С наступлением срока платежа по банковскому сертификату выплачивается денежная сумма, равная первоначальному вкладу и установленной сумме процентов за весь срок обращения сертификата, независимо от времени его приобретения последним владельцем.

4.3. Складское свидетельство

Складское свидетельство - это ценная бумага, удостоверяющая принятие товара на хранение по договору складского хранения. Хранение товара на складе связано с временным отчуждением товара его владельцем. За хранение товара его владелец сам уплачивает деньги владельцу склада, а не получает от него процентный доход, как в случае облигаций. Поэтому складское свидетельство - это просто товарная ценная бумага, а не доходная ценная бумага, не капитал, приносящий доход.

Складское свидетельство - это ценная бумага:

- долговая;

- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная - срок существования данной ценной бумаги зависит от срока хранения товара на складе;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная - в качестве номинала складского свидетельства выступает количество определенного товара, принятого на хранение, т. е. товар, рассматриваемый с количественной стороны его **потребительной стоимости**, а не его стоимости (цены).

Складское свидетельство может существовать в двух разновидностях :

- **простое** - это складское свидетельство, которое выдается на предъявителя;
- **двойное** - это складское свидетельство, состоящее из двух обособленных частей: складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта).

В двойном складском свидетельстве каждая его часть представляет собой самостоятельную ценную бумагу.

Складское свидетельство как часть двойного свидетельства - это ценная бумага, которая предоставляет право своему владельцу распоряжаться товаром, но он не может забрать товар со склада без одновременного предъявления залогового свидетельства.

Залоговое свидетельство (варрант) - это ценная бумага, которая предоставляет другому ее владельцу, а не держателю складского свидетельства, право залога на товар в размере выданному по этому залоговому свидетельству кредита и процентов по нему. При залоге товара делается соответствующая отметка и на складском свидетельстве.

Складское свидетельство того или иного вида выдается товарным складом по требованию товаровладельца. Простое складское свидетельство удобно для товаровладельца, когда он собирается продать свой товар, хранимый на складе. Но оно может непосредственно использоваться и в качестве залога при иных рыночных операциях.

Двойное складское свидетельство необходимо в том случае, если товаровладелец собирается систематически использовать товар в качестве залога для каких-то рыночных операций и в то же время ему необходимо производить с товаром какие-то действия, пока он хранится на складе.

Простое складское свидетельство обращается путем вручения его новому владельцу хранящегося на складе товара.

Обращение обеих частей двойного складского свидетельства может происходить:

- посредством передаточной надписи (индоссамента);
- вместе или порознь.

Выдача товара по простому складскому свидетельству совершается в обмен на это свидетельство, выдача товара по двойному складскому свидетельству возможна лишь в обмен на обе его части одновременно.

Цена складского свидетельства складывается из цены хранимого на складе товара и издержек по его хранению. Текущие издержки по хранению товара оплачивает держатель складского свидетельства простого или как части двойного.

4.4. Коносамент

Коносамент - это ценная бумага, удостоверяющая заключение договора перевозки груза (ст. 785 ГК РФ). Коносамент является товарной ценной бумагой.

При перевозке товара, также как и в процессе его хранения, имеет место временное отчуждение товара от его владельца, что означает наличие ссудного отношения, но не в форме отношения кредитования. Поэтому характеристики коносамента аналогичны характеристикам складского свидетельства и соответственно отличны от характеристик доходных долговых ценных бумаг.

Коносамент есть ценная бумага:

- долговая;
- неэмиссионная;
- бездоходная;
- документарная;
- срочная - срок существования данной ценной бумаги зависит от времени транспортировки товара;
- предъявительская или именная в зависимости от вида складского свидетельства;
- номинированная - в качестве номинала коносамента, как и складского свидетельства, выступает не денежная сумма, а только натуральное количество перевозимого товара;
- предъявительская – именная либо ордерная.

Коносамент выдается грузоперевозчиком и удостоверяет право владения перевозимым грузом. К коносаменту обязательно прилагается страховой полис на перевозимый груз и другие документы, связанные с перевозкой и сохранностью груза, необходимые, например, при прохождении таможенных процедур.

Коносамент может свободно обращаться между участниками рынка, поскольку он обслуживает обращение товаров во время их перевозки.

Цена коносамента полностью определяется стоимостью перевозимого груза и затратами на его перевозку

Глава 5. ИНФРАСТРУКТУРА РЦБ. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Инфраструктура рынка ценных бумаг.

Под инфраструктурой рынка ценных бумаг (РЦБ) обычно понимается совокупность технологий, используемых для заключения и исполнения сделок, материализованная в разных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах.

Развитие инфраструктуры идет параллельно с развитием самого рынка, с ростом оборотов на нем. Пока число сделок невелико и обороты рынка малы, содержание инфраструктуры обходится дорого, поэтому она остается на примитивном уровне. По мере роста оборота выполнение отдельных этапов купли-продажи становится самостоятельным видом бизнеса.

Задачами инфраструктуры РЦБ являются :

- управление рисками на рынке ценных бумаг;

Роль инфраструктуры в управлении риском заключается в том, чтобы отделить разные виды риска друг от друга и позволить переложить определенные виды рисков на нее; определять ответственного за реализацию риска; реализовать ответственность участников за причиненные ими убытки.

- снижение удельной стоимости проведения операций.

Снижение удельной стоимости операций достигается за счет стандартизации операции и документов, концентрации операций в специализированных структурах, применение новых технологий, в частности информационных.

Для обеспечения сделок на РЦБ должны быть созданы следующие системы:

1. Торговая система. Первыми такими системами исторически оказались фондовые биржи. Первоначальная роль бирж - просто сводить

друг с другом тех, кто профессионально посредничает на рынке ценных бумаг. В дальнейшем они приняли на себя еще ряд функций – в частности, раскрытие информации об эмитентах ценных бумаг и ряд других.

2. Система ведения реестра.

Реестр – 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. На его основе составляется список акционеров, участвующих в общем собрании акционеров. Право получать дивиденды имеют также те акционеры, которые включены в список участвующих в общем собрании. Реестр позволяет контролировать состав владельцев ценных бумаг.

В настоящее время во всем мире широкое распространение получили выпуски так называемых бездокументарных ценных бумаг. Они позволяют значительно снизить издержки на трансферт (передачу) бумаг, но при этом порождают другие проблемы. Главная из них - подтверждение прав того или иного лица на ценные бумаги. При большом числе владельцев ценных бумаг (например, в крупном открытом акционерном обществе) проблема становится острой, поскольку акционеры уже не знают друг друга, и контролировать правильность ведения реестра становится весьма важно. Для того, чтобы избежать злоупотреблений, функцию ведения реестра передают третьему лицу - держателю реестра (**регистратору**). Его функция заключается в том, чтобы быть лицом, независимым как от эмитента, так и от инвестора, строго выполнять требования законодательства и подтверждать права того или иного инвестора на ценные бумаги по его требованию.

3. Система регистрации прав собственности на ценные бумаги,

включающая в себя **депозитарии** – особые хранилища, в которые владельцы ценных бумаг могут отдать их на сохранение. Депозитарий выступает в роли

передаточного звена от продавца покупателю. Он гарантирует наличие и подлинность продаваемых ценных бумаг.

Поскольку регистраторы обычно располагаются (географически), как правило, недалеко от эмитента, а торговля акциями эмитента может вестись на биржах, находящихся на значительном удалении, и возникает надобность в депозитарии. В него участники торговли передают на хранение свои бумаги. Для того, чтобы реализовать это технически, применяется метод так называемого **номинального держателя**. Суть его заключается в том, что регистратор открывает депозитарию как номинальному держателю особый счет, на который и перечисляют бумаги клиента-инвестора (рис. 5.1).

Депозитарий же, собрав у себя бумаги многих клиентов, учитывает их на открытых для них **счетах депо**. При передаче бумаг от одного клиента другому происходит перезапись их по счетам депо у депозитария, а регистратор знает только общую сумму бумаг, хранящихся у данном депозитарии (она при такой операции не меняется). Конечно, периодически - для выплаты дивидендов или голосования, например, данные о настоящих владельцах бумаг передаются регистратору, но оперативные данные о результатах торгов учитываются в депозитарии, который тесно связан с торговой системой. Отличие функций депозитария и регистратора можно видеть в табл. 5.1.

4. Система платежа. - часть банковской системы, используемая для обеспечения денежных операций, связанных с торговыми сделками. Как правило, используется один банк, связанный с системой клиринга и биржей, в котором открывают счета все участники торгов, платежи при этом проходят просто проводками по этим счетам. Такой банк называется клиринговый. Часто роль клирингового банка выполняет небанковская кредитная организация (НКО).

5. Системы клиринга. При больших оборотах в торговой системе контроль за каждой отдельной сделкой, даже стандартизированной,

оказывается очень хлопотным и дорогим делом. Задачей клиринговой системы является установление и подтверждение параметров всех заключенных в данной системе сделок и подведение итогов торгов.

Схема взаимодействия торговой системы, системы клиринга, платежа и регистрации прав собственности представлена на рис. 5.2.

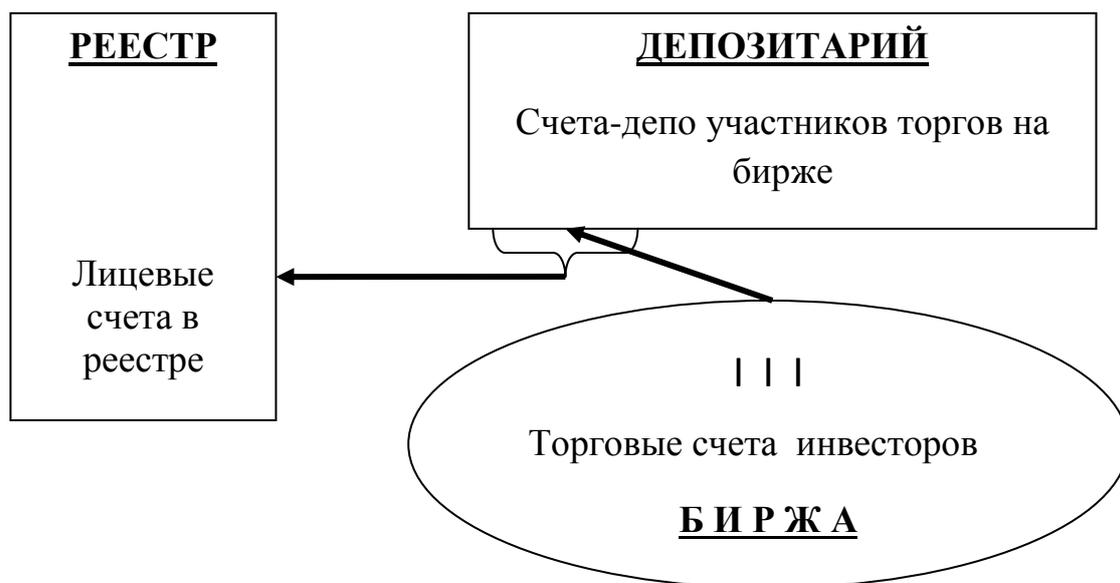


Рис.5.1. Взаимодействие элементов инфраструктуры РЦБ

Таблица 5.1.

Регистраторы и депозитарии на РЦБ

Признак	Регистратор	Депозитарий
Договорные отношения	С эмитентом на ведение реестра	С клиентом на депозитарное обслуживание
Объект обслуживания	Эмитент	Владельцы ценных бумаг
Объем учета	Владельцы ценных бумаг одного эмитента	Ценные бумаги, принадлежащие инвесторам
Оплата услуг	Эмитент; владелец ценных бумаг	Владелец ценных бумаг
Конкуренция	С другими регистраторами за эмитента	С другими депозитариями за владельцев ценных бумаг



Рис. 5.2. Схема взаимодействия торговой системы, систем клиринга, платежа и регистрации прав собственности.

6. Система раскрытия информации, дающая информацию о существующих ценных бумагах, сведения об их эмитентах, о состоянии рынка. Эта система включает в себя большое количество элементов, начиная от Федеральной службы по финансовым рынкам (ЦБ РФ) России, биржи, специальные и популярные средства массовой информации.

5.2. Понятие и виды профессиональной деятельности на РЦБ

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг - это оказание услуг участникам данного рынка на компетентной и на коммерческой основе только при наличии разрешения (лицензии) на это со стороны государства.

В сравнении с деятельностью эмитента или инвестора на рынке ценных бумаг, которая выражается в привлечении или вложении капитала, деятельность профессионального участника - это его работа, которая

выступает основным источником его дохода.

Виды профессиональной деятельности и виды профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» к профессиональным видам деятельности на российском рынке ценных бумаг относятся следующие **семь** видов:

- брокерская. Профессиональный участник рынка, осуществляющий брокерскую деятельность, называется **брокером**;
- дилерская. Профессиональный участник рынка, осуществляющий дилерскую деятельность, называется **дилером**;
- по управлению ценными бумагами. Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, называется **управляющим**;
- по определению взаимных обязательств (клиринг). Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по определению взаимных обязательств, называется **клиринговой организацией**.
- депозитарная. Профессиональный участник рынка, осуществляющий депозитарную деятельность, называется **депозитарием**;
- по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, называется **держателем реестра, или регистратором**;
- по организации торговли на рынке ценных бумаг. Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по организации торговли, называется **организатором торговли на рынке ценных бумаг**.

Профессиональные участники других рынков могут одновременно получить юридический статус профучастника РЦБ. Это необходимо, если

они собираются оказывать услуги на рынке ценных бумаг, входящие в перечень профессиональных услуг на нем.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг оказывают необходимые услуги эмитентам и инвесторам, а также друг другу.

Общепризнанными принципами этой деятельности на рынке ценных бумаг являются:

- добросовестность и честность по отношению к клиенту;
- отделение собственной коммерческой деятельности от коммерческой деятельности в пользу клиента;
- приоритетность интересов клиентов над, собственными интересами в случае возникновения конфликта (ситуации противоположности) этих интересов;
- обязательное уведомление клиента о возможных рисках на рынке, если таковые могут иметь место;
- выплата клиенту части выгоды от хранения его активов у профессионального участника;
- возмещение клиенту убытка, причиненного действиями профессионального участника;
- ответственность (в соответствующих ситуациях) по обязательствам клиента перед другими профессиональными участниками рынка.

В практике всегда имеет место лишь определенная степень приближения к такого рода принципам, которая определяется уровнем развития рынка, его традициями, силой государственного регулирования на нем и т.п.

Лицензирование профессиональной деятельности на РЦБ

Участник рынка ценных бумаг приобретает права (статус) его профессионального участника, если он получает лицензию (лицензии) на осуществление того или иного вида (видов) профессиональной деятельности.

Лицензия - это официальный документ, дающий разрешение на право

заниматься соответствующим видом профессиональной деятельности. Для работы на рынке ценных бумаг лицензии выдаются федеральным органом исполнительной власти на рынке ценных бумаг или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии.

Порядок лицензирования регламентируется Положением о лицензировании видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Необходимость лицензирования профессиональной деятельности вытекает из потребности:

- защиты интересов широких слоев участников рынка от недобросовестных посредников, махинаторов и других лиц, которые могли бы воспользоваться непрофессионализмом участников рынка в противоправных интересах собственного обогащения;
- наличия у государства действенных и оперативных рычагов регулирования отношений на рынке, воздействия на рынок в интересах самого рынка.

Всего имеется три вида лицензий на РЦБ:

- 1) лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг;
- 2) лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- 3) лицензия фондовой биржи.

Порядок выдачи и отзыва лицензии

Для получения лицензии участник рынка должен представить в лицензионный орган необходимые документы (заявление, характеристику его коммерческой деятельности, копии учредительных документов и др.), на основании которых может быть принято решение о возможности выдачи ему соответствующей лицензии, и внести плату за лицензирование в установленном размере.

Решение о предоставлении лицензии должно быть принято в течение 30 дней. Основаниями для отказа в выдаче лицензии могут быть:

- предоставление недостоверной информации;
- несоответствие соискателя лицензионным требованиям.

В исключительных случаях лицензионный орган имеет право приостановить или даже аннулировать ранее выданную участнику рынка лицензию. Основаниями для аннулирования лицензии могут быть:

- обнаружение недостоверных сведений в документах, поданных при получении лицензии;
- неоднократное нарушение лицензионных требований и условий;
- незаконность решения о выдаче лицензии;
- ликвидация юридического лица или признание его неплатежеспособным и др.

Профессиональный участник рынка имеет право получить лицензию не только на один вид профессиональной деятельности, а сразу на несколько их видов, но только не на те из них, которые могут совмещаться между собой.

Лицензионные требования, или условия, выполнение которых необходимо для получения лицензии, состоят из нескольких групп:

- требования к организационно-правовой форме профессионального участника;
- требования к размеру собственного капитала;
- квалификационные требования к (наемному) персоналу профессионального участника;
- прочие требования, среди которых самым главным является наличие уже разработанной документации на выполнение профессиональных видов услуг на рынке, например, правила торговли на рынке, правила ведения реестра, правила депозитарной деятельности, правила осуществления клиринговой деятельности и т.д..

Профучастником рынка ценных бумаг может быть исключительно

юридическое лицо. Организационно-правовая форма профессионального участника обычно жестко не регламентируется. При этом если речь идет о торговых посредниках, например о дилерах, то им предписывается быть только коммерческими организациями. Если речь идет о неторговых посредниках, то им разрешается выбирать между коммерческой или некоммерческой формой организации.

Величина собственного капитала профессионального участника рассчитывается по данным его бухгалтерского баланса в установленном порядке. Нормативы по минимально необходимому для получения лицензии размеру собственного капитала устанавливаются отдельно по видам профессиональной деятельности федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Эти нормативы достаточно часто пересматриваются в связи с изменением рыночной конъюнктуры в нашей стране (инфляция и пр.). Если профессиональный участник совмещает несколько видов профессиональной деятельности, то его собственный капитал должен отвечать специальным требованиям. Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг устанавливает минимальную численность специалистов, имеющих квалификационный аттестат соответствующего уровня, для разного уровня управления по всем видам профессиональной деятельности. Для получения данного аттестата необходимо:

- наличие у работника высшего образования;
- сдача базового квалификационного экзамена;
- сдача специализированного квалификационного экзамена, т. е. экзамена по группам видов профессиональной деятельности.

Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг могут совмещаться в деятельности одного и того же участника рынка, но только в разрешенных сочетаниях.

5.3. Брокерская деятельность

Брокерская деятельность - это 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.

Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг может совмещаться с другими видами профессиональной деятельности (дилерской, управлением ценными бумагами, депозитарной), но не может совмещаться с деятельностью на иных рынках, кроме рынка ценных бумаг. Исключения составляют коммерческие банки, которые могут совмещать банковскую деятельность с многими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая и брокерскую.

Брокерская деятельность может осуществляться на основе следующих договоров:

- договор поручения;
- договор комиссии;
- договор агентирования.

Договор поручения

Его характеристиками являются:

- наименования сторон договора: брокер называется поверенным, клиент - доверителем. Клиент выдает брокеру доверенность на совершение действий, предусмотренным договором;
- содержание договора: брокер обязуется совершить от имени клиента и за его счет определенные юридические действия, прежде всего, куплю-продажу ценных бумаг;
- права и обязанности клиента: права и обязанности по сделке, совершенной

брокером, возникают непосредственно у самого клиента;

- обязанности брокера:

- 1) исполнить поручение (приказ) клиента;

- 2) информировать клиента о ходе исполнения его поручения;

- 3) передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;

- 4) после выполнения поручения или при прекращении действия договора брокер должен вернуть доверенность клиенту;

- оплата услуг брокера: клиент уплачивает брокеру вознаграждение и понесенные издержки передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;

Договор комиссии

Его основными характеристиками являются:

- наименования сторон договора: по данному договору брокер называется комиссионером, клиент - комитентом;

- содержание договора: брокер обязуется по поручению клиента совершить от своего имени и за счет клиента определенные юридические действия, прежде всего, куплю-продажу ценных бумаг;

- главное отличие от договора поручения: права и обязанности по сделке, совершенной брокером как комиссионером, возникают непосредственно у самого брокера, даже если клиент назван в сделке и вступил в отношения с третьим лицом по исполнению сделки;

- обязанности брокера:

- 1) исполнить поручение (приказ) клиента на наиболее выгодных для клиента условиях; если брокер исполнит договор на условиях, более выгодных, чем условия, установленные клиентом, то дополнительная выгода делится между ними;

- 2) информировать клиента о ходе исполнения его поручения;

- 3) передавать без задержек ценные бумаги или деньги по совершенным сделкам;
 - 4) не вправе отказаться от исполнения договора комиссии, если срок договора еще не истек (если срок действия договора не указан, то брокер должен уведомить клиента о его прекращении не позднее, чем за 30 дней);
 - 5) в обязанности брокера не входит отвечать перед клиентом за неисполнение третьим лицом сделки, кроме случаев, когда он не проявил необходимой осмотрительности в выборе этого лица либо принял на себя ручательство за исполнение сделки (которое называется «делькредере»);
- оплата услуг брокера: клиент уплачивает брокеру вознаграждение и понесенные издержки в соответствии с условиями договора. Право брокера на вознаграждение сохраняется, даже если договор не был исполнен по воле клиента.

Договор агентирования.

Его особенными характеристиками являются:

- содержание договора: брокер обязуется за вознаграждение совершить по поручению клиента юридические действия от своего имени, но за счет клиента, или от имени клиента и за счет клиента
- наименования сторон договора: по данному договору брокер называется агентом, клиент - принципалом. Клиент выдает брокеру доверенность на совершение действий, предусмотренным договором;
- суть договора:
 - 1) если брокер осуществляет куплю-продажу ценных бумаг от имени и за счет клиента, то обязанным по договору становится клиент, а сам договор агентирования уподобляется договору поручения;
 - 2) если брокер осуществляет куплю-продажу ценных бумаг от своего имени и за счет клиента, то обязанным по договору становится сам брокер, а

договор агентирования уподобляется договору комиссии.

Таким образом, договор агентирования представляет собой комбинацию в одном договоре сразу двух договоров - поручения и комиссии, поэтому в зависимости от характера взаимоотношений между брокером и клиентом на него распространяются нормы то первого, то второго вида договора.

Основные функции брокера на РЦБ

Брокер - это самый главный посредник на рынке ценных бумаг. Он осуществляет связь или обеспечивает большую часть всех отношений многочисленных частных клиентов (инвесторов) с рынком и другими его профессиональными участниками. Именно брокер оказывает всевозможные услуги клиентам рынка, полный перечень которых вряд ли можно привести, так как он часто определяется индивидуальными потребностями каждого конкретного клиента (инвестора).

Характер и виды услуг, которые брокер может представить своим клиентам, зависят от трех моментов:

- ограничений, которые накладывают на него имеющаяся у него лицензия или лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
- содержания договора на брокерское обслуживание с конкретным клиентом, в котором может оговариваться перечень предоставляемых брокером услуг;
- размера самой компании-брокера и ее места на рынке. Чем крупнее брокерская компания, тем больший перечень потенциальных услуг она может предложить своим клиентам.

Наиболее важными функциями, или предоставляемыми услугами, брокера являются:

- совершение сделок с ценными бумагами;
- инфраструктурное сопровождение операций с ценными бумагами (методическое, правовое, бухгалтерское, расчетное и т.п.);
- информационное и консультационное обслуживание клиентов, в том числе

особенно относительно возможных рисков клиента на рынке ценных бумаг;

- оказание услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг; сюда относится и деятельность брокера в качестве финансового консультанта путем оказания эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг;

- страхование операций клиентов и др.

Структура брокерской компании.

Брокерская компания, оказывающая профессиональные услуги на рынке ценных бумаг, является коммерческой организацией, обычно в форме общества с ограниченной ответственностью или акционерного общества (обычно закрытого типа).

Чем крупнее брокерская компания, тем сложнее и многочисленнее ее организационная структура. Количество служащих в ней может колебаться от нескольких человек до нескольких сотен и тысяч сотрудников, например, если речь идет о компаниях, которые работают на мировом рынке ценных бумаг и обслуживают клиентов по всему миру.

Развитая организационная структура брокерской компании включает как минимум четыре группы подразделений:

1. Фронт-офис - так называется группа подразделений, которая отвечает за совершение сделок на рынке ценных бумаг и работу с клиентами по заключению договоров, их консультированию и т.п.;

2. Бэк-офис - это подразделения, которые отвечают за внутренний (внутри компании) учет сделок с ценными бумагами в разрезе клиентов, видов операций, видов ценных бумаг и другой внутренний учет, осуществляемый по правилам, принятым в данной компании;

3. Аналитическая служба - это подразделение, которое занимается исследованием соответствующих рынков и разработкой рекомендаций для клиентуры, других участников рынка и в интересах самой брокерской компании;

4. Бухгалтерия - это подразделение, которое отвечает за внешнюю

отчетность компании, ведет учет в соответствии со стандартами бухгалтерского учета и отчетности.

5. Служба технической поддержки – отвечает за функционирование коммуникационных и информационных систем, компьютерной сети компании.

Договор на брокерское обслуживание, или брокерский договор, есть юридическая основа взаимоотношений между клиентом и брокером. Данный договор заключается в одной из указанных ранее юридических форм (поручения, комиссии, агентирования), и его содержание является, с одной стороны, специфичным именно для данной брокерской компании, а с другой - в значительной мере типичным для брокерской деятельности вообще.

Брокерский договор может иметь существенные различия в зависимости от вида клиента (индивидуальный или институциональный мелкий или крупный, надежный или не очень и т.п.), вида операций с ценными бумагами, ради которых он заключается, и сроков (разовый договор или договор на какой-то продолжительный период).

Заключение брокерского договора на существенный период обычно подразумевает предоставление клиентом обязательной информации о себе: адрес, данные о финансовом положении, инвестиционные цели на рынке, предоставляемые гарантии и т.д.

Заключение брокерского договора обязательно сопровождается открытием необходимых для совершения операций на рынке ценных бумаг счетов клиента.

Виды брокерских счетов

Брокерская компания всегда имеет два типа счетов:

- 1) Собственные - это счета, на которых хранятся средства, принадлежащие самому брокеру;
- 2) Клиентские - это счета, открываемые брокером для хранения денежных

средств его клиентов. В свою очередь, клиентские счета в зависимости от вида операций, которые совершает клиент на рынке ценных бумаг, могут быть трех типов:

- **кассовые** - это счета, на которых находятся денежные средства клиентов, предназначенные для оплаты ценных бумаг, приобретаемых клиентом с помощью брокера;
- **маржинальные** - это счета, предназначенные для оплаты сделок клиента, совершаемых с привлечением ссуды со стороны брокера в виде ценных бумаг или денежных средств;
- **доверительные** - это счета, где сосредотачиваются денежные средства клиента, которыми брокер может распоряжаться совершенно самостоятельно в соответствии с договором доверительного управления, заключенного им с клиентом.

Основные этапы взаимодействия брокера с клиентом на рынке включают:

- установление контакта брокера с клиентом и заключение брокерского договора;
- оказание клиенту брокерских услуг, прежде всего, по купле-продаже ценных бумаг в интересах клиента;
- прекращение отношений между клиентом и брокером по тем или иным основаниям (завершение операции, заключение договора клиента с другим брокером и т.п.).

Центральное место во взаимоотношениях между брокером и клиентом занимают отношения, которые проявляются в процессе выполнения брокером поручений клиента («приказов») на покупку или продажу ценных бумаг на рынке. Конкретный характер этих отношений сильно различается в зависимости от вида проводимых операций, рынков, условий, которые ставит клиент перед брокером, и т.п.

Однако при всех различиях можно выделить группы действий,

которые совершает брокер для клиента, как правило, во всех случаях.

Клиентские приказы брокеру

Клиентские приказы могут быть либо на покупку, либо на продажу. Они могут подаваться брокеру как до момента начала работы рынка, так и в ходе его функционирования.

Обязательные реквизиты клиентского приказа:

1. Вид ценной бумаги (полное наименование или рыночный символ);
2. Вид сделки (покупка, продажа);
3. Объем сделки (количество покупаемых (продаваемых) бумаг).
4. Тип счета (кассовый, маржинальный);
5. Вид регистрации (на имя клиента или на имя брокера как номинального держателя).

По уровню цены приказы принято разделять на: рыночный, лимитный, и стоп – приказ (таблица 5.2), а по сроку действия - на срочные и открытые.

Рыночный приказ - это приказ клиента на покупку или продажу ценной бумаги (на рыночном языке это еще называется открытием или закрытием рыночной позиции клиента) по текущей рыночной цене.

Ключевые принципы рыночного приказа:

- исполняется брокером по наилучшей из предлагаемых на момент реализации приказа цен. Это означает, что брокер должен купить ценную бумагу по наименьшей из имеющихся рыночных котировок (одновременных предложений) на продажу или должен продать ценную бумагу клиента по наибольшей из имеющихся на рынке котировок (одновременных предложений) на покупку ее;
- обладает наивысшим по сравнению с другими типами приказов приоритетом в исполнении. Если на рынке одновременно имеется рыночный приказ и какой-то иной тип приказа на одну и ту же ценную бумагу, то в

первую очередь должен быть исполнен рыночный приказ, а уже затем другой;

- отдавая рыночный приказ, клиент не знает, по какой конкретной цене он будет исполнен, но он уверен, что приказ будет обязательно исполнен.

При исполнении рыночного приказа брокер может выполнить его как в целом, так и по частям по своему усмотрению в зависимости от ситуации на рынке.

Клиентские приказы, отданные до начала торговли, должны быть исполнены при открытии торговли, а приказы, отданные в ходе торгов, исполняются незамедлительно по мере поступления.

Лимитный приказ - это приказ, в котором клиентом устанавливается предельная цена его исполнения .

Лимитный приказ на покупку - это приказ, в котором клиент устанавливает наибольшую сумму, которую он готов заплатить за покупку ценной бумаги. Это приказ, который может быть выполнен по рыночной цене, но не превышающей лимитную цену.

Лимитный приказ на продажу - это приказ, в котором клиент устанавливает наименьшую сумму, по которой он готов продать свою ценную бумагу. Это приказ, который может быть выполнен по рыночной цене, но не ниже, чем лимитная цена.

Недостаток лимитного приказа состоит в том, что если рыночная цена в своем движении вверх превысила лимитную цену покупки или в своем движении вниз упала ниже лимитной цены продажи, то в этой ситуации он не может быть выполнен, а потому клиент может понести ничем не ограниченные убытки.

Стоп-приказ, или приказ «стоп-лосс». Это приказ, который превращается в рыночный приказ при достижении рыночной ценой указанной в приказе **стоп-цены**.

Стоп-приказ на покупку - это приказ, в соответствии с которым:

- в ситуации, когда в своем движении вверх рыночная цена достигла уровня стоп - цены, брокер должен **купить** ценную бумагу по стоп-цене или выше;
- в ситуации, когда рыночная цена движется вниз, стоп-приказ на покупку теряет практический смысл, так как с формальной стороны при достижении уровня стоп-цены брокер должен купить ценную бумагу по стоп-цене или ниже, что в данном случае равносильно смыслу рыночного приказа (покупка по наилучшей рыночной цене), но в то же время исполнение «стопа» может помешать покупке ценной бумаги по еще более низкой цене.

Стоп-приказ на продажу - это приказ, в соответствии с которым в ситуации, когда в своем движении вниз рыночная цена достигла уровня стоп-цены, брокер должен **продать** ценную бумагу по стоп-цене или ниже. Как и в предыдущем случае, стоп-приказ на продажу в ситуации роста рыночной цены не имеет практического смысла.

Стоп-приказы используются в качестве средства защиты от внезапного неблагоприятного изменения рыночной цены для клиента (инвестора). Недостаток данного приказа состоит в том, что он может быть выполнен по цене, худшей, чем стоп-цена. Достоинство данного приказа по сравнению с лимитным приказом заключается в том, что он будет обязательно выполнен, пусть и с каким-то потерями для клиента, но в случае использования лимитного приказа потери клиента могли бы быть гораздо больше.

Срочный приказ содержит конкретный срок (сроки) его исполнения. Основные виды срочных приказов следующие:

- дневной - это приказ, который должен быть исполнен в течение текущего торгового дня. В случае его неисполнения по каким-то причинам приказ отменяется. К дневным приказам относятся любые приказы, в которых не указан срок исполнения;
- с фиксированным сроком - это приказ, в котором указан конкретный срок, в течение которого он должен быть исполнен, а в случае неисполнения - отменен;

Виды приказов клиента брокеру

Изменения рыночной цены	Рыночный приказ	Лимитный приказ	Стоп-приказ
Рыночная цена возрастает	Исполняется по рыночной цене	Исполняется, когда рыночная цена становится равной лимитной цене, но не превышает ее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене или превысит ее
Рыночная цена падает	Исполняется по рыночной цене	Исполняется, когда рыночная цена становится равной лимитной цене, но не ниже ее	Исполняется, когда рыночная цена становится равной стоп-цене или падает ниже нее

- с немедленным исполнением - это приказ, который должен быть исполнен максимально быстро. Его возможные разновидности:
 - приказ «исполнить или отменить» - данный приказ должен быть выполнен брокером немедленно или отменен;
 - приказ, подлежащий исполнению по открытию биржи, приказ, который вводится в торговую систему в течение нескольких минут после открытия биржи и должен быть исполнен в течение установленного правилами биржи временного отрезка;
 - приказ, подлежащий исполнению по закрытию биржи, приказ, который вводится в торговую систему в течение торгового дня, но должен быть исполнен максимально близко к моменту закрытия торгового дня биржи.

Открытый приказ. Это приказ, который остается на рынке до его исполнения или до его отмены клиентом.

На рынке ценных бумаг используются и другие виды приказов в зависимости от требований клиентов.

5.4. Дилерская деятельность

Дилерская деятельность - это 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.

Простую куплю-продажу ценных бумаг за свой счет, т. е. в собственных интересах, а не только в интересах клиентов, могут осуществлять и другие профессиональные участники рынка ценных бумаг, которым такое право предоставлено, например брокеры. Но чтобы выставлять публичные котировки на покупку и продажу какого-то круга ценных бумаг, необходимо получить статус дилера на рынке ценных бумаг.

Следовательно, необходимо различать, во-первых, дилерскую деятельность как профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг; во-вторых, дилерскую деятельность как торговую деятельность, осуществляемую за счет своих средств.

По терминологии, принятой на фондовых рынках развитых стран, профессиональная дилерская деятельность на российском рынке еще может называться маркет-мейкерством

Маркет-мейкер - это дилер, который несет ответственность за рынок определенной ценной бумаги, поддерживает его ликвидность, определяет текущие цены на конкретную ценную бумагу в зависимости от складывающегося спроса и предложения на нее. Обычно дилер обязательно специализируется на каких-либо видах или группах ценных бумаг.

Дилерами на рынке выступают крупные компании, располагающие

солидным собственным капиталом, без которого невозможно поддержание рынка ценной бумаги в «рабочем» состоянии. У дилера должно всегда иметься достаточное количество бумаг, чтобы удовлетворять все изменения спроса на данную бумагу и одновременно выкупать с рынка необходимое количество этой бумаги, когда конъюнктурный спрос падает.

Дилеры работают на рынке с любыми его участниками, но все же чаще они контактируют с брокерами, а не непосредственно с самими клиентами (инвесторами). Прямой контракт у клиентов с дилерами имеется обычно в случае осуществления крупных (больших по объему) сделок с курируемой дилером ценной бумагой.

В отличие от дохода брокера доход дилера складывается из разницы между продаваемыми им бумагами и ценой их покупки у других участников рынка.

Основные функции дилера

Дилерская деятельность представляет собой дальнейшее развитие брокерской деятельности в направлении усиления роли торгового посредника на рынке. К его важнейшим функциям относятся:

- функции, которые выполняет брокер на рынке ценных бумаг, включая функции финансового консультанта;
- организация и поддержание оборота (ликвидности) рынка определенных ценных бумаг (маркет-мейкерство).

Вторая из указанных функций составляет основное содержание дилерской деятельности и в свою очередь предполагает:

- объявление цен покупки и продажи ценной бумаги в соответствующей торговой системе;
- обязательства по покупке и продаже ценной бумаги по цене, объявленной на момент поступления приказа;
- установление минимального и максимального количества ценных бумаг,

которые могут быть куплены (проданы) по объявленным ценам;

- установление в необходимых случаях сроков, в течение которых действуют объявленные цены.

Обязанности дилера на рынке

Так как дилер непосредственно находится на рынке, то он обладает неоспоримыми преимуществами перед любыми другими участниками. В связи с этим к дилеру предъявляются требования, которые он должен неукоснительно соблюдать:

- всегда действовать в интересах своего клиента (независимо от его вида);
- в первоочередном порядке исполнять приказы клиента по отношению к своим собственным;
- обеспечивать клиентам наилучшие условия по уровню цен, срокам исполнения и размерам сделок и т.п.;
- своевременно доводить до участников рынка рыночную информацию по курируемым ценным бумагам и не искажать эту информацию;
- не понуждать клиентов к совершению сделок;
- не манипулировать ценами и т.п.

Основные различия между дилерской и брокерской деятельностью

На рынке ценных бумаг брокерская и дилерская виды деятельности различаются по следующим характеристикам, которые для удобства сравнения приведены в табл. 5.3.

5.5. Деятельность по управлению ценными бумагами

Деятельность по управлению ценными бумагами - это 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.

Таблица 5.3

Различия между дилерской и брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг

Показатели	Дилерская деятельность	Брокерская деятельность
Вид договора с клиентом	Договор купли-продажи	Договор поручения, комиссии или агентирования
Источник капитала для сделок с ценными бумагами	Собственные средства	Клиентские средства
Владелец ценных бумаг По проведенной сделке	Дилер	Клиент
Источник дохода	Разница в рыночных ценах	Вознаграждение клиента по договору с ним
Влияние на процесс рыночного ценообразования	Прямое, непосредственное	Опосредованное, наравне с другими участниками рынка
Иерархия взаимоотношений	Высший уровень торгового посредничества	Низший уровень торгового посредничества

Юридическое лицо, осуществляющее доверительное управление, называется управляющим. В качестве управляющего на рынке ценных бумаг обычно выступают коммерческие банки, инвестиционные компании и

специально создаваемые для этих целей управляющие компании.

Преимущества доверительного управления

Профессиональное управление капиталами по сравнению с индивидуальным управлением ценными бумагами, как правило, обеспечивает следующие существенные преимущества:

- более высокую доходность от инвестирования капитала в ценные бумаги;
- более низкие затраты, связанные с проведением операций на рынке ценных бумаг;
- более низкие рыночные риски всевозможных потерь от изменения рыночной конъюнктуры.

Доверительное управление лежит в основе коллективных форм инвестирования на рынке ценных бумаг, существующих в форме различного рода инвестиционных фондов: паевых инвестиционных фондов (ПИФ), негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и т.д.

В основе деятельности по управлению ценными бумагами лежит договор доверительного управления. Его основными характеристиками являются:

- юридические наименования сторон договора: по данному договору клиент называется учредителем управления, а профессиональный участник рынка - доверительным управляющим;
- содержание договора: клиент передает управляющему на определенный срок денежные средства, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги, а управляющий обязуется управлять совокупным имуществом (денежными средствами и ценными бумагами) в интересах клиента или указанного им лица;
- права доверительного управляющего: доверительный управляющий в пределах, установленных договором доверительного управления, осуществляет правомочия собственника в отношении денег и ценных бумаг,

переданных ему в доверительное управление;

- обязанности управляющего:

- управлять доверенным ему имуществом в интересах своих доверителей;

- при заключении сделок с ценными бумагами, переданными ему в управление, обязательно указывать, что он действует в качестве доверительного управляющего (делается пометка «д. у.»);

- вести обособленный учет имущества, переданного ему в доверительное управление, от своего собственного имущества;

- оплата услуг управляющего: доверительный управляющий получает вознаграждение в соответствии с заключенным договором, а возмещение расходов, связанных с осуществлением процесса доверительного управления, производится за счет доходов, возникающих в ходе этого управления.

Ограничения деятельности управляющего

Доверительный управляющий на рынке ценных бумаг осуществляет свою деятельность в достаточно жестких границах, устанавливаемых соответствующими правовыми актами государства, с целью максимальной защиты интересов коллективных инвесторов, которые доверили ему свои сбережения.

Доверительный управляющий не вправе:

- приобретать за счет управляемых средств ценные бумаги, которые будут принадлежать ему самому;

- покупать на собственные средства ценные бумаги, которые находятся в его управлении;

- представлять сразу две стороны одного и того же договора купли-продажи ценной бумаги;

- приобретать ценные бумаги организаций, которые подлежат ликвидации;

- продавать ценные бумаги с отсрочкой платежа более чем на 30

календарных дней;

- передавать доверенные ему ценные бумаги в залог собственных обязательств;
- передавать доверенные ему денежные средства во вклады в пользу третьего лица;
- заключать за счет доверенных ему средств договоры страхования в пользу третьих лиц.

Способы оплаты услуг доверительного управляющего

Оплата услуг доверительного управляющего может иметь самые разные формы. Основными из них являются:

- фиксированный размер вознаграждения за год. Недостаток данного способа вознаграждения состоит в отсутствии его привязки к результатам деятельности управляющего;
- Вознаграждение, привязанное к объему сделок сделок купли - продажи ценных бумаг. В данном варианте управляющий больше заинтересован в росте объема торговли ценными бумагами, чем, например, в увеличении их рыночной стоимости;
- вознаграждение в виде фиксированного процента от рыночной стоимости портфеля ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении. Разновидностью данного вида вознаграждения является фиксированный процент от стоимости чистых активов имущества инвестиционного фонда. Это наиболее часто применяемый способ вознаграждения.

Теоретический его недостаток состоит в том, что управляющий получает вознаграждение независимо от того, увеличивается рыночная стоимость доверенного ему имущества или нет. Даже в случае уменьшения этой стоимости доверительный управляющий может получать вознаграждение, которое при определенных обстоятельствах позволит ему иметь прибыль, в то время как все остальные участники доверительного управления будут

иметь убыток;

- вознаграждение в процентах от величины полученного за год дохода, например, величины прироста стоимости ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении. Проблема состоит в том, что величина этого дохода не всегда зависит только от действий управляющего. Если на рынке ценных бумаг имеет место затяжное падение цен (например, фондовый кризис), то у всех участников ценные бумаги обесцениваются, и тогда может оказаться, что управляющий не только не получит прибыль, но и не сможет компенсировать свои собственные издержки управления;
- возможны и другие способы установления вознаграждения, которые часто представляют собой различные комбинации перечисленных выше форм

5.6. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)

Клиринговая деятельность - это деятельность по установлению 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 деятельность может осуществляться только юридическим лицом на основе соответствующей лицензии. Организация, специализирующаяся на клиринге между участниками соответствующего рынка, может называться: клиринговая организация, клиринговая палата, клиринговый центр, расчетная палата.

Клиринговая организация осуществляет свою деятельность на основе разработанных ею правил, которые должны быть утверждены федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Если клиринговая организация одновременно осуществляет и расчеты по сделкам с ценными бумагами, то она обязана сформировать в установленных размерах специальные фонды для снижения рисков

неисполнения сделок с ценными бумагами.

Процедура клиринга

В соответствии с понятием «клиринговая деятельность» процедура клиринга состоит из трех частей:

- 1) Сбор исходной информации, ее сверка и в случае наличия расхождений в информации, полученной от противоположных сторон сделки, проведение ее корректировки;
- 2) Подготовка бухгалтерских документов на основе исходной информации о сделках; данная информация необходима, чтобы провести соответствующие перечисления денежных средств с банковских или иных расчетных счетов участников рынка и перерегистрации прав собственности на передаваемые в связи с этим ценные бумаги;
- 3) Проведение зачета взаимных требований участников рынка друг перед другом по денежным платежам и поставкам каждой ценной бумаги. В этом случае осуществляются лишь движение сальдированных денежных сумм и пакетов ценных бумаг, что резко сокращает время операций.

В процессе клиринга подготавливается необходимая бухгалтерская документация по сделкам по каждому участнику рынка и по всем его рыночным сделкам за определенный период (обычно за торговый день). Тем самым резко сокращается, ускоряется и удешевляется общий документооборот. Документация затем поступает в соответствующие банки и организации, которые ведут переучет прав собственности на ценные бумаги (депозитарии, регистраторы).

Поскольку большинство участников рынка ценных бумаг достаточно часто заключают сделки, целесообразным оказывается объединение в едином специализированном центре сразу как клиринговой, так и расчетной деятельности, т. е. в профессиональной клиринговой организации. В таком случае денежные средства и ценные бумаги соответствующих участников

фондового рынка находятся на учете в клиринговом центре, и у них отсутствует пространственное перемещение, как это имеет место в случае, когда клиринг и расчеты разделены между собой по разным организациям.

Взаимозачет при клиринге - это выявление итоговых взаимоотношений между участниками рынка за определенный временной промежуток по всем сделкам между ними за этот отрезок времени. Взаимозачет может быть:

- двусторонним - это взаимозачет только между двумя участниками рынка по всем сделкам, заключенным между ними за расчетный период (обычно за день);
- многосторонним - это взаимозачет сразу между многими участниками рынка по всем заключенным между ними сделкам за расчетный период; он обозначается также термином «**неттинг**».

Многосторонний клиринг обычно осуществляется по системе «новейшн». В этом случае «новейшн» - обязательства всех участников рынка регистрируются не относительно друг друга, а относительно самого клирингового центра, который как бы становится стороной каждой сделки, заключенной перед этим участниками рынка между собой. В результате для каждого участника рынка определяется, с одной стороны, сумма его обязательств перед клиринговой организацией, а с другой - сумма обязательств клиринговой организации перед ним. Затем осуществляется взаимозачет, в ходе которого определяется итоговое сальдо по деньгам и ценным бумагам.

Наличие единого посредника в расчетах позволяет клиринговой организации не только удешевить и ускорить расчеты, но и создавать новые системы управления рыночными рисками. Современные системы клиринга и расчетов основаны на мощнейшей вычислительной технике.

5.7. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг - это сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Система ведения реестра владельцев ценных бумаг - это совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг и учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

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.

Держатель реестра и регистратор - это юридическое лицо, которое оказывает услуги по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Держателем реестра может быть:

- эмитент ценной бумаги в случае, если число владельцев эмитированных им именных ценных бумаг (кроме акций) не превышает 500 лиц, а в случае акций - не превышает 50 лиц;
- регистратор - это профессиональный участник рынка ценных бумаг, т. е. независимая от эмитента специализированная организация, которая осуществляет деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- в случае, если число владельцев ценных бумаг превышает 500 (а в случае

акций - 50 и более), их реестр в обязательном порядке ведет профессиональный участник.

Регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов. В свою очередь, эмитент может заключить договор на ведение реестра всех своих эмиссионных ценных бумаг только с одним регистратором.

Деятельность по ведению системы реестра владельцев ценных бумаг является исключительным видом деятельности регистратора на рынке, которая не может совмещаться ни с какими другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Номинальный держатель

В системе ведения реестра владельцев ценных бумаг могут быть зарегистрированы два вида владельцев:

- 1) Владелец ценной бумаги;
- 2) Номинальный держатель ценной бумаги.

Номинальный держатель - это 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 могут быть любые юридические и физические лица, в том числе профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Номинальный держатель необходим в двух случаях:

- 1) В целях обеспечения секретности, т. е. для сокрытия действительного собственника ценной бумаги в тех случаях, когда это ему необходимо;
- 2) В целях обеспечения возможности централизованного клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг. В результате создается уникальная возможность бесконечного процесса совершения сделок между участниками рынка без перерегистрации прав собственности на ценную бумагу в системе ведения реестра ее владельцев.

В качестве номинального держателя соответствующих ценных бумаг регистрируются как централизованный (расчетный) депозитарий, так и брокеры, и дилеры.

Номинальный держатель может осуществлять права, закрепленные ценной бумагой, например, право участия в собрании акционеров, только при наличии полномочий на это от непосредственного владельца ценной бумаги. Ценные бумаги клиентов номинального держателя не подлежат взысканию в пользу его собственных кредиторов.

К основным функциям номинального держателя в отношении владельцев ценных бумаг относятся:

- обеспечение получения владельцем всех выплат, которые ему причитаются по ценной бумаге за время нахождения ее в собственности владельца;
- осуществление сделок с ценными бумагами по поручению их владельца;
- осуществление учета ценных бумаг на отдельных забалансовых счетах и обеспечение их наличия в количестве, достаточном для удовлетворения требований владельцев;
- внесение в систему ведения реестра записи о передаче ценной бумаги на имя ее владельца по его требованию.

Одновременно по требованию держателя реестра номинальный держатель обязан предоставить списки владельцев, номинальным держателем ценных бумаг которых он является на соответствующую дату.

Организация системы ведения реестра.

Деятельность по ведению системы реестра включает большое число направлений, основными из которых являются:

- ведение лицевых счетов зарегистрированных в реестре лиц;
- ведение учета ценных бумаг эмитента на его лицевых счетах (отдельно по выпуску ценных бумаг от счетов по выкупу ценных бумаг эмитентом);

- ведение регистрационного журнала по каждому эмитенту (уставный капитал, дивиденды, выпуски ценных бумаг, дробления и консолидации акций и т.п.);
- хранение и учет документов, являющихся основанием для внесения записей в систему ведения реестра;
- учет начисленных доходов по ценным бумагам эмитентов и др.

В целом в системе ведения реестра должна содержаться информация об эмитенте, его ценных бумагах, зарегистрированных владельцах этих ценных бумаг, видах и количестве принадлежащих им бумаг и др.

Изменения в систему ведения реестра вносятся на основании установленного перечня документов, в частности, распоряжения владельца (номинального держателя) о передаче ценной бумаги (передаточное распоряжение), а также иных документов, подтверждающих переход права собственности на ценную бумагу, например, свидетельство о наследстве, договор дарения, решение суда и т.п.

Отказ от внесения записи (или отклонение от записи) не допускается, за исключением случаев, предусмотренных законодательством.

Основные функции регистратора могут быть сведены в следующие группы:

- открытие лицевых счетов владельцам ценных бумаг и номинальным держателям ценных бумаг;
- осуществление всех необходимых операций по лицевым счетам, связанным с изменением количества и видов ценных бумаг у владельцев ценных бумаг, выплатой им доходов по ценным бумагам эмитента;
- постоянное совершенствование всей системы ведения реестра владельцев ценных бумаг;
- своевременное и полное доведение информации, предоставляемой эмитентами регистратору, до владельцев лицевых счетов;

- предоставление владельцам лицевых счетов выписок о состоянии лицевого счета и выписок из состава реестра акционеров;
- предоставление реестра акционеров руководству акционерного общества и тем акционерам, которые по закону имеют право на получение данного реестра;
- при окончании или досрочном прекращении договора с эмитентом передача всей системы ведения реестра владельцев его ценных бумаг в установленном порядке новому регистратору.

Трансфер-агент

Это юридическое лицо, которое по договору с регистратором осуществляет функции по приему и передаче информации и документов, необходимых для открытия лицевых счетов и проведения операций по ним в системе реестра владельцев ценных бумаг, от владельца лицевого счета к регистратору и обратно.

Необходимость трансфер-агента вытекает из распределенности владельцев ценных бумаг в пространстве. Сам регистратор обычно находится в одном из центральных городов, а владельцами ценных бумаг могут быть лица, проживающие по всей стране. Трансфер-агент осуществляет связь владельцев ценных бумаг с регистратором, когда они расположены на существенном удалении друг от друга.

Главные задачи трансфер-агента:

- прием документов от владельцев лицевых счетов при совершении ими тех или иных операций с ценными бумагами;
- проверка подлинности представленных документов и подписей на них;
- передача установленным способом полученных документов регистратору;
- передача владельцам лицевых счетов необходимых документов (сертификатов ценных бумаг, выписок из реестра и др.);

- осуществление в оговоренных случаях выплаты доходов по ценным бумагам .

Оплата услуг регистратора

Основными источниками доходов регистратора являются:

- оплата услуг регистратора эмитентом согласно заключенному между ними договору;
- оплата услуг регистратора со стороны владельцев лицевых счетов.

Регистратор самостоятельно устанавливает плату за свои услуги, но ее максимальный размер в случае оказания услуг владельцам лицевых счетов ограничивается нормами, устанавливаемыми федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Услуги регистратора оплачивает по отдельности каждая сторона сделки при купле-продаже ценной бумаги.

Основные виды услуг регистратора, которые подлежат оплате его пользователями:

- открытие лицевого счета;
- внесение или изменение сведений в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг;
- внесение изменений в лицевые счета, прежде всего, в результате совершаемых операций с ценными бумагами;
- предоставление по требованию клиентов выписок о состоянии лицевого счета или из реестра владельцев ценных бумаг и др.

5.8. Депозитарная деятельность

Депозитарная деятельность - это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

В современных условиях, когда большинство эмиссионных ценных бумаг выпускается в бездокументарной форме, депозитарная деятельность представляет собой в основном оказание услуг по учету и переходу прав (собственности) на ценные бумаги.

Депозитарий - это в большей степени участник вторичного рынка ценных бумаг в отличие от регистратора, который по преимуществу является участником первичного рынка. Реестродержатель отвечает за фиксацию отношений между эмитентом и инвесторами, ее поддержание и обновление, что входит в круг отношений первичного рынка ценных бумаг. Депозитарий, наоборот, фиксирует отношения между инвесторами при смене собственности на ценные бумаги, которая имеет место на вторичном рынке. Его задача состоит в обеспечении быстрого и дешевого способа перевода прав на ценную бумагу с одного участника рынка на другого.

Пользователь услуг депозитария называется депонентом, а открываемый ему в депозитарии счет - счетом депо.

Передача учета ценных бумаг в депозитарий осуществляется:

- 1) когда сертификат ценной бумаги передается на хранение в депозитарий. В этом случае происходит замена документарного способа удостоверения прав на ценную бумагу на бездокументарный способ, т. е. учет операций с данными ценными бумагами в дальнейшем осуществляется в виде записей на счетах депо без выписывания новых сертификатов (возможны разные варианты этой ситуации в зависимости от условий эмиссии документарной ценной бумаги - предполагает ли она выписку сертификатов частным владельцам ценных бумаг или существует лишь сертификат на выпуск данной ценной бумаги в целом);
- 2) когда депозитарий становится номинальным держателем ценных бумаг в системе реестра их владельцев. В этом случае происходит простая передача учета соответствующих ценных бумаг от регистратора (т. е. с лицевых счетов их владельцев) к депозитарию (т. е. на счета депо этих же владельцев).

Аналогично депозитарий может быть депонентом другого депозитария или иметь в качестве своих депонентов других депозитариев.

Депозитарный договор

Депозитарий оказывает свои услуги на основании депозитарного договора, заключаемого со своими депонентами. В соответствии с этим договором:

- депозитарий не может распоряжаться ценными бумагами депонентов, кроме выполнения их поручений относительно данных ценных бумаг;
- на ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария;
- депозитарий несет ответственность за хранение переданных ему сертификатов ценных бумаг.

Виды депозитариев

В зависимости от целей депозитарных услуг депозитарии подразделяются на:

- Расчетные - это депозитарии, обслуживающие профессиональных участников организованного фондового рынка. Они осуществляют свою деятельность в неразрывном единстве с системами торговли (заключения сделок), клиринга и расчетов по обращающимся ценным бумагам. Деятельность расчетного депозитария может совмещаться только с клиринговой деятельностью и деятельностью по организации торговли на РЦБ.
- клиентские («кастодиальные») - это депозитарии, оказывающие услуги непосредственным владельцам ценных бумаг. В мировой практике деятельность клиентских (кастодиальных) депозитариев, по сути, сливается с деятельностью регистраторов, но в России эти виды услуг пока не совмещаются.

Деятельность клиентского депозитария может совмещаться только с брокерской, дилерской и деятельностью по управлению ценными бумагами. Основные различия между депозитарной деятельностью и деятельностью по ведению системы реестра - в таблице 5.4.

Таблица. 5.4.

Основные различия между депозитарной деятельностью и деятельностью по ведению системы реестра

Показатели	Регистратор	Депозитарий
Вид договора	Договор на ведение реестра ценных бумаг	Депозитарный договор
Вид клиента	Эмитент	Инвестор
Суть профессиональной деятельности	Учет владельцев ценных бумаг данного эмитента	Учет ценных бумаг, данного инвестора
Вид учетного счета	Лицевой счет	Счет депо
Плательщик услуг	В основном - эмитент	В основном - владельцы ценных бумаг
Хранение сертификатов ценных бумаг	Отсутствует	Оказывает услуги по хранению сертификатов ценных бумаг

Взаимодействие депозитария с регистратором охватывает три главных момента:

- 1) Депозитарий в соответствии с клиентскими договорами на депозитарное обслуживание становится на учет у регистраторов в качестве номинального держателя ценных бумаг определенных эмитентов, которые до этого были зарегистрированы на имя клиентов депозитария;
- 2) Осуществление перехода прав собственности на ценные бумаги его

клиентов без их перерегистрации на лицевых счетах у регистратора (поскольку их там уже нет); перерегистрация теперь осуществляется путем перевода ценных бумаг по счетам депо в самой депозитарии. В случае массового характера операций с ценными бумагами такая форма перерегистрации прав собственности на них является самой быстрой и дешевой;

3) Возобновление взаимодействия с регистратором. Оно происходит в случае изменения лицевого счета депозитария у регистратора, которое будет иметь место только в ситуации, если меняется общее количество депонируемых в депозитарии ценных бумаг данного эмитента.

Использование депозитария в качестве номинального держателя ценных бумаг какого-то эмитента позволяет максимально сблизить время и место смены собственника по ценной бумаге с местом совершения сделок с ней. В результате возникают следующие неоспоримые преимущества депозитарного учета:

- отсутствие необходимости физического перемещения ценных бумаг;
- возможность претворения принципа «поставка против платежа»;
- ликвидация «технических» границ для движения капитала на фондовом рынке.

Депозитарные системы появились в целях упрощения процесса перерегистрации ценных бумаг. Прежде ценные бумаги выпускались только в документарной форме, и соответственно, после каждой сделки требовалось выписывать новый сертификат, что было совершенно неразумно в случае спекулятивных сделок на фондовой бирже. Институт депозитариев позволял избежать физического перемещения ценных бумаг между участниками рынка и поэтому не требовал систематического выписывания все новых сертификатов.

Депозитарный учет ценных бумаг имеет еще одно преимущество: он позволяет синхронизировать процесс перемещения ценных бумаг (переучет их на новых владельцев) с перемещением денежных средств между

участниками рынка. Такой процесс называется **поставкой против платежа**. Движение денег от покупателя к продавцу ценной бумаги происходит одновременно с переходом прав собственности на ценную бумагу от продавца к покупателю. В ином случае, когда указанные процессы не синхронизированы, всегда сохраняется риск того, что либо деньги будут получены, а ценные бумаги - нет, либо наоборот.

Наконец, депозитарная форма передачи прав собственности на ценные бумаги оказывается единственно возможной при развитом фондовом рынке, когда количество заключаемых сделок достаточно велико. Она позволяет максимально ускорить расчеты и поставки по ценным бумагам на рынке. В противном случае работа фондового рынка ограничивалась бы техническими факторами учета ценных бумаг, и возникали бы помехи для проведения рыночных операций.

Подводя итоги изучения инфраструктуры РЦБ, полезно представить схему заключения и исполнения сделки с ценными бумагами в целом (рис. 5.3).

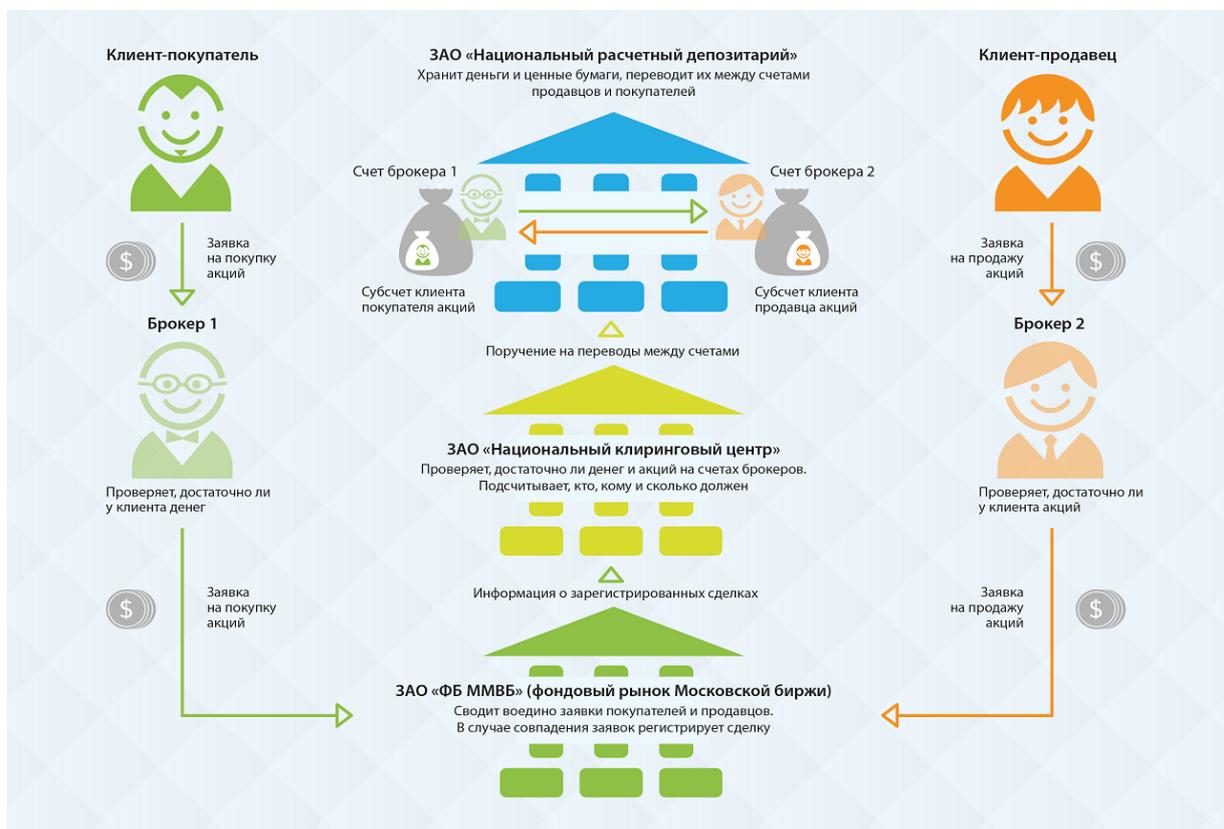


Рис. 5.3. Схема заключения и исполнения сделки на РЦБ.

Глава 6. ОРГАНИЗАЦИЯ ТОРГОВЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ. БИРЖИ

6.1. Формы организации торговли ценными бумагами.

Рыночная практика выработала **две формы организации** процесса торговли ценными бумагами:

- биржевая;
- внебиржевая («уличная»; “over-the-counter”- OTC).

Биржевая торговля ценными бумагами организуется профессиональным участником рынка ценных бумаг, называемого фондовой биржей (или просто биржей). Это централизованная торговля ценными бумагами, характеризующаяся объединением ее участников в одном месте, в одно время и торгующих по единым правилам.

Внебиржевая торговля ценными бумагами - это торговля, осуществляемая в отсутствие единого организатора рынка. Это децентрализованная форма торговли ценными бумагами. Внебиржевая торговля еще называется «уличным» рынком, торговлей «с прилавка».

Исторически торговля ценными бумагами развивалась в направлении от неорганизованных к организованным формам. С течением времени вырабатывались общепринятые правила торговли ценными бумагами и появились участники рынка, которые специализировались на торговле имеющимися ценными бумагами. Эти профессиональные участники постепенно пришли к пониманию того, что их коммерческие дела пойдут лучше, если они объединятся в некие торговые сообщества, которые получили название **биржа**.

Однако любой организованный в форме биржи рынок не в состоянии охватить всю торговлю ценными бумагами по самым разным причинам, например:

- наличие физических ограничений, свойственных любому обособленному рынку:
 - ограниченность территории (места торговли),
 - ограниченность участников,
 - ограниченность времени торговли и т.п.
- функциональная ограниченность. На организованном рынке действуют правила, которые должны соблюдаться его участниками, а потому рыночные операции, выходящие за установленные биржей рамки, могут осуществляться только на внебиржевом рынке;
- экономическая ограниченность. В ряде случаев совокупная оплата услуг рыночных посредников может быть ниже, если операция совершается на внебиржевом рынке, поскольку оплата услуг при биржевой торговле включает оплату услуг не только брокеров (дилеров), но и биржи, и расчетных систем и др.

Таким образом, на практике всегда имеются обстоятельства, вследствие которых рынок ценных бумаг представляет собой сосуществование его биржевого и внебиржевого сегментов (частей, рынков). Однако современный внебиржевой рынок ценных бумаг не является антиподом биржевого рынка в смысле их противопоставления как стихийного (неорганизованного) и организованного рынков. Организованность внебиржевого рынка обеспечивается, с одной стороны, необходимостью соблюдения всеми участниками рынка ценных бумаг имеющегося в данной стране законодательства, которое в своей основе вообще не делит рынок ценных бумаг на указанные части, а только особо выделяет его биржевой сегмент. С другой стороны, поскольку речь идет о едином рынке, постольку и внебиржевые участники рынка в основном придерживаются единых правил хозяйственного оборота на данном рынке.

Развитие компьютеризированных форм торговли ценными бумагами ведет к стиранию различий между биржевым и внебиржевым рынками,

превращает рынок ценных бумаг в единый организованный рынок, в котором снимаются как границы биржевого рынка, так и децентрализованный характер внебиржевого рынка.

6.2. Профессиональная деятельность по организации торговли

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг представляет собой предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско - правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг. Участник рынка в общем случае называется организатором торговли, основным видом которой на рынке ценных бумаг и является фондовая биржа.

Современная организация торговли на рынке ценных бумаг невозможна без ее совмещения с депозитарной и клиринговой видами деятельности.

Организатор торговли получает лицензию сроком на 10 лет. Лицензии выдаются отдельно для организации торговли на внебиржевом рынке и для организации торговли в качестве фондовой биржи. В свою очередь, эти лицензии существуют в двух подвидах: для организации рынка государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг.

Требования к организатору торговли. Организатор торговли по определению должен иметь пакет документов, позволяющих организовать рынок ценных бумаг. Этот пакет включает:

- правила допуска участников рынка к торгам;
- правила допуска ценных бумаг на рынок ;
- правила заключения и сверки сделок на рынке;
- правила регистрации сделок;
- порядок исполнения сделок;
- правила, позволяющие ограничивать манипулирование ценами на рынке;

- расписание предоставления услуг организатором торговли;
- регламент внесения изменений и дополнений в нормативные документы;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

Организатор торговли должен предоставлять информацию по каждой заключенной на рынке сделке любому заинтересованному лицу путем дачи сведений о:

- дате и времени заключения сделки;
- наименовании ценной бумаги;
- государственном номере ее регистрации;
- рыночной цене (за единицу);
- количестве проданных (купленных) ценных бумаг по сделке.

6.3. Фондовая биржа как организатор рынка

Биржи возникли в XIII-XIV веках в Северной Италии на месте ежегодных сезонных ярмарок, ставших функционировать круглый год без перерыва. Широкое применение в деловом мире они получили в XVI веке в Антверпене, Лионе и Тулузе, затем в Лондоне и Гамбурге. С XVII века биржи уже действовали во многих торговых городах европейских государств. Под биржами подразумевались здания, где собираются деловые люди и причастные к торговле лица для ведения переговоров и заключения оптовых торговых сделок в соответствии с установленными правилами.

В настоящее время понятие «биржа» включает в себя форму организации контроля и регулирования рынка, отвечающую определенным, весьма высоким, стандартам.

Выделяют товарные биржи, на которых осуществляется торговля биржевыми товарами; фондовые, оперирующие фондовыми ценностями, и валютные биржи.

Основной задачей биржи является установление рыночной цены на тот или иной вид активов и обеспечение совершения сделок по этой или близкой цене. Биржевая цена признается справедливой ценой на данный вид актива – товарный контракт, валюту, акцию, облигацию и служит важнейшим индикатором в мировой экономике. Достаточно упомянуть влияние изменений цен на нефть не только на экономику, но и политику ведущих стран мира.

Справедливость цены достигается тем, что на бирже реализуются условия, максимально отвечающие требованиям эффективного рынка, минимизирующие возможность манипулирования ценами.

Первая российская биржа была открыта в Санкт-Петербурге в 1724 году. Практическая деятельность Московской биржи, расположенной на Ильинке, началась лишь после войны 1812 года. В числе первых российских бирж была Одесская, основанная в 1796 году. К 1917 году в России было зарегистрировано 115 торговых и универсальных бирж и соответствующее число биржевых комитетов.

После Октябрьской революции деятельность биржевых комитетов, как и самих бирж, была прекращена: они не вписывались в теорию и практику "военного коммунизма". Однако НЭП восстановил биржи в правах. Первые товарные биржи в стране Советов возникли в конце 1921 года (Вятская, Нижегородская), четыре месяца 1922 года были периодом наиболее быстрого роста их числа. В 1930 году деятельность советской биржи прекратилась. Утверждавшаяся в стране тоталитарная командно-распределительная система не нуждалась более в механизме свободного рыночного регулирования.

В процессе реформирования экономики в России в начале 90-х годов прошлого столетия стали возникать биржи различного направления - Московская Межбанковская валютная биржа (ММВБ), Московская

Фондовая биржа (МФБ), Фондовая биржа РТС, Санкт-Петербургская Валютная биржа и ряд региональных бирж.

Фондовая биржа является организатором рынка ценных бумаг, который имеет соответствующую лицензию. Юридическое лицо, имеющее лицензию фондовой биржи, может совмещать свою деятельность только со следующими видами деятельности на рынке:

- деятельностью валютной биржи;
- деятельностью товарной биржи;
- клиринговой деятельностью (клиринг по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями);
- деятельностью по распространению информации;
- издательской деятельностью;
- сдачей имущества в аренду.

Юридическое лицо, имеющее статус фондовой биржи, не может совмещать свою деятельность с депозитарной деятельностью. Это означает, что депозитарное обслуживание фондовой биржи должно осуществлять обязательно другое юридическое лицо (депозитарий) на основе договора между ними.

Историческая роль фондовой биржи состояла в том, что она возникла как самая совершенная форма организации рынка ценных бумаг (прежде всего, акций и облигаций). Имеющееся в нашей стране разделение организаторов рынка на фондовые биржи и других организаторов рынка носит формально-юридический характер.

Организационные формы фондовой биржи

По российскому законодательству фондовая биржа может быть:

- некоммерческим партнерством;
- акционерным обществом.

Фондовая биржа как некоммерческое партнерство - это некоммерческая организация, созданная ее членами с целью организации торговли ценными бумагами по правилам, которые устанавливаются данной организацией. Ее целью как организации является не извлечение прибыли, а создание благоприятных условий для получения прибыли ее членами от торговли ценными бумагами.

Первоначально фондовые биржи существовали только в качестве некоммерческих, т. е. бесприбыльных, организаций. Соответственно, сами они не облагались налогами со стороны государства.

Фондовая биржа как акционерное общество - это коммерческая организация, нацеленная на получение прибыли и рост курсовой стоимости ее акций. Возникновение коммерческих бирж связано с процессом компьютеризации рынка ценных бумаг:

- разработка компьютерных форм организации торговли на рынке ценных бумаг является особым видом коммерческой деятельности. Владелец компьютерной биржи продает доступ на свой компьютерный рынок, что приносит ему постоянную прибыль. Организация биржевой торговли превращается в самостоятельный вид коммерческой деятельности, обособленной от коммерции на самом рынке ценных бумаг.
- традиционные фондовые биржи как некоммерческие организации начинают испытывать недостаток в финансовых ресурсах для совершенствования своих систем торговли. Единственный путь решения этой проблемы - превращение их в акционерные общества, получение необходимого капитала для дальнейшего развития, но одновременно и взятие на себя обязательств по получению прибыли и выплате дивидендов по своим акциям.

По закону одному акционеру (члену) биржи не может принадлежать **20%** и более ее акций (или голосов на собрании в случае членства). Данное ограничение не имеет силы, если акционером (членом) биржи является

другая фондовая биржа.

Фондовая биржа в форме некоммерческого партнерства может быть преобразована в акционерное общество по решению ее членов.

Участники фондовой биржи

Участники фондовой биржи различаются в зависимости от ее организационной формы. Если биржа есть некоммерческое партнерство, то участниками могут быть только ее члены - те лица, которые ее создали.

Если биржа является акционерным обществом, то происходит процесс разделения ее членов на акционеров и участников, т. е. тех, кто получает право торговать на данной бирже. Акционером биржи может быть любой участник рынка ценных бумаг. Участниками акционерной биржи могут быть только профессиональные торговцы: брокеры, дилеры и управляющие (ценными бумагами). Порядок допуска к торгам на бирже тех или иных конкретных участников устанавливается биржей.

Все остальные участники рынка ценных бумаг могут совершать свои операции на фондовой бирже исключительно через участников данной биржи. Прямой доступ инвесторов к биржевому рынку по российскому законодательству пока невозможен даже в условиях компьютеризированного рынка.

Основные требования к деятельности фондовой биржи

Эти требования полностью соответствуют требованиям, предъявляемым ко всем организаторам торговли на рынке ценных бумаг. Отличительными особенностями этих требований являются:

- правила допуска ценных бумаг к торгам разделяются на две группы: на правила листинга/делистинга ценных бумаг и правила допуска ценных бумаг без прохождения процедуры листинга;
- фондовая биржа может утверждать спецификации сделок с фьючерсными и

опционными контрактами;

- фондовая биржа должна обеспечивать гласность и публичность проводимых ею торгов: указывать место и время их проведения, сообщать котировку ценных бумаг, результаты торгов и т.п.

Доходы и расходы фондовой биржи.

Биржа самостоятельно устанавливает размеры и порядок взимания своих доходов и направления их использования.

Основными видами доходов фондовой биржи являются:

- взносы ее участников (если биржа существует в форме некоммерческого партнерства);
- плата за листинг;
- плата за всевозможные услуги биржи, прежде всего, биржевые сборы по заключенным сделкам;
- поступления от продажи биржевой информации;
- доходы от аренды помещений и оборудования;
- доходы от продажи биржевых технологий и т.п.;
- поступления за использование фондовых индексов данной биржи в качестве рыночных активов;
- штрафы и т.п.

Ведущими расходными статьями фондовой биржи, как и любой рыночной организации, являются:

- текущие издержки - оплата труда наемного персонала, административные расходы и другие эксплуатационные расходы;
- амортизационные отчисления;
- арендные платежи за помещения и оборудование;
- капитальные затраты, связанные с внедрением новых систем торговли: закупка оборудования, создание программного обеспечения, затраты на

коммуникационные системы и т.д.

6.4. Электронные торговые системы

В последние 20 лет развитие фондового рынка происходит в направлении совершенствования электронных форм организации торговли. Традиционная форма торговли ценными бумагами представляет собой публичную торговлю, при которой цена является результатом непосредственного («присутственного») взаимодействия участников рынка. Развитие компьютеризации позволило заменить физическое взаимодействие торговцев ценными бумагами на их взаимодействие посредством электронных связей, сходящихся в едином компьютерном центре, в котором и происходит сам процесс заключения сделок по определенным рыночным правилам.

Новые фондовые биржи во всех странах с самого начала создаются как электронные биржи, в которых профессиональные торговцы взаимодействуют посредством связывающих их электронных сетей. В целом развитие электронных форм торговли на рынке ценных бумаг развивается по двум противоположным направлениям:

1. Эволюция биржевых организаторов рынка от публичных бирж к электронным биржам.

Данное направление связано с преобразованием публичных бирж в электронные биржи. Это характеризуется следующими этапами:

1-й этап – создание электронной биржи как совокупности ее членов, которые связаны между собой электронными сетями, а со своими клиентами – в обычном порядке (лично, через телефон, факс и т.п.);

2-й этап – члены электронной биржи устанавливают системы электронной связи со своими клиентами. Последние при наличии компьютеров и специальных программ могут передавать свои приказы брокерам для их

исполнения на бирже;

3-й этап – клиенты членов биржи получают прямой доступ к торговле на бирже, но при сохранении контроля за их действиями со стороны члена биржи.

Юридически на такого рода электронной бирже купля-продажа ценных бумаг по-прежнему совершается сначала между участниками биржи с последующим учетом операций по счетам клиентов, однако брокер в этом случае уже не дублирует приказ клиента, который непосредственно поступает в торговую систему для выполнения, хотя и в форме приказа брокера. Отсюда и возникает видимость того, что торгуют сами клиенты. Другими словами, приказы клиентов выполняются на бирже, но учет всех связанных с ними операций осуществляется только при посредничестве участника биржи.

При такой организации электронной торговли член биржи получает доходы не от собственных операций с ценными бумагами (т. е. не от спекулятивных операций), а исключительно от своих клиентов, не продавая и не покупая ценные бумаги самостоятельно. Физическое обслуживание клиентов в данном случае заменяется не просто на их электронное обслуживание брокером, а на электронное самообслуживание клиентов.

2. Движение профессиональных участников внебиржевого рынка в сторону создания организованного электронного рынка.

Компьютеризация позволяет изменять процесс заключения сделок не только на биржевом рынке, но и на его внебиржевом аналоге. Профессиональные участники рынка ценных бумаг, совершающие между собой сделки с ценными бумагами, которые обращаются на внебиржевом рынке, также переходят на электронную основу. Данный процесс имеет следующие этапы:

1-й этап - индивидуальные электронные сети. Это установление электронных связей между профессиональными торговцами. Они получают возможность

связываться между собой посредством электронных сетей, но при этом порядок заключения сделок между ними остается прежним;

2-й этап - локальные электронные сети. Это организация таких электронных сетей, которые связывают ту или иную группу профессиональных посредников в единую сеть с центральным процессором. В таких сетях профессиональные посредники получают возможность заключать сделки между собой с организацией всего процесса купли-продажи ценной бумаги на электронной основе;

3-й этап - национальные (и международные) электронные сети. Это объединение электронных сетей внебиржевого рынка между собой и с выходом в сети электронных бирж.

Суть состоит в том, что в рамках локальной электронной сети торговец не может выполнить абсолютно все имеющиеся у него клиентские приказы, а потому для их исполнения он должен выходить в другие локальные сети, но если заявка клиента не может быть удовлетворена и там, он имеет возможность выйти на биржевой рынок, включая и его еще существующую публичную часть. Фактически данный этап означает сращивание биржевого и внебиржевого электронного рынков ценных бумаг, с одной стороны, и сращивание электронного и публичного рынков - с другой.

6.5. Организация процесса биржевой торговли ценными бумагами

Биржевая торговля основана на «столкновении» покупателей и продавцов, или спроса и предложения. Торговля на биржах организована в форме аукционов. Виды биржевых аукционов:

- простой аукцион, публичный или закрытый;
- двойной аукцион.

Простой публичный аукцион - это публичный (присутственный) аукцион, динамика цены на котором имеет преимущественно од-

нонаправленный характер. Публичность аукциона означает, что созданы условия, например, благодаря одновременному присутствию всех участников в торговом зале, при которых все эти участники имеют информацию о предлагаемых друг другом ценах. Простой публичный аукцион используется обычно в условиях сравнительно малоактивного рынка. При такой организации торговли цена зависит от соотношения между спросом и предложением. В зависимости от того, кто преобладает на рынке, он подразделяется на:

- **аукцион продавца, или английский аукцион** - это аукцион, на котором покупателей больше, чем продавцов, и потому цена сделки оказывается, как правило, выше, чем начальная (стартовая) цена аукциона. Сделка совершается, когда остается один покупатель или число покупателей сравнивается с числом продавцов;
- **аукцион покупателя, или голландский аукцион**, - это аукцион, на котором продавцов больше, чем покупателей, и потому цена сделки оказывается, как правило, ниже, чем начальная (стартовая) цена аукциона. Сделка совершается, когда остается один продавец или число продавцов сравнивается с числом покупателей.

Простой закрытый аукцион - это способ определения цены продаваемой (покупаемой) ценной бумаги самим продавцом (покупателем) на основе заявок на ее покупку (продажу), подаваемых заинтересованными участниками рынка при полном отсутствии у каждого из них информации о ценах, предлагаемых другими участниками аукциона. Такой аукцион возможен лишь в ситуации, когда участники рынка очень заинтересованы в покупке или продаже рыночного актива и, что называется, «в темную», подают свои предложения, касающиеся цены. Организатор аукциона выбирает наиболее устраивающее его по цене (но могут быть и другие условия) предложение и заключает договор купли-продажи ценной бумаги с предложившим его лицом. Такого рода аукционы бывают при размещении

государственных ценных бумаг.

Двойной аукцион - это аукцион, динамика цены на котором имеет разнонаправленный характер. Этот вид торговли используется на высокоактивных рынках, где спрос и предложение подвержены постоянным колебаниям в любую сторону и число продавцов и покупателей не остается неизменным, а само зависит от уровня рыночной цены.

На рынках наибольшее распространение приобрел непрерывный двойной аукцион, при котором сделки совершаются непрерывно по индивидуальным ценам, колеблющимся от сделки к сделке.

Такого вида аукцион лежит в основе торговли ценными бумагами, когда ежедневно совершается множество сделок с ними. Приказы на покупку и продажу ценных бумаг непрерывно поступают в торговую систему биржи и исполняются в порядке поступления с учетом характеристик приказа и наличия приказов противоположного характера. Подавляющая часть приказов на покупку и одновременно на продажу в этом случае являются рыночными приказами, которые должны заключаться по текущим ценам, а не ожидать появления на рынке подходящего противоположного приказа, как это имеет место в случае лимитного приказа.

Листинг акций биржей

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» **ЛИСТИНГ** - это включение ценных бумаг в котировальный список - список ценных бумаг, допущенных для торговли профессиональным организатором рынка.

Листингу подвергаются любые ценные бумаги, которые обращаются на фондовой бирже. В этом смысле нет различия между листингом акций и листингом облигаций. Однако по своей сути листинг нацелен именно на акции, а не на облигации.

Это связано с тем, что:

- основным видом ценных бумаг, которые обращаются на фондовых биржах, являются акции, а не облигации. По имеющимся статистическим данным биржевой оборот облигаций составляет обычно не более 10% их общего оборота;
- облигация в гораздо меньшей степени является предметом спекулятивной торговли по сравнению с акцией в силу особенностей ее рыночного ценообразования.

Включение ценных бумаг в котировальный список есть процедура, которая определяется правилами, устанавливаемыми каждым организатором торговли на рынке ценных бумаг, обычно соответствующей фондовой биржей.

Каждая фондовая биржа или внебиржевая система организованной торговли осуществляет свой листинг ценных бумаг, которые она допускает к обращению. Результатом листинга ценной бумаги является:

- допуск ценных бумаг соответствующей компании на фондовую биржу или на другой организованный рынок ценных бумаг;
- получение акциями и/или облигациями компании публичной котировки, т. е. официально регистрируемого биржей (или внебиржевым организатором рынка) курса (цены) этой ценной бумаги.

Листинг ценных бумаг компании дает ей следующие важные преимущества на рынке:

- увеличение доверия со стороны участников рынка;
- общественную известность, а то и определенную популярность;
- получение доступа к сравнительно дешевым и потенциально неограниченным источникам финансирования;
- способствует росту капитализации компании, т. е. росту цен на ее акции;
- повышает оборачиваемость (ликвидность) ее ценных бумаг;
- позволяет получить те или иные налоговые льготы в соответствии с имеющимся в стране налоговым законодательством.

Компания, претендующая на получение листинга на фондовой бирже, обязана удовлетворять предъявляемым к ней и ее ценным бумагам определенным требованиям. К ним относятся:

- наличие истории существования компании;
- известность в стране и в мире;
- место, занимаемое в соответствующей сфере экономики;
- минимальные размеры активов и чистой прибыли за несколько лет;
- размеры акций, находящихся в свободном обращении;
- численность акционеров и др.

Требования к листингу в России.

В России правила листинга, устанавливаемые фондовой биржей, включают критерии, которые приведены в табл. 6.1. Без соответствия этим критериям договор о листинге ценных бумаг с эмитентом не может быть заключен.

Для включения в котировальный лист первого и второго уровней следует выполнить:

а) требования к эмитенту ценных бумаг:

- по минимальному размеру чистых активов;
- по сроку существования эмитента ценных бумаг;
- по минимальному количеству акционеров;

б) требования к ценным бумагам эмитента:

- по минимальному количеству ценных бумаг, которое может обращаться;
- по минимальной рыночной стоимости ценных бумаг;
- по минимальному объему продаж ценных бумаг.

Кроме указанных требований, договор с эмитентом о листинге его ценных бумаг обязательно включает и многие другие требования к нему, которые вытекают из действующего законодательства. Например:

- ценные бумаги эмитента выпускаются и регистрируются в

соответствии с требованиями российского законодательства;

Таблица 6.1

Ключевые требования к эмитентам и их акциям
для получения биржевого листинга

Показатель	Котироваль- ный лист первого уровня (A ₁)	Котироваль- ный лист второго уровня (A ₂)	Котироваль- ный лист третьего уровня
Максимальная доля обыкновенных акций, находящихся в собствен- ности одного лица и аффили- рованных с ним лиц, %	75	75	-
Минимальное количество акционеров эмитента, чел.	1000	500	-
Минимальная рыночная стоимость, млн. руб. • акций • облигаций	100 10	100 10	- -
Минимальный срок существования эмитента, год	1	1	-
Минимальная стоимость чистых активов эмитента, млн. руб.	500	50	-
Среднемесячная сумма рыночных сделок за послед- ние 6 месяцев, млн. руб.: • акций • облигаций	2 400	1 0,2	0,4 0,1

- отчеты об итогах выпуска ценных бумаг должны быть заре-
гистрированы;
- ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми;

- эмитент обеспечивает наличие в торговой системе котировок не менее чем двух маркет-мейкеров, обеспечивающих куплю-продажу данных ценных бумаг;
- эмитент обязуется раскрывать информацию о своих ценных бумагах и о себе в соответствии с требованиями закона и фондовой биржи.

Фондовые биржи и другие организаторы торговли могут устанавливать дополнительные требования и критерии для включения ценных бумаг в котировальные листы первого и второго уровней.

Однако на практике требования листинга полностью зависят от уровня развития самого фондового рынка. Поэтому, например, российские фондовые биржи включают в свой листинг не только ценные бумаги, удовлетворяющие указанным котировальным листам первого и второго уровней, но и другие ценные бумаги, которые имеют хоть какой-то спрос на рынке. Для них и предназначается котировальный лист третьего уровня.

Большое значение имеет унификация требований к листингу в масштабах всей страны, т. е. его независимость от того, у какого организатора торговли этот листинг получен. Это могло бы позволить эмитентам, прошедшим процедуру листинга на одной фондовой бирже, получить котировку своих ценных бумаг и на других отечественных биржах. Включение ценных бумаг в котировальные листы сразу многих бирж позволяет расширять рынок данной бумаги, увеличивать число участников независимо от их территориальной расположенности. Например, в Германии (как, впрочем, и в ряде других стран) ценные бумаги наиболее крупных эмитентов и государственные ценные бумаги, включенные в списки любой из 8 существующих там фондовых бирж, могут быть автоматически допущены к обращению на всех остальных.

Процедура допуска ценных бумаг к обращению на организованном фондовом рынке призвана защищать частных инвесторов от противоправных действий тех или иных участников рынка. Это, в частности,

достигается путем:

- равного доступа участников торговли и их клиентов ко всей информации, раскрываемой в соответствии с правилами листинга;
- исключения из котировальных листов ценных бумаг, переставших отвечать установленным требованиям, или в случае нарушения эмитентом установленных для нее требований;
- недопущения манипулирования ценами на рынке в любых известных формах.

Процедура листинга

Процедура листинга начинается с подачи заявки в отдел листинга организатора торговли с приложением необходимых документов, оформленных соответствующим образом. Рассмотрение заявки обычно не превышает одного месяца.

Решение о внесении в биржевой список принимает руководство биржи (организатора торговли) на основе рекомендаций нижестоящих инстанций, например, отдела листинга, комиссии по допуску ценных бумаг. Если принимается положительное решение, то биржа и эмитент заключают договор (соглашение) о листинге.

Отказ в допуске ценных бумаг к обращению на бирже возможен только в случае несоответствия предоставленных документов законодательству Российской Федерации и правилам листинга и делистинга.

В договоре о листинге эмитент обязуется предоставлять бирже годовые и промежуточные отчеты, сведения о регистраторе акций, выплачиваемых дивидендах и иных распределяемых доходах, а также другую информацию, указанную в данном соглашении. За получение листинга эмитент уплачивает бирже единовременный сбор, размеры которого зависят от числа акций, включаемых в биржевой список, а затем уплачивается ежегодный взнос за поддержание листинга. После первого листинга взимается сбор за листинг

дополнительных акций, за любое изменение в капитализации компании (например, при консолидации ее акций или, наоборот, при их расщеплении), за изменения названия фирмы и другие изменения, затрагивающие биржевой листинг и требующие внесения соответствующих изменений в него.

Делистинг представляет собой исключение ценных бумаг из котировального списка. Это процедура исключения ценных бумаг компании из листинга фондового рынка. Необходимость делистинга возникает в следующих основных случаях:

- эмитент сам подал заявление на исключение его ценных бумаг из котировального листа;
- принятие регулирующим органом решения о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
- вступило в силу решение суда о недействительности выпуска ценных бумаг;
- ликвидирован сам эмитент котируемых ценных бумаг (на самом деле прекращение котирования происходит намного раньше, чем ликвидируется эмитент);
- истекли сроки допуска ценных бумаг к обращению на бирже;
- истек срок обращения определенных ценных бумаг;
- невыполнение эмитентом обязательств перед биржей, принятых при включении его ценных бумаг в котировальный лист биржи;
- несоответствие показателей, относящихся к эмитенту или его ценным бумагам, требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в котировальный лист определенного уровня.

В данном случае речь идет в основном о вынужденном делистинге.

Добровольный делистинг, или делистинг по инициативе самого эмитента, встречается достаточно редко, но в последние годы все-таки имеет место. Это связано с ужесточением требований по раскрытию эмитентом

информации о своей деятельности. В определенных конкретных условиях рынка это может вести к ослаблению конкурентных позиций эмитента, поскольку ему приходится раскрывать многие свои «коммерческие секреты» заранее, чем и могут воспользоваться его конкуренты на рынке. В этом случае преимущества листинга могут быть перекрыты потерями от собственно коммерческой деятельности компании.

6.6. Важнейшие центры биржевой торговли.

Фондовый рынок США – самый большой в мире. Существует два основных типа фондовых бирж: централизованные (NYSE, AMEX) и электронные – NASDAQ. Иностранные компании могут зарегистрировать свои акции на биржах США посредством прямого листинга либо используя механизм АДР (ГДР).

Нью-Йоркская Фондовая биржа (NYSE) - крупнейшая в мире.

Оборот до 80 млрд. долл. в день; список торгуемых ценных бумаг – около 2500 эмитентов.

Торговля на бирже осуществляется через так называемых **специалистов**, (маркет-мейкеров), располагающихся в торговом зале. Специалисты выполняют заказы брокеров, а те, в свою очередь – клиентов. NYSE одна из немногих мировых бирж, где торги проводятся с участием людей – как дань сложившейся на этой бирже традиции.

Листинг на NYSE- самый строгий в мире - дает возможность привлечь капитал на внешних рынках, повысить ликвидность ценных бумаг, расширить розничную и институциональную базу инвесторов, повысить имидж компании, узнаваемость ее брендов.

У иностранных частных компаний есть возможность выбрать один из двух вариантов прохождения листинга на NYSE: либо листинг по правилам, установленным специально для иностранных компаний с уже существующим

ликвидным рынком акций за пределами США; либо по стандартам, применяемым к американским компаниям. В первом случае фирмы имеют право использовать акции и активы, расположенные в любой стране мира. Во втором - только акции и активы, находящиеся в США.

Компания, которая хочет проводить листинг на NYSE в качестве иностранной, должна отвечать следующим критериям:

- размер и объем торгов - не меньше 5 тыс. акционеров, во владении каждого из которых находится не менее 100 акций;

- количество акций в публичном обращении - не менее 2,5 млн акций, не принадлежащих инсайдерам компании или контролирующим компанию акционерам, членам их семей и другим концентрированным владельцам более 10% акций;

- рыночная стоимость акций в публичном обращении - не менее \$100 млн. для компании, планирующей первоначальное размещение акций, необходимо письменное подтверждение от андеррайтера относительно ожидаемой стоимости акций в публичном обращении после IPO.

Компания также должна удовлетворять одному из следующих критериев:

- совокупные доходы до вычета налогов за последние три года - не менее \$100 млн, а минимальный доход до вычета налогов за любые два из последних трех лет - не менее \$25 млн;

- рыночная капитализация 1 - стоимость всех акций фирмы, установленная котировкой на фондовой бирже, не должна опускаться ниже \$500 млн, выручка - ниже \$100 млн за последние 12 месяцев, а совокупный операционный денежный поток за последние три года - ниже \$100 млн;

- рыночная капитализация 2 - стоимость всех акций фирмы, установленная котировкой на фондовой бирже, не должна опускаться ниже \$1 млрд, размер выручки - не менее \$100 млн за последний год.

NASDAQ – электронная биржа, охватывающая Северную Америку – 4000 эмитентов;

Лондонская фондовая биржа (LSE) – дневной оборот около 30 млрд. долл.;

Токийская биржа – около 20 млрд. долл.

Биржи КНР (Шанхай и Шэньчжень) – до 50 млрд. долл.

Крупнейшие российские фондовые биржи (ФБ):

Московская Биржа (<http://moex.com/>), полное наименование: Публичное акционерное общество "Московская Биржа ММВБ-РТС". Является крупнейшим российским биржевым холдингом, созданным в 2011 году в результате слияния ММВБ (Московской межбанковской валютной биржи), основанной в 1992 году, и биржи РТС (Российской торговой системы), открытой в 1995 году.

Московская биржа является организатором торгов акциями, облигациями, производными финансовыми инструментами, валютой и драгоценными металлами. В состав холдинга входит центральный депозитарий (НКО ЗАО «Национальный Расчетный Депозитарий», сокращенно – НРД), а также крупнейший клиринговый центр — Банк «Национальный Клиринговый Центр».

В 2013 г. состоялось первичное размещение акций биржи на собственной площадке. Совокупный объем размещения составил 15 млрд. рублей. Новыми акционерами биржи стали десятки российских и международных инвестиционных фондов, сотни российских частных инвесторов¹. Рыночная капитализация по итогам размещения составила 127 млрд руб. По состоянию на май 2015 года рыночная капитализация составляла 138,5 млрд руб.

По состоянию на 16.03.2015 крупнейшими акционерами биржи являются: Банк России (11,73 %) , Сбербанк (9,99 %), Внешэкономбанк (8,4 %), ЕБРР (6,06 %), «Шенгдонг инвестмент» (5,62 %), РФПИ Управление инвестициями б (5,26 %), ММВБ-Финанс (2,2 %).

На **фондовом рынке** Московской биржи проводятся торги акциями, облигациями федерального займа (ОФЗ), региональными и корпоративными облигациями, еврооблигациями, депозитарными расписками, инвестиционными паями, ипотечными сертификатами участия (ИСУ). Расчеты по акциям происходят по технологии T+2 (на второй день после заключения сделки).

На **срочном рынке** Московской Биржи обращаются: фьючерсные контракты на индексы (индекс ММВБ, индекс РТС, индекс волатильности RVI); производные инструменты на российские и иностранные акции, облигации федерального займа и еврооблигации Россия-30, валютные пары, процентные ставки; контракты на драгоценные металлы: золото, серебро, платина, палладий, медь; фьючерсы на нефть и сахар; а также опционные контракты на некоторые из этих фьючерсов.

6.7. Международные тенденции в развитии бирж

Бурное развитие российского фондового рынка, увеличение биржевых оборотов до уровня, сравнимого с уровнем развитых рынков, делают весьма актуальной задачу дальнейшего развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, и прежде всего – торговых систем. В последние годы можно выделить следующие тенденции в развитии торговых систем в мире:

1. Консолидация бирж.

Доминирующей тенденцией в последние годы является ускоренная консолидация, или горизонтальное объединение, торговых систем с целью снижения затрат и концентрации ликвидности. Особенно активно эти процессы идут в Европе в связи с созданием единой валютной зоны и тенденциями к интеграции финансовых рынков в регионе. Проявлением этой тенденции стало создание биржи Euronext (2000 г.), объединившей рынки

Франции, Нидерландов, Бельгии, позже Португалии (2002 г.) и ставшей крупнейшей биржей континентальной Европы.

Все более консолидированной становится фондовая инфраструктура стран Северной Европы и Прибалтики. В настоящее время OM Group, управляющая Стокгольмской фондовой биржей, а также биржи Норвегии, Дании и Исландии входят в образованный ими альянс Norex. В свою очередь, Хельсинкская биржа (HEX) владеет и управляет Таллиннской и Рижской фондовыми биржами, ведутся переговоры о включении в эту систему и Вильнюсской биржи.

В мае 2003 г. OM и HEX объявили о слиянии и создании группы OM HEX, которая может выступить в качестве основы единого фондового рынка северных стран Европы и Прибалтики (pan-Nordic bourse). Однако, по оценкам аналитиков, это будет лишь промежуточный этап консолидации. Впоследствии это объединение, скорее всего, будет поглощено одной из ведущих европейских бирж.

На фоне европейской консолидации и повышения привлекательности основных центров фондовой торговли (в Европе их три - LSE, Euronext, Deutsche Bourse) постепенно теряют свое значение национальные рынки и биржи ряда стран Европы - Австрии, Польши, Венгрии и др.

Примером процесса консолидации биржевых структур на российском рынке можно считать создание в 2011 г. Московской Биржи.

2. Универсализация

В последнее время имеет место универсализация биржевой деятельности, состоящая в концентрации в рамках одной торговой системы или холдинга различных типов финансовых рынков и инструментов с целью сокращения стоимости транзакций и повышения качества обслуживания участников рынков.

Наиболее часто происходит объединение в одной структуре **фондового и срочного** рынков. Последние примеры - поглощение биржей Euronext

Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов (LIFFE) в ноябре 2001 г., а также планы создания London stock exchange (LSE) и OM Group биржи производных EDX London.

Отсутствие рынка производных инструментов в структуре фондовой биржи (в частности, LSE) признается в настоящее время существенным конкурентным недостатком. Два из трех ведущих центров европейской фондовой торговли в настоящее время имеют в своей структуре развитые фьючерсные рынки - Deutsche Bourse-Eurex и Euronext-LIFFE.

Наличие биржевых рынков производных не только предоставляет дополнительные возможности участникам фондового рынка, в частности, по хеджированию рисков, но и позволяет биржам получать стабильные доходы. Как показало проведенное недавно исследование, европейские фондовые биржи, одновременно проводящие операции с деривативами, имеют наилучшие перспективы развития. В 2002 г., несмотря на некоторое сокращение доходов от фондовых операций в связи с падением фондового рынка, доходы и прибыль Deutsche Bourse и Euronext увеличились за счет резкого роста доходов по операциям с производными, активность по которым резко возросла в связи с необходимостью хеджирования рисков участниками фондового рынка в условиях спада. Сегодня Eurex обеспечивает половину общей прибыли Deutsche Bourse. В течение нескольких последних лет объединения фондовой и фьючерсной бирж прошли также в Йоханнесбурге (1998 г.), Сингапуре (1998 г.), Гонконге (1999 г.) и Париже (1999 г.).

Универсализация деятельности бирж выражается в настоящее время в формировании холдингов, занимающихся кроме традиционной биржевой деятельности оказанием других финансовых услуг - клиринговых, депозитарных, кастодиальных. Наиболее яркий пример - Deutsche Bourse - холдинг, в который входят: Франкфуртская фондовая биржа, электронная торговая система Xetra, биржа деривативов Eurex, Clearstream, подразделение

информационных услуг, занимающееся распространением биржевой информации, а также компании информационных технологий, в частности компании XLaunch для организации электронных рынков и IT-аутсорсинга.

В холдинг Сингапурской биржи, образованный в результате реформы финансового сектора страны в конце 1999 г., помимо бирж по торговле ценными бумагами и их производными, входят Центральный депозитарий, клиринговый центр по торговле производными ценными бумагами, компания по решениям в области информационных технологий.

3. Стремление к экспансии

Крупнейшие мировые биржи постепенно начинают апробировать стратегию открытия дочерних структур в других странах. Особой активностью в этом направлении отличается американская NASDAQ, создавшая Nasdaq Japan, Nasdaq Europe (в результате приобретения бельгийской биржи Easdaq) и Nasdaq Deutschland. Правда, торги на них активно не велись. Проблема в том, что эти системы создавались в расчете на развитие Интернет-бума на фондовом рынке и прихода на него большого количества мелких и средних технологических компаний. Сейчас, как известно, этот процесс сильно затормозился, и планам экспансии NASDAQ не суждено было сбыться. В 2002 г. была закрыта Nasdaq Japan, а в конце июня текущего года компания подтвердила решение о закрытии Nasdaq Europe и выходе из всех совместных проектов в Европе, в том числе из проекта с LIFFE по торговле фьючерсами на акции. В ближайшие годы NASDAQ планирует снова сконцентрироваться на американском рынке, на привлечении IPO и торговле акциями.

Политика экспансии ведется и по другую сторону Атлантики. Биржа деривативов Eurex объявила о планах создания собственной биржи производных в США, на которой она планирует организовать электронную торговлю ключевыми американскими производными инструментами, торгующимися в настоящее время на чикагских биржах. Более того, Eurex

уже заключила соглашение с чикагской Клиринговой корпорацией Совета по торговле (BOTCC), которая в течение более 80 лет обслуживала Чикагскую биржу CBOТ, но теперь будет осуществлять клиринг по сделкам на новой бирже.

4. Концентрация элементов инфраструктуры

В США процесс концентрации депозитарных и клиринговых услуг завершился в начале 2002 г. формированием The Depository & Clearing Corporation (DTCC) - холдинговой компании, принадлежащей основным операторам фондового рынка - ведущим банкам, брокерам/дилерам, взаимным фондам, а также NASD и NYSE.

DTCC является основной компанией, осуществляющей клиринг, расчеты и оказание депозитарных услуг по акциям, государственным, муниципальным и корпоративным долговым инструментам, паям взаимных фондов, инструментам денежного рынка и другим активам на биржевом и внебиржевом фондовом рынке США. В холдинг DTCC входят одна депозитарная и пять клиринговых компаний: The Depository Trust Company (DTC) - центральный депозитарий; National Securities Clearing Corporation (NSCC) - клиринг по акциям, муниципальным и корпоративным долговым обязательствам, паям взаимных фондов, инструментам денежного рынка и другим активам; Government Securities Clearing Corporation (GSCC) - клиринг по государственным ценным бумагам и ценным бумагам государственных агентств; MBS Clearing Corporation (MBSCC) - клиринг по ценным бумагам, обеспеченным закладными (ипотечные ценные бумаги); Emerging Markets Clearing Corporation (EMCC) - клиринг по ценным бумагам развивающихся рынков; European Central Counter Party Limited (EuroCCP) - клиринг в рамках трансграничной торговли ценными бумагами в Европе.

В Европе сформировалось два основных расчетных депозитария - Clearstream International и Euroclear. Clearstream International была создана в январе 2000 г. путем слияния Cedel International (Люксембург) и Deutsche

Boerse Clearing (Германия) и в настоящее время полностью принадлежит Deutsche Boerse Group. Euroclear объединила CIK (Бельгия), Necigef (Нидерланды), Sicovam (Франция) и CREST (Великобритания).

В июне 2003 г. объявлено о слиянии двух европейских клиринговых палат - London Clearing House и Clearnet и образовании объединенной клиринговой компании LCH.Clearnet. Компания будет осуществлять клиринг сделок по акциям на биржах LSE, Euronext, LIFFE, LME, IPE и др.

5. Обострение конкуренции

Одним из определяющих факторов развития современных бирж является их конкуренция с электронными торговыми площадками. Модель электронной биржи сегодня становится преобладающей. Даже в процессе голосовых торгов (pit-based) до 70% операций осуществляется с помощью электронных систем. Практически все ведущие европейские биржи полностью перешли на электронные торговые системы - это LSE, LIFFE, Paris Bourse и др.

Голосовые торги продолжают активно вестись только на Международной нефтяной бирже (IPE) в Лондоне, да и то, скорее, в силу известного британского консерватизма и привязанности к традициям. Устойчивыми к экспансии электронных торговых систем остаются пока американские биржи: на NYSE, CME, CBOT, CBOE, AMEX продолжают голосовые торги.

Все больше бирж переходят на унифицированные технологические стандарты в области торгов и расчетов, в том числе путем продажи технологий и аутсорсинга. Электронная торговая система биржи Eurex используется на бирже HEX, электронная система Xetra (Deutsche Borse) используется на фондовых биржах Дублина и Вены.

6. Акционирование

В последние годы происходит активный процесс акционирования биржевых структур - переход от некоммерческих (бесприбыльных)

партнерств к акционерной форме собственности с целью повышения конкурентоспособности биржевых структур и привлечения инвестиций для развития. Часть бирж становится открытыми акционерными обществами и выводит собственные акции на торги. Сегодня на рынке уже котируются акции LSE, Deutsche Bourse, CME и др. Токийская фондовая биржа (TSE) готова начать открытую торговлю своими акциями в 2005 г.

До 80% членов Международной федерации бирж (FIBV), являющихся некоммерческими партнерствами, в перспективе собираются акционироваться.

Глава 7. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЦБ

В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности производный финансовый инструмент (дериватив) имеет три признака:

- 1) стоимость его зависит от величины "базисного актива", например курса иностранной валюты, ценной бумаги, ставки процента и т.п.;
- 2) для его приобретения необходимы небольшие первоначальные инвестиции по сравнению с другими контрактами, курс которых аналогичным образом реагирует на изменения рыночной конъюнктуры;
- 3) расчеты по контракту осуществляются в будущем.

Основными деривативами на РЦБ являются фьючерсные и опционные контракты.

7.1. Фьючерсные контракты

Фьючерс - это соглашение о купле или продаже некоторого актива в определенном количестве в зафиксированный срок в будущем по цене, оговоренной сегодня – фьючерсной цене, или цене исполнения контракта.

Фьючерсный контракт представляют две стороны: покупатель и продавец. Покупатель берет на себя обязательство произвести покупку в оговоренный заранее срок. Продавец берет на себя обязательство произвести продажу в оговоренный заранее срок. Эти обязательства определяются наименованием актива, размером актива, сроком фьючерса и ценой, оговоренной сегодня.

Фьючерсы обычно имеют определенный стандартный размер или количество, которое называется контрактом. Например, фьючерсный контракт на свинец (LME) составляет 25 тонн металла, фьючерс на валюту равен 100 000 евро а фьючерс на акции ОАО «Газпром» на фондовой бирже РТС (FORTS) - 100 акций. В связи с такой стандартизацией покупатель и продавец знают количество, которое будет поставлено при исполнении контракта. В торгах может принимать участие только целое количество контрактов.

Поставка по фьючерсным контрактам производится в зафиксированные сроки - дату поставки. Дата поставки - это определенный срок, когда покупатель непосредственно приобретает товар, (валюты, ценные бумаги), а продавцы получают за него деньги. Исполнение фьючерсного контракта может осуществляться и без реальной поставки актива. В последнем случае фьючерсный контракт называется расчетным. При наступлении даты поставки биржа производит расчеты между покупателем и продавцом контракта – разница между фьючерсной ценой и ценой на рынке спот на дату исполнения списывается со счета «проигравшей» стороны и зачисляется на счет «выигравшей».

На рис.7.1 приведена зависимость финансового результата операции покупки/продажи фьючерсного контракта от цены спот S актива на рынке. Из рисунка видно, что, если на дату исполнения контракта цена на рынке спот оказывается выше цены исполнения фьючерса, то покупатель получает прибыль, равную разности этих цен, а продавец – такой же убыток. Таким образом, при операциях с фьючерсами операционная прибыль одной стороны

в сделке всегда равна убытку другой.

Технически фьючерсы могут обращаться только на биржах. Эквивалентные внебиржевые продукты называются **форвардами**.

Гарантийное обеспечение и вариационная маржа

Поскольку фьючерсный контракт - это обязательство на совершение или принятие поставки базового актива в дату окончания срока действия или до нее, всегда существует финансовое соотношение между ценой фьючерса и ценой наличного актива. Это означает, что независимо от реального соотношения в течение срока действия фьючерсного контракта его цена должна слиться с ценой базового актива в дату окончания действия фьючерса. Таким образом, финансовый результат от операции с фьючерсным контрактом будет зависеть от соотношения цены исполнения контракта, E , и цены базового актива на рынке спот, S .

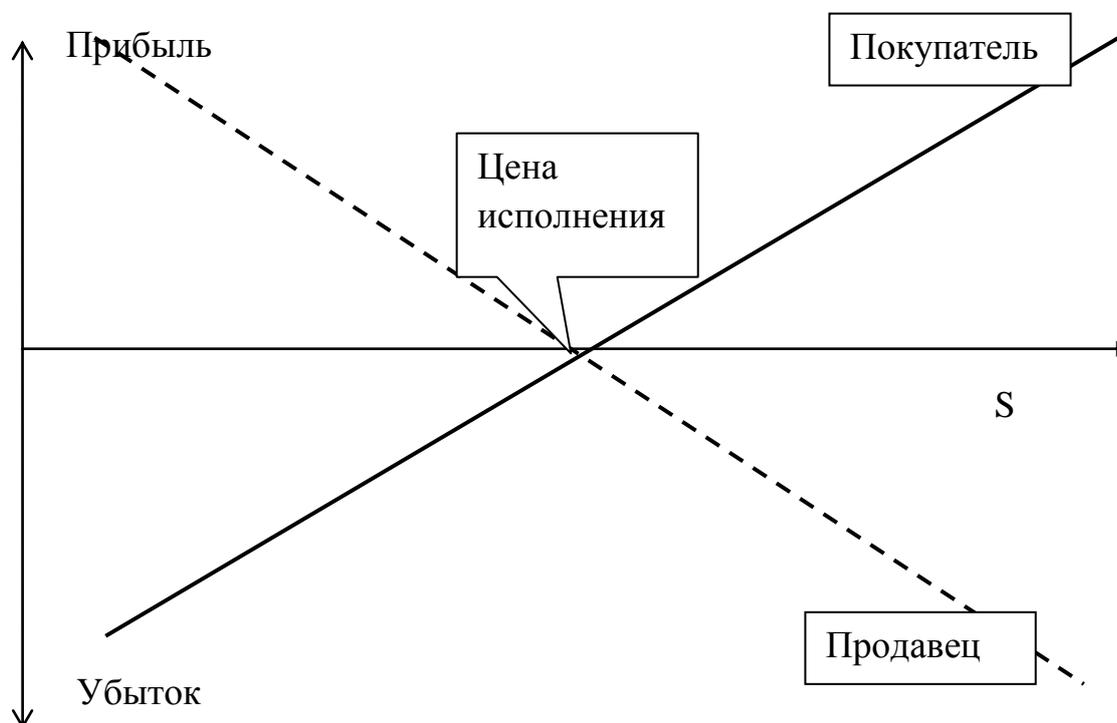


Рис.7.1. Зависимость финансового результата операции покупки/продажи фьючерсного контракта от цены спот S актива на рынке

На практике только относительно небольшое количество всех фьючерсных контрактов завершаются реальной поставкой. В настоящее время на рынке фьючерсных контрактов преобладают так называемые расчетные фьючерсы, по которым не предполагается поставка активов в дату исполнения контракта. При наступлении расчетной даты Расчетная Палата просто производит перерасчет между Покупателем и Продавцом на основе сложившегося соотношения S и E . Для того, чтобы такой перерасчет был возможен, каждая из сторон при заключении сделки обязана внести в Расчетную Палату гарантийное обеспечение контракта (ГО), величина которого определяется Биржей и зависит от вида базового актива.

Расчетная Палата непрерывно ведет расчет разницы между текущим значением цены фьючерсного контракта и цены исполнения. Эта разница – **вариационная маржа**, VM , в конце торговой сессии Биржи суммируется с гарантийным обеспечением. Если вариационная маржа оказывается отрицательной, то остаток средств на счете участника торгов снижается, и при достижении остатком средств некоторого предельного значения Биржа может потребовать от клиента пополнения счета либо ликвидации контракта. Если таких действий со стороны клиента не последует, Правила торгов позволяют Бирже ликвидировать контракт принудительно (*margin call*).

Рыночная цена контракта

По сути, фьючерсная цена определяется исходя из текущей рыночной цены базового актива, действующих процентных ставок (принцип временной стоимости денег), затрат на хранение, страховку и транспортировку - для товарных фьючерсов и любого дохода, не полученного из-за отсутствия позиции по наличному инструменту. Теоретически правильной (оптимальной) будет такая цена, в которой нет финансовой разницы (т.е. нет возможности арбитража) между покупкой (или короткой продажей) базового инструмента и короткой продажей (или покупкой) фьючерса.

Структура цены, например, товарного фьючерса должна определяться с учетом издержек, связанных с физическим товаром и может быть рассчитана следующим образом.

Пример.

Если цена наличного инструмента равна 1000, рыночная процентная ставка $r = 10\%$ годовых, а расходы на хранение, страховку и транспортировку составляют $x = 6\%$ годовых, то цена трехмесячного фьючерса равна:

Стоимость базового актива, S	1000,00
Затраты на финансирование $10\% \times 3$ месяца	25,0
<u>Хранение, страховка и т. д. $6\% \times 3$ месяца</u>	<u>15,0</u>
Итого:	1040,00

Таким образом, оптимальная цена фьючерса на этот товар на три месяца составит 1040,00 при наличной цене 1000. В этом примере не учитываются расходы на заключение сделок и на гарантийное обеспечение.

Для расчетного или финансового фьючерсного контракта – например, на акции – в цене не будут учтены не только затрат на хранение, страховку или транспортировку, но во многих случаях, сама инвестиция будет приносить доход (т. е. проценты или дивиденды).

Следовательно, это должно быть отражено в расчете справедливой фьючерсной цены.

7.2. Опционы

Опционы (options). Опционный контракт дает его покупателю (держателю) право, но не обязывает, принять (опцион **call**) или осуществить поставку (опцион **put**) базового актива по заранее согласованной цене страйк (или цене исполнения, E) к заранее определенной дате (американский стиль)

или только в такую дату (европейский стиль) при оплате **премии** (цена опциона) продавцу (надписателю) опциона.

В отличие от фьючерсного контракта, где покупатель и продавец находятся в равном положении, продавец опциона несет обязательство по выполнению условий контракта, если этого потребует покупатель опциона, т. е. только покупатель имеет право решать, будет ли исполняться контракт.

Таким образом, покупатель опциона имеет определенные правовые преимущества перед продавцом, за что и платит продавцу премию опциона. Обычно для биржевых продуктов предлагается не только ряд сроков окончания действия (экспирации), но и спектр цен исполнения.

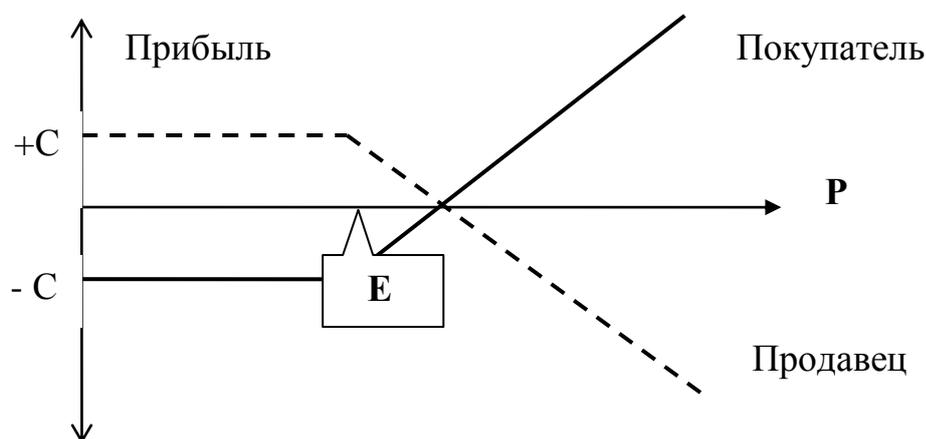


Рис 7.2. Зависимость финансового результата операции с опционом call для продавца и покупателя от цены актива на рынке спот P .

C – премия (цена) опциона call; E – цена исполнения опциона

На рис. 7.2, 7.3 приведены зависимости финансового результата операции покупки опциона call от цены спот P актива на рынке.

На товарных рынках многие опционы основаны не на базовом активе, а на фьючерсном контракте на этот базовый актив - именно этот фьючерс и

подлежит поставке. Следует особо подчеркнуть, что на фьючерсных и опционных рынках существует дополнительная терминология, значительно отличающаяся от терминологии основных инструментов.

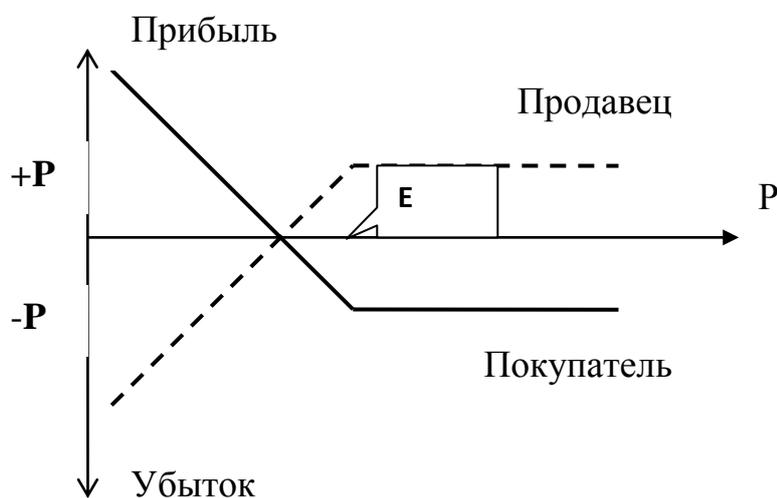


Рис.7.3. Зависимость финансового результата операции с опционом put для продавца и покупателя от цены актива на рынке спот P .

P – премия (цена) опциона put; E – цена исполнения опциона

Основные направления использования срочных инструментов – хеджирование рисков и получение дохода на финансовых рынках.

Для **продавцов** опционных контрактов установлены определенные размеры гарантийных обеспечений.

Цена контрактов. Существует четыре фактора (а для опционов на акции и облигации пять факторов), влияющие на цены опционов. К числу таких факторов относятся:

- рыночная процентная ставка r (где можно получить доход от неиспользованных средств, вместо покупки базового инструмента);

- волатильность (изменчивость цены) базового актива (где она является мерой того, как быстро повышается и снижается цена базового актива и частоты таких изменений);
- внутренняя стоимость;
- время до окончания действия (чем больше времени остается до окончания срока действия опциона, тем больше возможности того, что он наберет внутреннюю стоимость);
- доходы (если есть возможность получить дивиденды или проценты по базовому активу);

Внутренняя стоимость опциона.

Ценой опциона называется премия по нему, состоящая из двух частей, а именно: внутренней стоимости и временной стоимости:

$$\text{Цена опциона} = \text{Временная стоимость} + \text{Внутренняя стоимость}$$

Внутренняя стоимость представляет собой любую реальную денежную сумму, которую мог бы получить держатель опциона (Покупатель), если бы опцион был исполнен немедленно. Она определяется соотношением цены исполнения опциона, E , и рыночной цены базового актива, S . Эта величина может быть определена путем вычитания цены исполнения из цены базового актива для опциона Call и вычитания цены базового актива из цены исполнения для опциона Put.

Если опцион имеет внутреннюю стоимость, говорят, что он “при деньгах”, но если он не имеет внутренней стоимости (т. е. фактически это отрицательная величина), то говорят, что он “без денег”.

Временная стоимость опциона.

Временная стоимость - это часть премии, остающаяся после вычитания из нее внутренней стоимости. Следовательно, премия по опциону может

состоять: полностью из временной стоимости или из внутренней и временной стоимости.

Таким образом, временную стоимость нельзя рассчитать прежде, чем будет определена внутренняя стоимость.

Поскольку опцион - это право, но не обязанность для его держателя (и, таким образом, он может остаться неиспользованным, т. е. неисполненным), временная стоимость отражает готовность инвестора заплатить премию за остаток риска того, что опцион приобретет внутреннюю стоимость с текущего момента до момента его исполнения (экспирации).

Итак, цена опциона равна тому, что один инвестор готов платить за это право по сравнению с тем, что другой инвестор готов получить за обязательство поставки базового актива по цене исполнения.

В теории опционов существует теорема паритетов цен опционов call и put, которую можно выразить следующим соотношением:

$$P(t) + S = C(t) + E/(1+rT), \quad (7.1)$$

Где: $P(t)$ - цена (премия) опциона put (на продажу) с исполнением в периоде t ;

S – цена базового актива на рынке спот;

$C(t)$ – цена опциона call;

E – цена исполнения опциона;

r – процентная ставка по альтернативным инвестициям;

T - относительное время.

Данное соотношение получено исходя из предположения, что доход от продажи актива по цене спот плюс цена опциона на продажу (левая часть равенства) должны равняться сумме доходов от исполнения опциона на покупку, дисконтированной к настоящему периоду.

7.3. Основные направления использования деривативов

Фьючерсы могут использоваться в различных ситуациях. Обычно это:

- спекулятивные операции с целью извлечения большого дохода при очень высоком риске;
- арбитраж – операции, связанные с получением дохода из-за несоответствия цен, имеющие низкий риск;
- хеджирование.

Спекулянт ищет высоких доходов за счет большого риска. Его действия основаны на ожидаемом движении рынка. Если предполагается, что цены на базовый актив в будущем повысятся, то спекулянт занимает «длинную» позицию, т.е. покупает фьючерсный контракт с тем, чтобы продать его впоследствии по более высокой цене.

В случае предполагаемого падения цены спекулянт занимает «короткую» позицию, т.е. продает фьючерс с целью купить его в будущем дешевле.

Фьючерсные контракты предоставляют спекулянту самые благоприятные возможности для деятельности. Их безусловное преимущество по сравнению, например, с ценными бумагами, состоит в следующем:

1. Фьючерсные контракты дают возможность легко занимать как длинную, так и короткую позицию. В то же время занять короткую позицию непосредственно по ценным бумагам достаточно сложно – их нужно предварительно взять в долг, а затем вернуть, уплатив проценты за кредит. Таким образом, короткая позиция по ценным бумагам, по сравнению с позицией на фьючерсном рынке, сопряжена с дополнительными затратами со стороны спекулянта.
2. Операции с фьючерсными контрактами позволяют использовать эффект левириджа (финансового рычага). Открывая позицию по фьючерсу, спекулянт должен иметь на счете сумму, равную гарантийному обеспечению

данного контракта, которое обычно составляет 10 – 20 % от стоимости соответствующего базового актива. В то же время весь доход от операции (и убыток, к сожалению, тоже!) поступает к спекулянту в полном объеме.

3. Комиссионное вознаграждение брокера при операциях на фьючерсном рынке, как правило, ниже, чем при работе с реальными активами.

Несмотря на все преимущества, работа с фьючерсными контрактами не рекомендуется начинающим и консервативным инвесторам из-за высокого уровня риска, свойственного спекулятивным операциям с использованием финансового рычага. Эффект левириджа дает возможность много и быстро заработать, если спекулянт угадает направление движения цены, но легко поможет и «обнулить» счет в случае ошибки спекулянта. При этом потери при принудительном закрытии позиции – «margin call» - могут носить катастрофические для спекулянта размеры.

Целью **арбитражера** являются доходы без риска за счет рыночных ценовых несоответствий.

Существует много форм арбитражных операций, проводимых на рынках акций и производных финансовых инструментов. Наличие, например, на фьючерсном рынке у каждого базового актива нескольких контрактов с различными датами их исполнения позволяет совершать операции на основе продолжительности действия контракта. При этом участники рынка оценивают аномалии в ценах по разным датам исполнения, особенно на основании ожидаемого процентного дохода по соответствующим датам.

Возможно, например, использование пары фьючерс - базовый актив (т.е. фьючерс на акцию – акция) для получения прибыли. Такая тактика поведения на рынке характеризуется практически полным отсутствием риска, но и доходность операций в этом случае невелика.

Фьючерсные контракты изначально были предназначены для создания механизма **хеджирования** (страхования) для производителей и потребителей товаров (hedge – ограда, изгородь; - ограждать, страховать себя от

возможных потерь). Главной целью использования фьючерсных контрактов было предоставить средство, при помощи которого как производители, так и потребители могли установить гарантированные цены, по которым они могли бы обеспечить получение или осуществить поставку своих товаров.

Теория фьючерсного хеджирования основана на компенсации убытков на розничном рынке. В соответствии с этим два первых главных способа использования производных инструментов, описываемых ниже, получили название “хедж производителя” и “хедж потребителя”.

Хотя эти термины появились на товарных рынках, они в равной мере относятся и к инструментам рынка ценных бумаг. Оба эти способа рассматриваются с точки зрения того, является ли инвестор владельцем базового товара (т. е. имеет ли он длинную позицию по ценной бумаге) или он желает приобрести ценную бумагу в какую-то дату в будущем (т. е. у него короткая позиция).

Длинный хедж.

Если инвестор уже владеет ценной бумагой, но желает продать ее в какое-то время в будущем или защитить ее стоимость от падения цены, он может продать фьючерсные контракты, отражающие то количество ценных бумаг, которое он хочет продать. В этом случае он занимает длинную позицию по базовому активу и короткую – по фьючерсному контракту.

Например, текущая рыночная цена акции составляет 100 руб., и инвестор хочет продать ее через три месяца (или защитить ее стоимость от падения цены в следующие три месяца). В обычных условиях фьючерсная цена на акцию превышает цену на рынке спот. Пусть в нашем примере она буде равна 102, 5 руб. Таким образом, хедж заключается в продаже фьючерсных контрактов (охватывающих имеющееся количество акций) по 102,5 против имеющихся в наличии акций. Через три месяца инвестор

должен будет поставить акции для расчета по фьючерсному контракту и, следовательно, он зафиксировал цену поставки на уровне 102,5 руб.

Если цена акции на рынке спот на дату истечения срока действия контракта упадет, например, до 95 руб., то этот хеджер, при необходимости, действительно вынужден будет продать акции по 95 руб. Однако, он получит 7,5 руб. в виде поступлений по вариационной марже и, соответственно, все равно зафиксирует цену продажи 102,5 руб.

Если цена, наоборот, поднимется до, скажем, 110 руб., то хеджер осуществит бы поставку акций по 110 руб., выиграет на спотовом рынке $110 - 100 = 10$ руб. с каждой акции, но потеряет на отрицательной вариационной марже $110 - 102,5$ руб., что в результате даст ту же цену продажи 102,5 руб.

Следовательно, совершая продажу через фьючерс, инвестор заранее соглашается на то, что он не получит выгоды от подъема цены выше этого уровня.

Короткий хедж.

Если инвестору необходимо приобрести базовый актив в будущем, но требуемых для покупки средств сейчас не имеется, или ему не нужна поставка этого актива ранее, чем, например, через три месяца, то убытки может принести возможность повышения цены базового актива к тому времени, когда инвестор будет готов к покупке ценных бумаг.

Короткий хедж предполагает длинную позицию по фьючерсу и короткую позицию по ценной бумаге.

Опционы могут использоваться для получения прибыли и хеджирования позиций на рынке.

Покупка опциона Call, например, используется, если ожидается рост цен на определенный актив. Риск инвестора при покупке опциона Call ограничивается премией, которую он платит за опцион. При этом риску

подвергается вся премия, и можно потерять 100% своих инвестиций, несмотря на небольшую сумму вложений.

Опционы call, следовательно, могут использоваться и для страховой защиты (хеджирования).

Если инвестор решил купить конкретный актив, но не уверен, что сейчас для этого подходящий момент (т. е. цена, возможно, продолжает снижаться), он может приобрести опцион call. Если цена поднимется, он сможет получить большую часть выгоды от такого повышения, но если цена упадет, его убытки будут ограничены величиной уплаченной премии.

Покупка опционов Put аналогичным образом используется для защиты от падения цены базового актива.

Продажа опционов Call эффективна в том случае, если ожидается снижение цены базового актива в будущем. В этом случае доход продавца составит сумму, равную полученной им премии.

В случае же роста цены выше цены исполнения опциона Продавец несет неограниченные убытки.

Продажа опционов Put может использоваться в том случае, если инвестор ожидает рост цены базового актива. Однако, как и при продаже опциона Call, в случае ошибки инвестор рискует понести неограниченные убытки.

Таким образом, продажа опционов есть весьма рискованная операция, которая может привести к существенным потерям. В связи с этим хеджирование рыночных позиций производят только покупками опционов

7.4. Деривативы на финансовых рынках

Объемы торгов производными финансовыми инструментами в мире в последние 15-20 лет растут очень высокими темпами. Это характерно как для рынков биржевых товаров – нефти, металлов, сельхозпродукции – так и

рынка ценных бумаг. По данным Bank of International Settlements, за два года - с июня 2006 г. по июнь 2008г. – валовая стоимость только внебиржевых (ОТС) деривативов в мире увеличилась более чем в два раза и достигла суммы, превышающей 20,35 трлн. долларов США.

При этом с течением времени изменилась сама концепция использования деривативов на финансовых рынках. Традиционное представление об устройстве финансовой системы, существовавшее до середины 1970-х годов, предполагала следующую логику стоимостных пропорций:

1. Компании владеют реальными активами, составляющими основу экономики;
2. Активы служат обеспечением для выпущенных ценных бумаг;
3. Деривативы служат для хеджирования рисков на рынке ценных бумаг.

В этом случае стоимость активов, ценных бумаг и деривативов выстраивается в пирамиду, где объемы располагаются в порядке убывания (рис. 7.4, а).

В последние десятилетия, после появления публикации Ф. Блэка и М. Скоулза [Black, Scholes, 1973] по ценообразованию на финансовые опционы, вызвавшей лавинообразное внедрение производных финансовых инструментов в практику, произошло кардинальное изменение соотношения стоимости финансовых инструментов на рынке (рис. 7.4, б). Логика построения стоимостной пирамиды изменилась:

1. Компании по-прежнему владеют активами, но для их обновления в условиях быстрого роста и инновации нужны инвестиции в больших объемах;
2. Ценные бумаги дают необходимые для роста инвестиции. Однако, ожидаемый рост компаний не всегда реализуется при жесткой конкуренции;
3. Возникающий высокий риск хеджируется инвесторами с помощью производных финансовых инструментов.

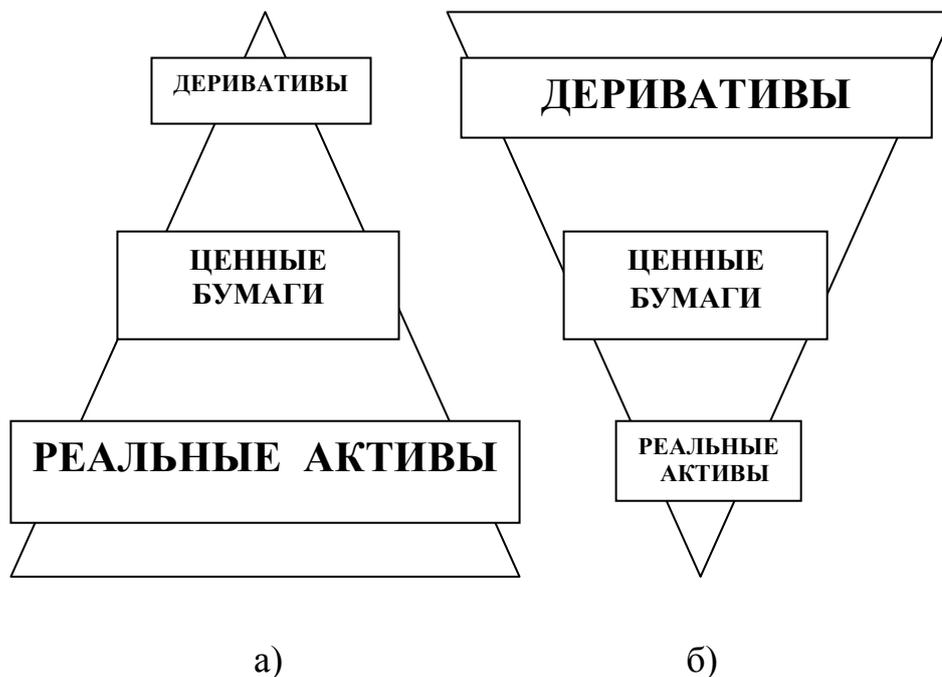


Рис. 7.4. Стоимостные пирамиды финансовых инструментов:

а) традиционная; б) современная

Чтобы убедиться в этом, достаточно ознакомиться с итогами торгов на в один из дней на срочной секции биржи (табл. 7.1).

Таблица 7.1.

Итоги торгов на Фондовой бирже РТС 13 апреля 2009 г.

ОБЪЕМЫ ТОРГОВ		USD [16:50]
Общий объем сделок		641 585 204
Фондовый рынок		2 633 159
Фьючерсы и опционы FORTS		601 151 166
- вечерняя сессия FORTS		34 626 379
Внебиржевые сделки		37 697 270

Глава 8. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

8.1. Понятие первичного рынка

Первичный рынок ценных бумаг - это отношения между его участниками, в результате которых ценные бумаги выпускаются в обращение (появляются на рынке) [1]. Основой первичного рынка являются отношения между лицом, выдающим ценную бумагу и обязанным по ней - эмитентом, и лицом, получающим ценную бумагу - владельцем ценной бумаги, инвестором.

Понятие «**выпуск**» имеет два значения:

1) как объект, т. е. как **определенное количество ценных бумаг**.

В Федеральном Законе «О рынке ценных бумаг» выпуск эмиссионных ценных бумаг - это совокупность ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих их владельцам одинаковый объем прав и имеющих одинаковую номинальную стоимость. Здесь понятие «выпуск» имеет значение только объекта.

2) как процесс или действие. Когда говорят, например, о выпуске ценной бумаги в обращение, имеют в виду процесс ее появления на рынке. В этом состоит неудобство обычного использования данного понятия.

Размещение эмиссионных ценных бумаг - это отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок. В результате в Законе термин «выпуск» имеет значение только **объекта**, а термин «размещение» - только **процесса**, совершаемого с ценной бумагой.

В Законе устанавливается также и третье ключевое понятие - «эмиссия». **Эмиссия** - это последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Размещение представляет один из этапов процедуры эмиссии, это только часть более общего понятия - «эмиссия».

Логическая связь приведенных в Законе понятий следующая. Эмитент выводит на рынок определенное количество своих ценных бумаг, называемое выпуском, строго соблюдая последовательность действий - эмиссию, одним из равнозначных этапов которой является собственно сам процесс отчуждения, т.е. размещение.

Эмиссию надо отличать также от **выдачи** или **распространения** ценных бумаг.

- Если ценная бумага выпускается в единичных или небольших количествах и у нее имеется всего один или немного владельцев, то в таких случаях говорят, что она выдана или выписана (например, вексель).
- Если какая-то ценная бумага выпускается в достаточно больших количествах, и поэтому число ее владельцев достаточно велико, то говорят, что она распространена среди участников рынка (например, паи ПИФ).

Основное различие состоит в том, что в основе эмиссии ценных бумаг лежит государственная регистрация выпуска самих ценных бумаг, а в основе выдачи или распространения ценных бумаг - государственная регистрация соответствующих правил.

Первичный рынок есть более широкое понятие, чем эмиссия. Основные различия между ними состоят в следующем:

- эмиссия - это порядок выхода на рынок только эмиссионных ценных бумаг; первичный рынок охватывает любые ценные бумаги, включая и те, у которых процедура эмиссии отсутствует;
- эмиссия есть предписываемая государством последовательность этапов выведения эмиссионной ценной бумаги на рынок; на первичном рынке эмитент может использовать (в рамках законов) самые разнообразные пути и способы выведения ценной бумаги на рынок;
- первичный рынок представляет собой совокупность всех отношений всех участников рынка по поводу отчуждения ценной бумаги, прежде всего отношений между эмитентом и инвестором; эмиссия - это процедура,

предписываемая только эмитенту, действия инвестора в ней непосредственно не регламентируются.

Ценные бумаги, размещаемые путем эмиссии, получают правовой статус «эмиссионных» ценных бумаг. По российскому законодательству к эмиссионным ценным бумагам относятся только три их вида: акция, опцион эмитента (на акции) и облигация. Все остальные российские ценные бумаги являются с юридической точки зрения неэмиссионными.

Основные причины отнесения тех или иных ценных бумаг к эмиссионным ценным бумагам следующие:

- **капитальный характер ценной бумаги.** Эмиссионная ценная бумага всегда представляет собой капитал. Она является объектом для инвестирования, так как приносит чистый доход своему владельцу в тех или иных формах;
- **значимость капитала, представляемого ценной бумагой.** Акция - это акционерный капитал, акционерные общества есть основа всего современного рыночного хозяйства. Облигации выпускаются государством и в большинстве своем теми же акционерными обществами;
- **затрагивание интересов широких слоев общества,** интересов гражданского населения страны. Регламентации эмиссии есть одна из важных форм защиты государством интересов частных лиц;
- **техническая возможность регламентации** процесса размещения ценной бумаги. Не всегда размещение ценной бумаги, даже если она размещается в достаточно больших количествах, может иметь эмиссионную форму.

В силу указанных причин любая инвестиционная ценная бумага должна иметь регламентированную государством процедуру размещения. Например, инвестиционный пай (и другие аналогичного рода инвестиционные ценные бумаги) не имеет статуса эмиссионной ценной бумаги, и его размещение в этом случае не подпадает под регулирование размещения эмиссионных ценных бумаг. Это обусловлено тем, что отсутствует сам эмитент как

юридическое лицо. Однако это не означает отсутствие государственной регламентации процедуры их выпуска (и обращения). Просто государственное регулирование процесса размещения инвестиционных паев не называется юридическим термином «эмиссия».

8.2. Эмиссия ценных бумаг

Итак, **эмиссия ценных бумаг** - это установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг.

Законом устанавливаются как процедура эмиссии, так и ценные бумаги, относимые к эмиссионным, т. е. размещаемые в соответствии с этой процедурой. Однако закон может предписывать процедуру, близкую по своему содержанию, и для неэмиссионных ценных бумаг. Например, выдача инвестиционных паев или ипотечных сертификатов участия осуществляется на условиях регулирования со стороны государства очень близких к размещению эмиссионных ценных бумаг.

Процедура эмиссии включает следующие обязательные этапы (рис.8.1):

- принятие решения о размещении эмитентом;
- утверждение решения о выпуске;
- государственную регистрацию выпуска;
- размещение;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска.

Если размещение эмиссионной ценной бумаги производится путем открытой подписки или закрытой подписки среди более чем 500 лиц (инвесторов), то процедура эмиссии дополнительно включает:

- регистрацию проспекта ценной бумаги;
- раскрытие информации о каждом этапе процедуры эмиссии.

Процедура эмиссии облигаций Банка России и государственных и муниципальных ценных бумаг регулируется иными нормативными актами.



Рис. 8.1. Процедура выпуска ценных бумаг. Вариант А отражает процедуру, при которой проспект ценных бумаг не требуется, а вариант В — процедуру, при которой проспект ценных бумаг является обязательным.

Принятие решения о размещении ценных бумаг

Решение о размещении ценных бумаг принимается различными органами управления общества в зависимости от типа выпуска и требований устава общества.

Решение о выпуске ценных бумаг утверждается советом директоров на

основании и в соответствии с решением об их размещении . Такое решение должно быть утверждено не позднее шести месяцев с момента принятия решения об их размещении . Данное требование важно, поскольку решение о выпуске ценных бумаг является основным документом, удостоверяющим права, закрепленные ценной бумагой, и права общества .

Хотя содержание решения зависит от конкретных условий каждого выпуска, в общем оно должно включать следующие сведения :

- полное наименование эмитента, место его нахождения и почтовый адрес;
- дату принятия решения о размещении ценных бумаг и наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего данное решение;
- дату утверждения решения о выпуске ценных бумаг и наименование уполномоченного органа, утвердившего данное решение;
- вид, категорию (тип) ценных бумаг, их номинальную стоимость, права владельца, закрепленные ценной бумагой, количество ценных бумаг в данном выпуске;
- условия размещения ценных бумаг.

Решение о выпуске облигаций должно включать следующие сведения:

- форму погашения облигаций (в денежной форме или в натуре);
- срок погашения (и сведения, касающиеся досрочного погашения, там, где это применимо);
- другие условия погашения, то есть размер выплаты, если допускается досрочное погашение;
- при выпуске конвертируемых облигаций — порядок их конвертации в акции;
- при выпуске облигаций с обеспечением — сведения о лице, предоставившем обеспечение, и условия такого обеспечения (в последнем случае решение должно быть также подписано лицом, предоставляющим обеспечение) ;
- при выпуске именных облигаций решение о выпуске 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 платежи должны производиться владельцу, включенному в список владельцев облигаций, даже в том случае, если облигация была отчуждена другому владельцу после даты составления списка владельцев облигаций .

Утверждение решения о выпуске ценной бумаги.

Данное утверждение осуществляется высшим органом управления коммерческой организации, например, советом директоров в случае хозяйственного общества. Кроме того, это решение подписывается лицом, занимающим должность единоличного исполнительного органа эмитента, и скрепляется печатью эмитента.

Государственная регистрация выпуска.

Процедура государственной регистрации включает рассмотрение установленного законом пакета документов эмитента и в случае положительного решения присвоение выпуску эмиссионных ценных бумаг этого эмитента индивидуального государственного регистрационного номера. Регистрацию осуществляет федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

К наиболее значимым документам относятся: решение о выпуске ценной бумаги; проспект ценной бумаги в том случае, если ее выпуск требует регистрации; документарный бланк ценной бумаги, если выпуск осуществляется в документарной форме.

Законом установлен срок в 30 дней, в течение которого должно быть принято решение о регистрации выпуска или мотивированное решение об отказе в ней. Он может быть увеличен еще на 30 дней, если регистрирующий орган будет проводить проверку достоверности сведений, представленных в

документах эмитента.

Основаниями для отказа в государственной регистрации выпуска могут быть:

- нарушение самим эмитентом или условиями выпуска его эмиссионных ценных бумаг требований законодательства о выпуске и обращении ценных бумаг;
- несоответствие представленных для государственной регистрации документов существующим нормативным требованиям;
- непредставление в течение 30 дней запрашиваемых регистрирующим органом документов, необходимых для регистрации;
- наличие ложных или недостоверных сведений в документах, представленных к регистрации;
- несоответствие финансового консультанта, подписавшего проспект ценной бумаги, установленным требованиям.

Упоминание государственного регистрационного номера ценной бумаги является обязательным при всех рыночных операциях с ней.

До государственной регистрации не разрешается совершение каких-либо действий по размещению выпускаемых ценных бумаг, включая их рекламу или любые сделки.

Размещение выпуска ценной бумаги.

Размещение эмиссионной ценной бумаги - один из этапов процедуры эмиссии, без которого все остальные этапы становятся ненужными вообще.

Размещение эмиссионной ценной бумаги может начинаться лишь после ее государственной регистрации и не может превышать 1 года с даты государственной регистрации. Размещение путем подписки ценных бумаг, государственная регистрация которых сопровождается регистрацией их проспекта, может начинаться не ранее, чем через две недели после публикации сообщения о государственной регистрации.

Количество размещаемых ценных бумаг, естественно, не может превышать количества, указанного в решении о выпуске. В силу сложившихся на рынке обстоятельств эмитент может разместить и меньшее количество бумаг, чем он планировал. Однако, если доля неразмещенных ценных бумаг превысит долю, установленную государством, эмиссия будет признана несостоявшейся (обычно не должна превышать 25 или 50% заявленного выпуска).

Информация о цене размещения ценной бумаги может раскрываться только в день начала самого размещения. В ходе размещения эмиссии цена размещения может меняться, но при публичном размещении или обращении выпуска ценных бумаг запрещается закладывать преимущество в приобретении ценных бумаг одними инвесторами перед другими. Данное ограничение не применяется при:

- эмиссии государственных ценных бумаг;
- предоставлении акционерам преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций (на момент принятия решения о размещении);
- введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами.

Размещение акции и облигации осуществляется по рыночной цене, которая в случае акций не может быть ниже их номинальной стоимости.

Государственная регистрация отчета об итогах выпуска

Регистрация выпуска и проспекта ценных бумаг представляет собой важный механизм защиты прав инвесторов. Это — форма государственного контроля за законностью процесса эмиссии ценных бумаг. Без надлежащей регистрации ценные бумаги не могут считаться размещенными инвестором.

Эмитент должен представить отчет об итогах выпуска ценной бумаги не позднее 30 дней после завершения ее размещения. Отчет представляется в

орган государственной регистрации.

Окончанием размещения ценной бумаги считается:

- окончание срока размещения, установленного в решении о выпуске;
- истечение одного года с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг;
- дата размещения последней ценной бумагами данного выпуска (т. е. исчерпание свободных к размещению ценных бумаг).

В случае распределения акций при учреждении акционерного общества регистрация отчета об итогах выпуска акций по времени совпадает с государственной регистрацией выпуска этих акций.

Отчет об итогах выпуска включает следующую информацию:

- даты начала и окончания размещения ценной бумаги;
- фактическую цену размещения;
- количество размещенных ценных бумаг;
- общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги по видам поступивших средств (рубли, иностранная валюта, материальные и нематериальные активы).

Регистрирующий орган рассматривает отчет в двухнедельный срок и при отсутствии нарушений регистрирует его. В этом случае эмитенту выдаются уведомление о регистрации итога выпуска и два экземпляра его отчета об итогах выпуска с отметкой (штампом) о государственной регистрации.

Решение об отказе в государственной регистрации отчета допускается в следующих случаях:

- нарушения условий размещения, установленных решением о выпуске;
- невыполнение требований по раскрытию информации о выпуске;
- нарушение сроков представления отчета об итогах выпуска;
- несоответствие состава сведений, содержащихся в отчете, установленным

нормам, и по иным причинам.

В случае, если эмитент предоставил неполные сведения для регистрации отчета или в них имеются иные «формальные» основания для отказа в его регистрации, ему может быть предоставлена возможность исправить допущенные нарушения.

ФСФР может объявить выпуск недействительным. Это может быть сделано в течение трех месяцев с даты регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг. В случае признания выпуска недействительным все ценные бумаги этого выпуска должны быть возвращены эмитенту, а средства, полученные им от размещения выпуска, должны быть возвращены инвесторам.

Все издержки, связанные с выпуском ценных бумаг, признанным несостоявшимся, относятся за счет эмитента и являются его убытком. Информация о завершении эмиссии обычно публикуется или доводится другим способом до участников фондового рынка.

8.3. Размещение ценных бумаг

Эмитент имеет право начинать размещение ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска. Процесс размещения эмиссионных ценных бумаг может быть охарактеризован с разных сторон. С точки зрения очередности размещение принято делить на первичное и вторичное.

Первичное размещение - это первое размещение ценной бумаги данного эмитента на рынке. Оно имеет место, когда:

- акционерное общество только учреждается;
- компания впервые выпускает свои ценные бумаги на рынок.

Например, компания, не являющаяся акционерным обществом, решила впервые выпустить на рынок ценных бумаг облигации;

- компания размещает какой-то новый вид ценной бумаги, который ранее

она не выпускала. Например, когда компания, ранее выпускавшая только обыкновенные акции или облигации, приняла решение впервые выпустить в обращение свои конвертируемые облигации или привилегированные акции.

Вторичное размещение (вторичная эмиссия) - это повторный и все последующие выпуски тех или иных ценных бумаг данной компании.

По способу размещения эмиссия может осуществляться путем:

- распределения;
- подписки;
- конвертации;
- обмена;
- приобретения .

Размещение акций может производиться всеми перечисленными способами. Размещение облигаций производится только путем подписки на них или конвертации в них других ценных бумаг.

Распределение ценных бумаг - это их размещение среди заранее известного круга лиц без заключения договора купли-продажи. Эмиссия путем распределения возможна только для акций в двух случаях:

- 1) при учреждении акционерного общества; в этом случае учредители делают взносы в уставный капитал в форме денег или имущества, но нет юридической покупки акций;
- 2) когда источником увеличения уставного капитала акционерного общества является его собственный капитал (добавочный, нераспределенная прибыль и др.). В этом случае акционеры получают акции без какой-либо оплаты.

Подписка - это размещение ценных бумаг путем заключения договора купли-продажи. В случае акций подписка представляет собой их размещение при увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций. Подписка может осуществляться в двух формах:

- закрытая - это размещение ценной бумаги среди заранее известного, ограниченного круга инвесторов, определяемого условиями размещения;

- открытая - это размещение ценной бумаги среди потенциально неограниченного круга инвесторов на основе широкой публичной огласки без какого-либо преимущества одних приобретателей перед другими.

Ограничения могут иметь место лишь в случае реализации преимущественного права на приобретение новых выпусков акций акционерами, наличия ограничений в Уставе компании на владение максимальным количеством акций одним акционером и в случае приобретения ценной бумаги нерезидентами.

Конвертация - это размещение одного вида ценной бумаги путем ее обмена на другой вид на заранее установленных условиях. Допускается конвертация:

- облигаций в облигации, привилегированные акции и обыкновенные акции;
- привилегированных акций в привилегированные акции и обыкновенные акции;
- обыкновенных акций в обыкновенные акции при реорганизации акционерного общества.

Не разрешается конвертация обыкновенных акций в облигации или привилегированные акции.

Размещение ценных бумаг в форме конвертации обычно осуществляется как результат предшествующего размещения конвертируемых ценных бумаг или при реорганизации акционерного общества в любых его формах (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование).

Обмен (как юридический способ размещения) - это размещение акций акционерного общества, созданного в результате преобразования в него общества с ограниченной ответственностью или кооператива. В данном случае имеет место обмен долей или паев указанных организаций на акции возникшего на их основе акционерного общества.

Приобретение (как юридический способ размещения) - это размещение акций вновь возникшего акционерного общества в результате его выделения

из другого акционерного общества или преобразования в акционерное общество государственного предприятия или некоммерческого партнерства.

Размещение имеет своей целью привлечение эмитентом финансовых средств на заемных условиях (в случае выпуска облигаций) или путем увеличения уставного (собственного) капитала (в случае выпуска акций), но только делается это по правилам и под контролем со стороны государства в лице его органов, регулирующих рынок ценных бумаг.

Размещение может иметь своими непосредственными целями увеличение капитала эмитента; учреждение акционерного общества; изменение номинала ранее выпущенных ценных бумаг; размещение ценных бумаг с новыми свойствами (правами); обмен одних ценных бумаг на другие и т.п.

Организация процесса размещения.

Эмитент имеет право начинать размещение ценных бумаг только **после** государственной регистрации их выпуска.

Количество размещаемых ценных бумаг не должно превышать количества, указанного в решении о выпуске. В случае выпуска ценных бумаг в обращение сверх объявленного в проспекте ценных бумаг количества, эмитент обязан обеспечить выкуп и погашение выпущенных сверх необходимого количества ценных бумаг в течение двух месяцев. Если эмитент не сделает этого в указанный срок, ФСФР вправе обратиться в суд о взыскании средств, неосновательно полученных эмитентом.

При этом эмитент может разместить меньшее количество ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске. Вне зависимости от количества, предусмотренного в решении, фактическое количество размещенных ценных бумаг указывается в отчете об итогах выпуска, представляемом на регистрацию.

Размещение ценных бумаг должно быть завершено в установленные законом **сроки:**

- **минимальный срок:** при регистрации проспекта такая подписка может начаться не ранее чем через две недели после опубликования сообщения о государственной регистрации выпуска таких ценных бумаг. Цель данного требования — предоставить инвесторам определенный минимальный срок, в течение которого они смогут действительно ознакомиться с условиями предлагаемых инвестиций. Однако, информация о цене размещения ценных бумаг может раскрываться в день начала размещения ценных бумаг;
- **максимальный срок:** размещение выпускаемых ценных бумаг должно быть завершено не позднее одного года с даты государственной регистрации такого выпуска.

Чтобы осуществить эмиссию ценных бумаг в соответствии с установленными законом требованиями, необходимо соблюдать определенные сроки, как показано на рис.8.2.

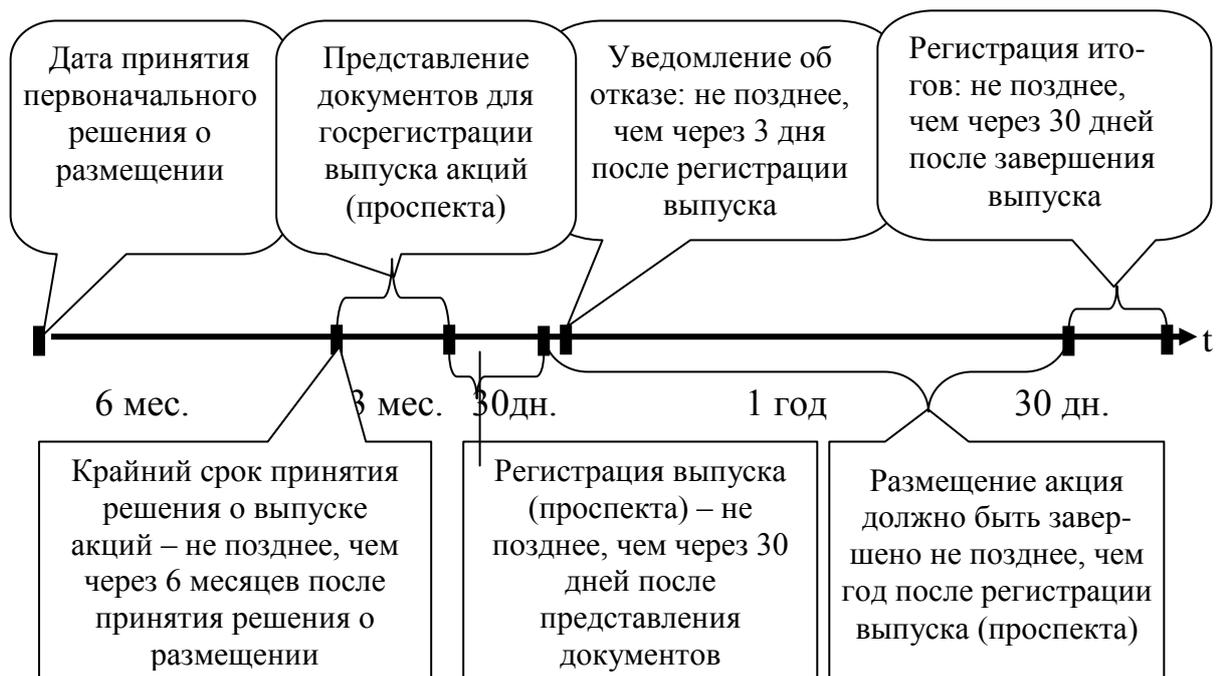


Рис.8.2. Временной график оформления документов при эмиссии акций

Цена размещения. Совет директоров акционерного общества вправе определять цену размещения ценных бумаг (см. таблицу 8.1). Полномочия

совета директоров, тем не менее, ограничены, чтобы помешать директорам или крупным акционерам приобретать ценные бумаги по цене ниже рыночной в случае, если размещение осуществляется посредством подписки.

Размещение эмиссионных ценных бумаг в условиях развитого рынка осуществляется путем привлечения профессиональных участников фондового рынка, а также специалистов из смежных областей, которые оказывают подобные услуги эмитентам.

Таблица 8.1. Цена размещения ценных бумаг

Ценные бумаги	Цены
Акции	<ul style="list-style-type: none"> • Цена должна соответствовать рыночной стоимости. • Цена не может быть ниже номинальной стоимости. <p>При осуществлении акционерами преимущественного права приобретения ценных бумаг их цена не может быть ниже 90 % их цены размещения иным лицам.</p>
Конвертируемые облигации или опционы эмитента	<ul style="list-style-type: none"> • Цена должна соответствовать рыночной стоимости. • Цена не может быть ниже номинальной стоимости акций, в которые конвертируются данные ценные бумаги. <p>При осуществлении акционерами преимущественного права приобретения ценных бумаг их цена не может быть ниже 90 % их цены размещения иным лицам.</p>
Облигации	<ul style="list-style-type: none"> • Цена должна соответствовать рыночной стоимости ценных бумаг.

Основные участники размещения ценных бумаг и их функции

- **Инвестиционный консультант** — разработка финансового обоснования, оптимальных параметров, эффективной схемы размещения ценных бумаг.
- **Юридический консультант** — подготовка, составление и сопровождение в регистрирующем органе всех необходимых документов.
- **Ведущий организатор** — создание инфраструктуры размещения ценных бумаг, подготовка, согласование условий и заключение договоров со всеми основными участниками размещения: эмитентом, биржей, депозитарием, расчетным центром, регистратором (при выпуске именных ценных бумаг), генеральным агентом, платежным агентом, андеррайтерами, маркет-мейкерами. По согласованию с эмитентом организует информационное обеспечение выпуска и итогов размещения.
- **Платежный агент** — осуществление расчетов и платежей, связанных с выплатой, например, купонного дохода и погашением облигационного займа.
- **Андеррайтер (underwriter)** — размещение ценных бумаг среди инвесторов от своего имени за счет и по поручению эмитента.
- **Маркет-мейкер** — поддержание ликвидности рынка выпущенных ценных бумаг.

Ведущее место в процессе размещения принадлежит андеррайтеру - профессиональному участнику РЦБ, который по договору с эмитентом оказывает услуги, связанные с размещением его ценных бумаг на рынке, за соответствующее вознаграждение. При крупных размещениях подобные услуги эмитенту оказывает синдикат андеррайтеров, включающий лид-менеджера, со- андеррайтеров и брокеров.

Андеррайтер часто обслуживает все этапы размещения ценной бумаги, в частности: обоснование выпуска, выбор его параметров, консультации, подготовка необходимой документации, оказание юридических услуг, регистрация в государственных органах, размещение среди инвесторов и т.д.

Обязательства андеррайтера могут включать:

- выкуп у эмитента всего выпуска по фиксированной цене и его размещение по рыночной цене. В данном случае риск возможного недоразмещения выпуска ложится целиком на самого андеррайтера;
- выкуп у эмитента только недоразмещенной части выпуска, т. е. риск андеррайтера ограничен в этом случае лишь стоимостью этой части. У эмитента по-прежнему отсутствует риск, связанный с размещением ценной бумаги;
- помощь в размещении выпуска. Андеррайтер оказывает разнообразные услуги эмитенту, обязуется помогать ему в размещении выпуска, но не несет ответственности за неполное размещение. В результате весь риск недоразмещения ложится непосредственно на самого эмитента.

Размещение эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки может осуществляться:

- 1) путем подписки, организуемой финансовым консультантом на рынке ценных бумаг;
- 2) на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг. При этом каждодневные результаты этих торгов все равно оформляются андеррайтером.

8.4. Проспект эмиссии и раскрытие информации

Проспект ценной бумаги - это документ, составленный по установленной законом форме, содержащий сведения об эмитенте, о его финансовом состоянии и о предстоящем выпуске ценной бумаги. Наличие проспекта ценной бумаги является обязательным условием регистрации ее размещения в случае открытой подписки, а также при любом ином размещении ценной бумаги на основе подписки, если число потенциальных приобретателей превышает 500 лиц (юридических и/или физических).

Проспект ценной бумаги утверждается советом директоров хозяйственного общества или исполнительным органом эмитента, существующего в иной организационной форме.

Кроме того, проспект ценной бумаги может быть еще подписан:

- аудитором;
- независимым оценщиком;
- финансовым консультантом на рынке ценных бумаг (в случае публичного размещения и/или публичного обращения ценной бумаги).

Указанные профессиональные участники рынка подтверждают достоверность и полноту информации, содержащейся в проспекте ценной бумаги, и несут вместе с эмитентом солидарную ответственность в случае нанесения ущерба инвестору вследствие наличия в проспекте недостоверной, неполной и/или вводящей в заблуждение информации, которую они подтвердили, подписав этот проспект. (Срок исковой давности в этом случае составляет три года со дня начала размещения ценной бумаги.)

Проспект ценной бумаги содержит 10 разделов:

- 1) краткие сведения о лицах, входящих в органы управления эмитента, об аудиторе(ах), оценщике и финансовом консультанте, подписавших проспект;
- 2) краткие сведения об объеме, сроках, порядке и условиях размещения ценной бумаги: вид, тип, объем, номинальная стоимость, цена размещения, круг потенциальных приобретателей и др.;
- 3) основная информация о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска. Это информация за последние 5 завершенных финансовых лет (за все годы, если эмитент существует меньший срок): показатели финансово-экономической деятельности, рыночная капитализация, задолженность, цели эмиссии и направления использования полученных средств, риски, возникающие в связи с приобретением данных ценных бумаг;
- 4) подробная информация об эмитенте: история создания и этапы развития, основная хозяйственная деятельность, планы на будущее, участие в

холдингах, концернах, ассоциациях, о дочерних и зависимых обществах, о составе, структуре и стоимости основных средств, о фактах обременения их долговыми обязательствами;

5) сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента: результаты финансово-хозяйственной деятельности, факторы, влияющие на них, ликвидность эмитента; о размере, структуре и достаточности капитала и оборотных средств, о политике в области научно-технического развития и др.;

6) подробные сведения о лицах, входящих в органы управления эмитента, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента: размеры вознаграждений, льгот и компенсаций руководящим лицам; численность, состав и уровень образования работников; обязательства эмитента перед работниками; доля руководящих лиц в уставном капитале эмитента, в дочерних и зависимых обществах и др.;

7) сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в осуществлении которых имелась заинтересованность: общее число акционеров; участники, располагающие более 5% уставного капитала, из них участники, владеющие не менее 20% уставного капитала; доля государства в уставном капитале; сведения о сделках, в которых имелась заинтересованность за пять последних лет; сведения о дебиторской задолженности за пять последних лет и др.;

8) бухгалтерская отчетность эмитента и иная финансовая информация: годовая бухгалтерская отчетность за последние 3 года, квартальная отчетность за последний заверченный квартал; сведения о существенных изменениях в составе имущества; сведения об участии в судебных процессах и др.;

9) подробные сведения о порядке и условиях размещения ценной бумаги. Сюда включаются все те же данные о выпуске, что и в кратких сведениях, но в развернутом виде, включая расходы, связанные с эмиссией; порядок

возврата средств в случае признания выпуска недействительным или несостоявшимся и др.;

10) дополнительные сведения об эмитенте и размещенных им эмиссионных ценных бумагах: размеры и структура уставного капитала эмитента, его изменения за 5 последних лет; сведения о ранее размещенных ценных бумагах эмитента; органы управления эмитента и их компетенция, порядок созыва и проведения собрания (заседания) высшего органа управления; порядок налогообложения доходов по ценным бумагам эмитента; кредитный рейтинг эмитента и его изменения за 5 последних лет; формирование и использование резервного фонда; владение не менее 5% уставного капитала в других организациях; организация, осуществляющая учет прав по ценным бумагам эмитента, и др.

Процесс обеспечения доступности информации об эмитенте всем заинтересованным в ней лицам, гарантирующий ее нахождение и получение, называется **раскрытием информации** эмитентом ценных бумаг. Суть раскрытия информации на рынке ценных бумаг состоит в том, чтобы любое лицо, которое проявило интерес к ценным бумагам данного эмитента, могло бы свободно получить общедоступную информацию об эмитенте и его размещенных ценных бумагах.

В случае регистрации проспекта ценных бумаг информация, содержащаяся в нем, должна стать доступной для всех участников рынка независимо от целей получения данной информации. В этом случае эмитент обязан опубликовать сведения о государственной регистрации выпуска своих ценных бумаг, указав порядок доступа любого лица к проспекту эмиссии в средствах массовой информации, распространяемых тиражом не менее:

- 10 тыс. экземпляров в случае открытой подписки;
- 1 тыс. экземпляров в случае закрытой подписки, сопровождающейся регистрацией указанного проспекта.

Раскрытие информации эмитентом в случае регистрации проспекта

ценных бумаг не ограничивается самой процедурой эмиссии, а продолжается в течение всего обращения ценных бумаг эмитента. Эмитент обязан продолжать раскрывать информацию в форме:

- ежеквартального отчета о своей деятельности;
- сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Ежеквартальный отчет должен охватывать все те же разделы, что и проспект ценных бумаг, кроме информации о порядке и условиях размещения ценных бумаг. При этом годовая бухгалтерская отчетность включается в состав ежеквартального отчета лишь за первый или за второй кварталы, а за четвертый - не включается вообще.

Ежеквартальный отчет представляется в регистрирующий орган в течение 45 дней после окончания отчетного квартала. Он должен также предоставляться владельцам ценных бумаг эмитента по их требованию и за плату, соответствующую затратам на изготовление брошюры отчета.

Существенные факты деятельности эмитента - это факты, которые влияют на рынок его ценных бумаг и на изменение их цен. К таким сведениям относятся сообщения о:

- реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- разовом изменении стоимости активов эмитента, его прибылей или убытков более чем на 10%, разовых сделках, размер которых составляет более 10% активов эмитента;
- выпуске эмитентом новых ценных бумаг, начисленных и выплаченных доходах по его ценным бумагам;
- появлении в реестре эмитента лица, владеющего более 25% его эмиссионных ценных бумаг любого вида;
- датах закрытия реестра, решениях общих собраний и др.;
- принятии эмитентом решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в

дополнение к уже размещенным.

Сообщения обо всех указанных фактах направляются в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и публикуются эмитентом в течение не позднее 5 дней с момента наступления факта в средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента.

Раскрытие информации на рынке ценных бумаг следует отличать от рекламы. Реклама представляет собой такие формы и способы распространения информации о ценных бумагах и их эмитентах, которые имеют своей целью склонение участника рынка к покупке рекламируемой ценной бумаги.

Отличие раскрытия информации от рекламы на РЦБ заключается в том, на какую аудиторию рассчитана эта информация. Если она предназначена для владельцев ценных бумаг и профессиональных участников рынка, то имеет место процесс раскрытия информации. Если информация подается в таких формах, которые призваны привлекать новых покупателей ценных бумаг, то это уже реклама.

Таким образом, рекламой на рынке ценных бумаг не считается общедоступная информация о ценных бумагах и эмитентах, т. е. раскрытие информации. К рекламе относится информация о выпуске ценной бумаги и начисленных (выплаченных) дивидендах по акциям.

В рекламе ценных бумаг запрещается указывать:

- недостоверную информацию или информацию, нацеленную на обман и введение в заблуждение инвесторов и других участников рынка;
- предполагаемый размер доходов и прогнозы роста курсовой стоимости.

Нельзя использовать рекламу в целях недобросовестной конкуренции путем указания на недостатки (действительные или мнимые) других профессиональных участников рынка или эмитентов аналогичных ценных бумаг.

8.5. IPO – новые горизонты для компании

Особое значение для любой компании имеет первичное публичное размещение именно **акций** (Initial Public Offering, IPO). В этом случае компания впервые выпускает свои акции на рынок ценных бумаг, и их покупателями становятся широкие массы инвесторов. Первичность размещения подразумевает, что на открытом рынке акции компании ранее не обращались, а публичность означает, что акции распространяются среди неопределенного числа инвесторов.

Благодаря этой процедуре число владельцев компании - акционеров резко возрастает, собственность расплывается среди большого количества лиц. При этом размер капитала также значительно увеличивается, давая компании возможность быстро развиваться и успешно конкурировать с другими компаниями.

Приобретение компанией статуса публичной приводит, как правило, к кардинальному изменению соотношения сил среди собственников. Успешное решение возникших при этом проблем корпоративного управления и контроля в дальнейшем существенно облегчает корпорации доступ к капиталам на внешнем и внутреннем рынке, что еще больше увеличивает ее конкурентные преимущества.

Зачастую в нашей стране понятие IPO трактуют несколько шире, чем это предполагает классическое значение этого термина.

В практике инвестиционного бизнеса имеются два сходных по звучанию, но отличных по содержанию термина: Primary Offering и Initial Offering, которые в русскоязычной литературе часто переводятся одинаково как «первичное размещение», что вызывает некоторую путаницу.

Когда компания в первый раз размещает свои ценные бумаги на открытом рынке среди неопределенного круга инвесторов, то процедура называется Initial Public Offering (IPO). Процесс размещения депозитарных

расписок (ADR, GDR) также, по сути, является IPO.

Если же выпуск ценных бумаг компании происходит одновременно с процессом размещения (т.е. до проведения IPO юридическая форма компании не предполагала наличия акционеров), то такое размещение называют первичным размещением (Primary Offering - PO).

Помимо этого может иметь место:

- «частное размещение» среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже (private offering - PO);
- «вторичное публичное размещение» - т.е. публичное размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций (follow-on, или primary public offering - PPO);
- публичная продажа широкому кругу инвесторов крупного пакета ранее размещенных акций, принадлежащих действующим акционерам (secondary public offering - SPO);
- прямое публичное размещение эмитентом акций напрямую первичным инвесторам, без использования организованного рынка (direct public offering - DPO);

Все эти понятия, конечно же, можно обобщить под одним термином IPO, если иметь в виду главное – публичное распространение акций среди широкого круга инвесторов.

Активность рынка IPO в первую очередь определяется моделью финансовых систем. Англосаксонские страны (в частности США, Великобритания и пр.) ориентированы на фондовый рынок, как на основной источник привлечения инвестиций, поэтому там и осуществляется большая часть IPO. На эти рынки устремляются и эмитенты других стран, которые не имеют возможности привлечь необходимый капитал на национальном рынке. Кроме того, такая развитость фондового рынка позволяет выходить на него малым и средним компаниям. В целом в этих странах посредством эмиссии акций финансируется до 15-20 % всех инвестиций в основной капитал, в то

время как в странах континентальной Европы, которые ориентируются на банковское кредитование, посредством эмиссии акций финансируется лишь 5-10 % инвестиций в основной капитал.

Российские эмитенты стали осуществлять IPO с 1996 года, причём начали с международных рынков капитала. Первое размещение осуществил крупнейший российский оператор сотовой связи «Вымпелком», разместив 30% своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Сумму привлечённых средств составила 115 млн. долл. Четыре года спустя на этой же бирже главный конкурент «Вымпелкома» - компания «Мобильные ТелеСистемы», предложив 15,4 % акционерного капитала, смогла привлечь порядка 305 млн. долл.

В период с 2002 по 2004 год на публичный рынок вышло всего 8 российских компаний, причём большинство из них провело размещение на зарубежных площадках. Однако в последующий период (2005-2008 г.г.) тема IPO становится все более популярной среди российских компаний, что позволило им занять ведущие позиции в мире по объемам средств, привлеченных через IPO (рис. 8.2). Объем привлечения средств в результате выпуска акций на внутреннем и внешнем рынках в 2006 г. составил порядка 3,7% суммарных инвестиций в основной капитал.

Подавляющее число IPO, проведенных российскими компаниями, осуществлено на зарубежных торговых площадках либо в результате параллельных размещений в России и за границей. Это обусловлено целым рядом причин, среди которых основными являются:

1. Высокий платежеспособный спрос инвесторов, позволяющий проводить размещения в больших объемах и по более высоким ценам.
2. Высокий уровень развития инфраструктуры зарубежных рынков.
3. Низкие риски размещения.



Рис. 8.2. Распределение объемов IPO по странам, 2006 г.

Размещение акций на западных площадках имеет свою специфику и происходит по правилам, отличающимся от тех, что приняты в России. Рассмотрим основные этапы IPO, осуществляемых на зарубежных биржах.

8.5.1. Основные этапы IPO

Подготовку компании к IPO можно разделить на три основных этапа [11, с.17] (таблица 8.2).

Из таблицы 8.2 видно, что процесс IPO на зарубежных торговых площадках включает в себя ряд дополнительных процедур по сравнению с практикой эмиссии ценных бумаг в России. Дополнительные процедуры в случае IPO, не предусмотренные российской практикой размещений выпусков ценных бумаг :

- составление Инвестиционного меморандума;
- процедура «due diligence»
- проведение Road – шоу.

Таблица 8.2.

Период	Действия
1 этап – предварительная работа	
В течение 3-4 лет до размещения	Формирование кредитной истории: использование инструментов кредитов, вексельных и облигационных займов, образцовое выполнение кредитных обязательств.
За 2-3 года до размещения	Осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты US GAAP или МСФО
Более чем за 1 год до размещения	<p>Оценка доступных источников финансирования, альтернативных IPO с точки зрения стратегических целей компании.</p> <p>Выбор андеррайтера и определение с его помощью параметров размещения – объемов, цены акций, площадки, структуры инвесторов и т.п. Разработка плана реализации проекта IPO.</p> <p>Сбор мнений инвесторов и аналитиков относительно оценки компаний того же типа, той же отрасли и страны на выбранной для размещения бирже.</p> <p>Принятие Советом директоров компании решения о выпуске (дополнительном выпуске) акций. Публикация протокола заседания Совета директоров.</p> <p>Формирование команды для реализации проекта и выбор партнеров:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Финансового консультанта; • Юридического консультанта для формирования прозрачной юридической структуры компании; • Аудитора для заверения финансовой отчетности по стандартам РБУ и МСФО; • Консультанта по маркетингу для определения информационной политики компании, а также политики в областях IR и PR; • PR – агентства для информационного сопровождения проекта; • HR – агентства для поиска независимых директоров (желательно из числа иностранных граждан); ввод их в состав Совета директоров компании; • Аудитора корпоративного управления для определения позиции рейтинга корпоративного управления. <p>Начало реализации с их помощью подготовительных мероприятий.</p>
За 11-12 месяцев до размещения	Подготовка и утверждение решения о выпуске проспекта ценных бумаг
За 11 месяцев и более до размещения	<p>Подготовка аналитических отчетов, касающихся:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Отрасли и рынка; • Показателей деятельности компании; • Стратегии компании; • Менеджмента компании.
За 10 месяцев до размещения	Проведение процедуры «due diligence» - юридической и финансовой проверки рисков бизнеса компании как объекта будущих инвестиций андеррайтером, аудитором, юридическим и финансовым консультантом.

Таблица 8.2 (продолжение)

За 9 месяцев до размещения	Государственная регистрация документов
За 5 месяцев до размещения	Подготовка проспекта по результатам процедуры «due diligence»; Обновление оценки стоимости акций по результатам процедуры «due diligence» и переоценки конъюнктуры рынка; Раскрытие информации о компании широкому кругу инвесторов;
За 3 месяца до размещения	Определение диапазона цены
За 0,5 -1,5 месяца до размещения	Выпуск предварительного проспекта эмиссии. Проведение независимого анализа проспекта аудитором
За 1-2 месяца до размещения	Организация «роад шоу»
За неделю до размещения	Выпуск окончательного проспекта эмиссии. Проведение независимого анализа проспекта аудитором
2 этап – выход на биржу	
	Размещение акций на бирже
3 этап – после размещения	
	Подготовка и утверждение советом директоров компании отчета об итогах выпуска. Публикация информации о существенном факте
	Регистрация отчета об итогах эмиссии
	Стабилизация – в течение 30 дней
	Организация вторичного обращения акций на бирже
	Регулярная работа с инвесторами службой «Investors relations»: подготовка и публикация отчетности; поддержание корпоративного сайта; раскрытие существенной информации о компании; организация выступлений топ-менеджмента на конференциях, семинарах национального и международного уровня; организация встреч топ-менеджмента с крупными инвесторами и т.д.

8.5.2. Инвестиционный меморандум

Инвестиционный меморандум (ИМ) — это документ, который содержит информацию, необходимую инвесторам для принятия обоснованного решения об инвестировании средств. Инвестиционный меморандум (или предварительный проспект эмиссии) должен дать информацию о предприятии самым четким и исчерпывающим образом. В нем должны быть отражены как способ достижения успеха для предприятия, так и точная

оценка удовлетворения ожиданий заинтересованного инвестора.

Российские эмитенты традиционно должны представить и зарегистрировать перед проведением IPO **проспект эмиссии** (см. раздел 7.4). Однако информация, раскрываемая в соответствии с требованиями ведущих зарубежных фондовых бирж, дает более объективное представление о деятельности эмитента (табл. 7.3). Поэтому российские компании, ориентированные на привлечение зарубежных инвесторов, обычно составляют и проспект эмиссии, и инвестиционный меморандум.

Таблица 8.3

Особенности раскрытия информации о компании - эмитенте в России

Юридическая структура	Не требуется раскрывать характер отношений с фирмами , в которых компания участвует косвенно . Однако если основную часть бизнеса компании ведут именно такие фирмы , то потенциальные инвесторы не смогут оценить реальное финансовое положение и потенциал компании
Финансовая отчетность	Необязательно представлять консолидированную финансовую отчетность , составленную в соответствии с МСФО или GAAP . Даже если отчетность будет консолидированной , она может не включать показатели фирм , в которых компания участвует косвенно , а также не показывать адекватную картину деятельности компании из - за несоответствий российских ПБУ западным стандартам составления отчетности
Дивидендная политика	Не требуется раскрывать информацию о дивидендной политике компании . Однако без такой информации потенциальным инвесторам трудно принять решение о покупке акций , поскольку инвестиции в акции оцениваются и с точки зрения получения в будущем дивидендов , и с точки зрения возможности повышения их котировок

Таблица 8.3 (продолжение)

Конвертируемый заем	<p>Раскрытие такой информации необязательно , однако она очень важна для потенциальных инвесторов , поскольку позволяет</p> <p>оценить степень возможного размывания долей акционеров и динамику котировок на ценные бумаги эмитента</p>
---------------------	--

Источник: www.fd.ru

Инвестиционный меморандум во многом похож, но не является бизнес-планом. ИМ привлекает инвесторов, бизнес-план — это руководство к действию для менеджмента. Бизнес-план должен предшествовать инвестиционному меморандуму. Представляется нереальным для предприятия получить доступ к инвестициям, не имея основательного бизнес-плана, по которому предприятие уже проработало какой-то период времени.

ИМ не настолько стандартизирован, как бизнес-план. Его структура может меняться таким образом, чтобы представить проект в наиболее удобном для конкретного инвестора виде, благодаря чему шансы на предоставление инвестиций существенно увеличиваются.

Основными разделами инвестиционного меморандума являются:

1. Краткое изложение

- Краткое изложение информации о деятельности предприятия
- Предлагаемое использование средств, включая ожидаемые экономические результаты и структуру капитала после инвестиций.
- Стратегия инвестирования. Цели руководства предприятия по созданию собственного капитала

2. Отрасль промышленности

- Краткая справка о состоянии отрасли промышленности в мире и на местном уровне.
- Конкуренция — сильные и слабые ее стороны.

3. Предприятие

- Историческая справка
- Приватизация — число, способ приватизации
- Тип собственника и юридическая структура — акционерный капитал, список основных держателей акций, доля акций, находящаяся во владении руководства предприятия, рабочих, юридических и физических лиц, доля акций, находящихся во владении государства.
- Дочерние предприятия и другие инвестиции предприятия.

4. Производство

- Недвижимость, предприятие и оборудование.
- Объем производства и производственные затраты — модернизация предприятия, производственные мощности на единицу продукции и существующая производительность на единицу продукции.
- Упаковка
- Патенты, торговая марка, научно-исследовательские и проектно-конструкторские работы
- Сырье и поставки — основные поставщики.
- Обслуживание оборудования.

5. Маркетинг и реализация продукции

- Рынок — количество возможных клиентов, их потребности, уровень цен и возможные конкуренты.
- Стратегия маркетинга и достигнутые результаты.
- Существующая и новая продукция.
- Структура продаж, торговый персонал, способы оплаты труда торгового персонала.
- Ценообразование, включая методику установления цен и их пересмотр.
- Сеть реализации и возможные новые методы реализации.
- Способы оплаты за продукцию основных клиентов и возможные варианты.

6. Менеджмент и рабочая сила

- Директора и менеджмент — Генеральный директор, члены Совета директоров, директор по финансам и менеджеры основных подразделений — возраст, образование, практический опыт (не менее 5 лет), описание деятельности.

- Организационная структура менеджмента.

- Персонал — количество рабочих, структура заработной платы, прошлые трудности, потенциальные источники рабочей силы.

7. Разное

- Непредвиденные обстоятельства, юридические вопросы, законодательные вопросы, торговая марка.

8. Финансовая информация

- Управление отчетностью и информацией, включая компьютеризацию.

- Финансовые данные после перекладки.

- Примечания к финансовым данным, в случае необходимости.

- Вопросы налогообложения и возможные альтернативные решения.

Типичный инвестиционный меморандум будет содержать от 100 и более страниц, на составление которого уйдет много времени, усилий, финансовых средств, в котором представлены все возможные сценарии результатов, достижение которых возможно при получении инвестиций [<http://www.cfin.ru/>].

Иногда компания также готовит доказательство размещения — самую последнюю предварительную версию проспекта, которая передается инвесторам для подтверждения их намерений инвестировать в акции и указания точного количества планируемых инвестиций. После этого брокер и компания определяют с точной ценой акций и объемом инвестиций и созывают заключительное собрание (обычно накануне дня размещения). На этом собрании все члены команды подписывают необходимые документы, а директора компании официально принимают на себя ответственность за подготовленный проспект, после чего он отправляется в печать

8.5.3. Процедура «due diligence»

Due Diligence (дью дилидженс, сокращенно DueD, DDG, что в переводе означает обеспечение должной добросовестности) - это процедура формирования объективного представления об объекте инвестирования, включающая в себя инвестиционные риски, независимую оценку объекта инвестирования и множество других факторов

Цель процедуры дью дилидженс – выявить риски, связанные с инвестированием в акции компании, выработать мнение о степени легальности бизнеса и активов эмитента, дать предложения по снижению рисков и улучшению организационно-правовой формы компании.

К таким рискам обычно относятся:

- риск приобретения акций по завышенной цене;
- риск неисполнения обязательств предприятием-должником;
- риск утраты имущества, денег;
- риск причинения вреда (убытков), в т.ч. нематериальным активам, например, деловой репутации;
- риск инициирования судебных тяжб и их неблагоприятных последствий;
- риск наложения ареста на имущество или применения иных обеспечительных мер;
- риск признания сделки недействительной;
- риск наложения взыскания на имущество, ценные бумаги (акции);
- риск привлечения к налоговой, административной или уголовной ответственности;
- риск возникновения корпоративных конфликтов (захват, поглощение, судебные тяжбы);
- риск утраты интеллектуальной собственности (товарного знака, промышленного образца, изобретения, ноу-хау, коммерческой идеи, бизнес-плана и т.д.);
- политические риски и риск потери административных ресурсов (изменение

законодательства, смена должностного лица, от которых зависел успех или стабильность соответствующего проекта, уголовное преследование);

- риск недобросовестных действий конкурентов (сговор с контрагентами, инициирование "заказных" налоговых, оперативных проверок, ценовая политика, лоббирование интересов и т.д.);

- риск неполучения или потери соответствующих разрешений, лицензий, согласований и т.д.

На данном этапе подготовки к IPO тщательно проверяется каждый аспект деятельности эмитента для того, чтобы установить – соответствуют ли истине приведенные в отчетности и заявленные в инвестиционном меморандуме показатели. В объективном и компетентном проведении этих действий заинтересованы обе стороны: как инвесторы, так и сторона, привлекающая инвестиции.

В частности, андеррайтеры должны установить для себя, что определяет успех или неудачу будущего размещения компании. От ответа на эти вопросы будет зависеть не только прибыльность участия в размещении, но и репутация андеррайтера в глазах инвесторов. Андеррайтер должен защитить себя от возникновения проблем после проведения IPO, поэтому на этапе Due Diligence может отказаться от поддержки заведомо неудачного размещения.

В процессе проведения Due Diligence, как правило, выполняются работы, которые можно разбить на три взаимосвязанные части:

- оценка стоимости имущественного комплекса, стоимости бизнеса;
- оценка системы бухгалтерского учета и достоверности отчетности и финансовый анализ; оценка налоговых рисков;
- юридическая оценка рисков из обязательств и совершенных сделок.

При этом оценщики, аудиторы и юристы работают в тесном взаимодействии, поскольку полная информация по сделке порой может быть дана только совместными усилиями. Однако, наибольшее значение все же придается юридической проверке.

Существует также еще один аспект Due Diligence – это проверка эмитентом потенциальных партнеров по IPO – андеррайтеров и консультантов. Определить возможность эффективного взаимодействия компании со своими консультантами как раз наиболее целесообразно на начальных стадиях, чтобы в решающей фазе IPO не допустить негативной реакции рынка на возникшие разногласия.

По итогам процедуры Due Diligence составляется подробный отчет, в котором указываются обнаруженные риски и дается прогноз успешности проведения IPO. Обнаруженные недостатки следует устранить до размещения, иначе их описание необходимо будет включить в инвестиционный меморандум, что может отрицательно повлиять на оценку компании и объем привлеченных средств.

8.5.4. Проведение Дорожного шоу

Дорожное шоу (Road show) проводится для того, чтобы обеспечить возможность личных встреч представителей эмитента, организаторов IPO и аналитиков с инвесторами в стране расположения предполагаемой площадки для размещения выпуска. Отличительной чертой «Дорожного шоу» является состав участников - с инвесторами общаются не только аналитики, а высшее руководство компании-эмитента. «Дорожное шоу» предоставляет компании весомый шанс оставить о себе хорошее первое впечатление и проверить руководящую команду на профессионализм и владение искусством убеждения. Мероприятия в рамках «Дорожного шоу» можно разделить на две части.

Во-первых, это конфиденциальные переговоры с представителями каждого конкретного инвестора, позволяющие получить ответы на ряд вопросов, которые выходят за рамки стандартных рекламно-презентационных сообщений.

Во-вторых - публичные мероприятия, презентации, брифинги, пресс-

конференции, на которые приглашаются журналисты и широкий круг институциональных и частных инвесторов. Они задают представителям компании вопросы, рассчитывая получить более подробную информацию о перспективах компании непосредственно из уст ее представителей. Достоверность и качество данной информации подтверждается в глазах инвестора прежде всего адекватным поведением высших менеджеров. «Дорожное шоу» - реальная возможность для инвесторов познакомиться с топ-менеджментом и собственниками компании и оценить их способность быстро принимать грамотные решения. Эксперты отмечают, что около половины неудачных IPO - это следствие неудачных встреч менеджмента с инвесторами.

Потенциальные инвесторы стремятся узнать по возможности полную историю компании, ознакомиться с ее стратегией и миссией, корпоративной структурой. Интересуются точкой зрения менеджеров и собственников предприятия на перспективы развития бизнеса. Интерес представляет конъюнктура, тенденции отрасли, в которой работает эмитент, конкуренты, преимущества и недостатки. Самое главное - потенциальный инвестор должен понять направление использования капитала, который компания планирует привлечь. Руководству компании-эмитента такие встречи позволяют осознать, что волнует инвестиционное сообщество, и более эффективно способствовать повышению рыночной капитализации бизнеса.

Другое преимущество «дорожного шоу» - гибкость. Оно может представлять собой повторяющийся набор действий, выполняемых в каждой стране (городе) примерно по одному и тому же сценарию. А можно использовать и индивидуальный подход с учетом специфики каждой конкретной страны (города). Существенные плюсы «Дорожного шоу» - оперативность и скорость, позволяющие за небольшой срок посетить несколько стран (городов) и рассказать о своей компании максимальному числу потенциальных инвесторов.

«Дорожное шоу» наглядно показывает привлекательность компании для

инвестиционного сообщества. Это позволяет спрогнозировать, сколько ее акций и по какой цене готовы купить инвесторы, т.е. с высокой точностью определить спрос на них, и, следовательно, объем и цену размещения. Таким образом, маркетинг IPO напрямую влияет на объем инвестиций, которые в итоге получит компания.

Стандартный сценарий встречи в рамках «дорожного шоу» - получасовое выступление генерального и финансового директоров компании. За это время выступающие должны добиться того, чтобы инвесторы максимально ясно усвоили три вещи. Во-первых, историю компании, информацию о том, кто стоял у истоков бизнеса, каковы успехи этих людей. Во-вторых, из презентации должно быть понятно, что представляет собой управленческая команда компании, что ей под силу, опыт и успехи основных менеджеров. Но самым важным – третьим пунктом - становится разъяснение стратегии компании. Инвестор должен понять, зачем компания идет на биржу, на что она потратит их деньги и где хочет оказаться года через три. Критически важными для успеха презентации IPO большинство экспертов считают последние 15 минут встречи с инвесторами, когда проверяется умение менеджеров держать удар [2].

8.6. «Investors relations» - в борьбе за инвесторов

В последние годы большое внимание в корпорациях уделяется регулярной работе с инвесторами **после** размещения ценных бумаг. Для этих целей создаются специальные отделы по работе с инвесторами – службы IR - «Investors relations».

В середине 50-х годов XX века в корпорации General Electric была создана первая IR-служба, в задачу которой первоначально входило написание пресс-релизов об экономических результатах компании и их распространение. Цель службы: создать у потенциальных и реальных

инвесторов положительное мнение о компании General Electric. Постепенно IR-служба стала предоставлять инвесторам различные финансовые отчеты и заниматься поиском и привлечением новых инвесторов.

При реализации мероприятий в области Investor Relations компания обычно использует два основных ресурса: финансового консультанта (организатора, непосредственно принадлежащего к инвестиционному сообществу, хорошо ориентирующегося в его настроениях финансового рынка) и собственный персонал (руководителя программы долгового финансирования, IR-специалиста либо представителя PR-службы компании).

Национальный институт по связям с инвесторами США (NIRI) дал следующее определение "**investor relations** - это стратегическая функция руководства компании, сочетающая финансовую, коммуникационную, маркетинговую составляющую, цель которой - обеспечение инвестиционного сообщества точным отображением текущего состояния дел и перспектив развития компании.

К наиболее распространенным мероприятиям и инструментам IR-служб относятся:

- официальные заявления;
- семинары и презентации компании, результатов ее деятельности;
- телефонные коммуникации;
- отраслевые мероприятия и конференции;
- презентации финансовых результатов на корпоративном сайте компании;
- работа со СМИ, составление пресс-релизов о деятельности компании на рынке, о финансовых результатах компании (создание благоприятного информационного фона);
- личные встречи топ-менеджеров компании с представителями инвестиционного сообщества (встречи могут носить как формальный, так и неформальный характер, быть открытыми либо закрытыми), road show;
- встречи с брокерами и аналитиками;

- встречи с инвесторами один-на-один;
- обеспечение инвесторов ежеквартальными и годовыми отчетами;
- создание планов продвижения компании;
- интерактивное общение и информирование через сайт компании, рассылки (адресная рассылка инвесторам, аналитикам, журналистам деловых СМИ);
- разработка планов продвижения компании на рынке;
- продумывание и разработка различных справочных материалов;
- получение обратной связи от инвесторов и аналитиков (привлечение авторитетных аналитиков для подготовки независимого отчета о деятельности компании, о деятельности конкурентов).

На сегодняшний день IR-деятельность использует все вышеуказанные каналы коммуникаций. При этом участники рынка отмечают, что для крупных, известных эмитентов различного рода конференции уже не играют первостепенной роли, поскольку инвесторы стремятся к личным встречам с руководством. Такие встречи проводятся регулярно по результатам крупных сделок или отчетности, а во время телефонных конференций выясняются только текущие вопросы.

В конце XX века на фондовых биржах мира, в международном бизнесе стали активно работать российские компании, которые также искали инвесторов. На сегодняшний день, в России более 200 компаний, среди которых: "Вимм-Билль-Данн", "Норникель", "Вымпелком", "Новатек", "Евраз", имеют специальный IR-отдел. В 2001 году в России создано Объединение специалистов по связям с инвесторами (ОССИ). С 2008 года специальность "специалист по связям с инвесторами" официально внесена в квалификационный справочник должностей РФ.

Международный финансовый рынок предъявляет гораздо более строгие требования к раскрытию эмитентами информации, чем российское законодательство. Как следствие, работа отделов по связям с инвесторами

российских компаний, вышедших на зарубежные рынки, должна отвечать более строгим характеристикам и предоставлять более широкий спектр информации, которую, кроме того, необходимо готовить на русском и английском языках.

Специфика компании, которая торгуется и на Западе, и в России, заключается в том, что нельзя нарушать законодательство ни одной из стран, хотя их нормативные акты иногда могут противоречить друг другу. Раскрытие существенной информации (способной повлиять на решение инвесторов о покупке или продаже акций) должно осуществляться быстро и одновременно перед российскими и иностранными инвесторами.

Библиография

1. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. М.: Инфра – М. 2007. 384 с.
2. Рубцов Б. Б., Современные фондовые рынки. М.: Альпина - 2007, 926 с.
3. Шевчук Д. А. Биржевое дело: конспект лекций. М.:Феникс - 2007, 254 с.
4. Тихомиров А.Ф., Домченко Ю.Н. Финансы и кредит. Часть 1 : Учебное пособие. Управление финансами: фундаментальные концепции и инструменты. СПб: Изд-во СПбГПУ, 2003. -55 с.
6. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России – М.: Альпина бизнес букс, 2005, - 416 с.
7. Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: Неопределенность качества и рыночный механизм // THESIS. 1994. № 5. С. 91-104
8. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 23.07.2013) "О рынке ценных бумаг" (с изм. и доп., вступающими в силу с 01.09.2013).
9. Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.—10th ed. McGraw-Hill/Irwin. 2013.- 969 p.
10. А. Рожков, М. Соловиченко. Будущее в залог // Ведомости.04.05.2009,

№79 (2349)//<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2009/05/04/1939>

11. Лукашов А.В., Могин А.Е. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.- 257 с.