



# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебник



Учебник  
УрФУ



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
УРАЛЬСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ИМЕНИ ПЕРВОГО ПРЕЗИДЕНТА РОССИИ Б. Н. ЕЛЬЦИНА



# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебник

Рекомендовано методическим советом УрФУ  
в качестве учебника для студентов вуза,  
обучающихся по программе бакалавриата  
по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика»

Екатеринбург  
Издательство Уральского университета  
2021

УДК 336.58(075.8)  
ББК У262.1я73-1  
Ф59

*Серия «Учебник УрФУ» основана в 2017 году*

Редакционная коллегия серии:  
кандидат технических наук Е. В. Вострецова,  
кандидат экономических наук Е. С. Авраменко,  
И. Ю. Плотникова (ответственный секретарь серии)

Авторы:  
Е. Г. Князева, Е. А. Разумовская, Н. Н. Мокеева,  
М. И. Львова, О. А. Школик, Ю. В. Истомина

Под общей редакцией О. А. Школика

Рецензенты:  
кафедра финансовых рынков Института управления, экономики и финансов  
Казанского (Приволжского) федерального университета  
(заведующий кафедрой доктор экономических наук, профессор *Л. Н. Сафиуллин*);  
*М. С. Марамыгин*, доктор экономических наук, профессор  
(Уральский государственный экономический университет)

Финансовые рынки и институты : учебник / Е. Г. Князева, Е. А. Разумовская,  
Ф59 Н. Н. Мокеева, М. И. Львова, О. А. Школик, Ю. В. Истомина ; под общей редак-  
цией О. А. Школика ; Министерство науки и высшего образования Российской  
Федерации, Уральский федеральный университет. — Екатеринбург : Изд-во  
Урал. ун-та, 2021. — 312 с. : ил. — (Учебник УрФУ). — Библиогр.: с. 310–311. —  
40 экз. — ISBN 978-5-7996-3296-0. — Текст : непосредственный.

ISBN 978-5-7996-3296-0

Учебник посвящен теоретическим и практическим аспектам функционирования финансовых институтов на финансовых рынках. Показаны роль и функции финансовых рынков в экономике, рассмотрены институты фондового рынка, кредитного рынка, рынка коллективных инвестиций, ценных бумаг и финансовых инструментов, даны основы инфраструктуры финансовых рынков.

Для студентов, изучающих дисциплину «Финансовые рынки и институты» в рамках модуля «Финансовое обеспечение инновационного развития национальной экономики».

УДК 336.58(075.8)  
ББК У262.1я73-1

# ОГЛАВЛЕНИЕ

|   |     |
|---|-----|
| Предисловие.....  | 5   |
| Глава 1. Роль и функции финансовых рынков в экономике.....                              | 7   |
| 1.1. Взаимосвязь финансов и финансовых рынков.....                                      | 7   |
| 1.2. Финансовый рынок и его функции.....  | 13  |
| 1.3. Виды, сегменты и модели финансовых рынков.....                                     | 20  |
| 1.4. Основные участники финансового рынка.....  | 29  |
| Глава 2. Институты фондового рынка.....   | 35  |
| 2.1. Институциональный базис профессиональной деятельности<br>на финансовых рынках..... | 35  |
| 2.2. Брокеры.....   | 40  |
| 2.3. Дилеры.....  | 47  |
| 2.4. Форекс-дилер.....  | 50  |
| 2.5. Доверительные управляющие.....   | 55  |
| 2.6. Инвестиционные советники.....  | 57  |
| 2.7. Регистраторы и депозитарии.....  | 59  |
| Глава 3. Институты кредитного рынка.....  | 68  |
| 3.1. Кредитные организации и инвестиционные банки.....                                  | 68  |
| 3.2. Кредитные кооперативы.....   | 73  |
| Глава 4. Институты рынка коллективного инвестирования.....                              | 115 |
| 4.1. Коллективное инвестирование и его сущность.....                                    | 115 |
| 4.2. Акционерные инвестиционные фонды.....  | 118 |

---

|   |     |
|---|-----|
| 4.3. Паевые инвестиционные фонды.....                                 | 126 |
| 4.4. Негосударственные пенсионные фонды.....                          | 157 |
| 4.5. Специализированные депозитарии.....                              | 164 |
| 4.6. Управляющая компания.....  | 172 |
| <br>  |     |
| Глава 5. Рынки ценных бумаг и финансовых инструментов.....            | 182 |
| 5.1. Финансовые активы и финансовые инструменты.....                  | 182 |
| 5.2. Рынок акций.....   | 206 |
| 5.3. Рынок облигаций.....   | 216 |
| 5.4. Рынок производных финансовых инструментов.....                   | 229 |
| 5.5. Основы анализа и управления на финансовых рынках.....            | 245 |
| <br>  |     |
| Глава 6. Регулирование и основы инфраструктуры финансовых рынков..... | 266 |
| 6.1. Государственное регулирование финансового рынка.....             | 266 |
| 6.2. Саморегулирование финансового рынка.....                         | 285 |
| 6.3. Эмиссия и андеррайтинг.....                                      | 292 |
| 6.4. Инфраструктура финансового рынка.....                            | 302 |
| <br>  |     |
| Библиографический список.....   | 310 |

## ПРЕДИСЛОВИЕ

С переходом российской экономики на рыночные принципы хозяйствования в национальной экономической системе появилось множество разнообразных хозяйствующих субъектов и экономических институтов; существенно расширилась номенклатура товаров, работ и услуг; качественно изменилось общественное потребление. Словом, общественная жизнедеятельность стала обустраиваться на основе рыночных отношений.

Несмотря на то что в социалистический период в стране функционировало некоторое количество финансово-кредитных институтов, можно утверждать, что финансовый рынок — явление новое, пришедшее с новой эрой хозяйствования и политического устройства.

В текущий исторический момент национальный финансовый рынок, как, впрочем, и мировой рынок, переживает не лучшие времена. Ведь уже на протяжении более чем десяти лет наблюдается нестабильность в финансовом секторе российской экономики. Вместе с тем нужно понимать, что впереди нас ожидают большие перспективы.

Во-первых, потому, что мировая история во всей своей динамике показывает прогрессивное развитие. Основываясь на данном наблюдении, профессиональное сообщество сформулировало классический рыночный постулат: в долгосрочной перспективе финансовый рынок растет. И даже если вы давно уже наблюдаете обратную ситуацию, это свидетельствует лишь о неправильном выборе временного горизонта.

Во-вторых, потому, что, независимо от ситуации, складывающейся в экономической системе страны, существуют объективные предпосылки к динамичному развитию финансового рынка. Анализ валового внутреннего продукта (ВВП) стран с развитой экономикой показывает, что доля финансового сектора в его структуре может достигать пятой части, в то время как доля финансового

сектора в структуре российского ВВП составляет примерно двадцатую часть. Иными словами, даже в текущей ситуации нам есть куда расти и развиваться. Более того, у нас нет и другого выхода, ведь в рамках мировой истории нет ни одного примера эффективно функционирующей национальной экономики без гибких финансовых механизмов и высокоразвитого финансового рынка.

В этих условиях, а также с учетом существенного роста уровня финансовой грамотности среди россиян абсолютно все сферы жизнедеятельности страны нуждаются в квалифицированных профессионалах, специализирующихся на финансовых рынках. Иными словами, объективная реальность требует увеличения качественных и количественных характеристик от индивидов, формирующих профессиональное сообщество финансистов.

Данное учебное пособие направлено на решение этой задачи, поскольку нацелено на формирование теоретических знаний и приобретение практических основ в сфере функционирования финансового рынка и системы регулирования деятельности финансово-кредитных институтов.

Более того, читателю представляется уникальная возможность не только приобщиться к финансовому рынку, но и, повысив свой профессиональный уровень, стать его творцом.

Авторами глав учебника «Финансовые рынки и институты» являются О. А. Школик (гл. 1, 2; параграфы 3.1, 5.4, 5.5, 6.1); Е. Г. Князева (параграфы 5.1, 6.2, 6.4); Е. А. Разумовская (параграфы 5.2, 5.3); Н. Н. Мокеева (параграфы 5.1, 6.4); Ю. В. Истомина (гл. 1; параграф 6.2); М. И. Львова (гл. 4; параграфы 3.2, 6.3).



## Глава 1

# РОЛЬ И ФУНКЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ЭКОНОМИКЕ

### 1.1. ВЗАИМОСВЯЗЬ ФИНАНСОВ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В рамках рассмотрения экономической категории «финансовый рынок», движения по пути постижения ее сущности и познания природы тех процессов и явлений, которые проистекают в данной области социальной и экономической жизнедеятельности, отправной точкой служит осмысление того, что научно-практическая категория «финансы» является для нее определяющей.

Словом, без формирования теоретического базиса, на основе которого раскрывается фундаментальная взаимосвязь категорий «финансы» и «финансовые рынки», всестороннее рассмотрение всей совокупности общественных отношений, складывающихся на финансовых рынках, не представляется возможным.

В связи с этим обратим внимание на то, что в науке имеют место различные точки зрения относительно существования категории «финансы», в ракурсе которых выражено немалое количество определений данного термина. В большинстве своем они сводятся к тому, что «финансы» представляют собой систему общественных отношений, денежных и перераспределительных по своему характеру, имеющих в качестве своей цели формирование денежных фондов. Авторы данного учебника не имеют серьезных возражений относительно подобной трактовки, однако считают необходимым отметить два существенных момента.

Во-первых, приведенных характеристик недостаточно для идентификации категории «финансы», а потому необходима конкретизация ее специфики с учетом присущих ей признаков.

Во-вторых, в приведенных характеристиках упущено центральное звено, которое является главной определяющей характеристикой данных отношений:

их причинность и целенаправленность изначально связаны с государством. Иными словами, финансы обусловлены существованием института государства и необходимостью реализации возложенного на этот институт функционала. Именно этой обусловленностью и необходимостью характеризуется и неотъемлемость финансов от государства.

На данный общественно-политический институт возложен определенный функционал, который является сущностным элементом государства, поскольку только через реализацию своих функций государство может выполнить государственные задачи и достигнуть целей, ради которых оно возникло и существует. Функции государства, в свою очередь, распределяются по отраслевым направлениям, образуя тем самым отрасли государственности, в рамках которых формируется соответствующий госаппарат, разграничиваются предметы ведения, определяются и делегируются полномочия, формируется правовая база и т. д. Таким образом, в рамках отрасли государственности реализуется конкретная деятельность государства в определенной сфере отношений.

На протяжении длительного пути развития любое государство находится под влиянием различных процессов, трансформирующих и модифицирующих его форму. Параллельно с формой государства трансформируются и отрасли государственности. Этот процесс обусловлен причинно-следственной связью, поскольку иные политическая идеология, государственный режим, форма правления либо иные внешние обстоятельства ставят перед властью, олицетворяющей государство, иные цели и задачи. Поэтому в разные исторические периоды развития конкретного государства его функционал меняется, меняются методы осуществления власти, меняется ее структура, отсюда — пересмотр значимости отраслей. Например, в некоторых современных государствах авторитарной военной диктатуры, где цель государства сводится к удержанию власти в руках военной элиты, превалируют полицейские и фискальные функции, а такие отрасли, как здравоохранение, образование, социальное развитие, вообще отсутствуют<sup>1</sup>. Иными словами, структурный состав функций государства в теории весьма дискусионен, а на практике определяется совокупностью условий, исходящих от политической элиты, олицетворяющей государственную власть. Но все же безусловным является то, что ни одно государство, на какой бы стадии развития оно ни находилось, не может существовать вне правовой и финансовой отраслей.

В рамках правовой отрасли формируется не только функциональный аппарат, здесь формируется многогранная правовая система, система правовых

---

<sup>1</sup> См.: *Иорданский В. Б.* О характере военных диктатур в Тропической Африке // *Народы Азии и Африки.* 1967. № 4. С. 22–36.

актов, во главе которой стоит основной государственный закон — Конституция, а все нижестоящие нормативно-правовые акты, распределяясь по отраслям законодательства, регулируют публичные и частные отношения в государстве. Таким образом, формируемая национальная правовая система есть идейное воплощение государства, поскольку его юридическое обоснование закрепляется в Конституции страны, а отраслевое законодательство является юридической основой государственной власти, реализуемой в конкретной отрасли государственности.

Финансовая отрасль, наоборот, является одной из форм материального воплощения государства и его власти. Формируемая в рамках отрасли система государственных финансов служит материальной первоосновой всего государства, поскольку консолидирует и перераспределяет ресурсы, необходимые для его существования, реализации государственной деятельности. Поэтому финансовая отрасль — неотъемлемый элемент государственности в целом. В целях подкрепления позиции автора необходимо обратить внимание на точку зрения выдающего финансиста, доктора экономических наук, профессора Б. М. Сабанти, который в одной из своих работ отмечает, что историческая характеристика финансов указывает на то, что основные сущностные характеристики данной экономической категории не могут кардинально меняться со сменой общественно-экономических формаций<sup>2</sup>.

Мнение о неотъемлемости права и финансов у государства свойственно не только современным исследователям. Научный деятель дореволюционной России Н. М. Коркунов также говорил о неотъемлемости таких элементов государственности, как правовая и финансовая отрасли. Он указывал, что законы устанавливают пределы государственной власти, цели и формы деятельности государства, а финансы определяют ту материальную необходимость, те средства, какими государство располагает для осуществления этих целей<sup>3</sup>. Иными словами, по какому бы пути не шло государственное строительство, сущность и функции финансов постоянны и как часть науки всегда имеют одну и ту же цель — выработку эффективной системы формирования и использования фондов и доходов, обеспечивающих выполнение государством своих функций.

Товарно-денежные отношения и их историческая эволюция являются базовым фактором образования и дальнейшего развития целой системы стоимостных экономических категорий, каждая из которых имеет свои характерные особенности и играет свою специфическую роль в общественном воспроизвод-

---

<sup>2</sup> См.: Сабанти Б. М. Модель финансов социалистического государства. Нальчик : Эльбрус, 1989. 168 с.

<sup>3</sup> См.: Коркунов Н. М. Русское государственное право. Т. 1 : Введение и общая часть. СПб. : Типография Стасюлевича, 1893. 392 с.

стве. Финансы, как одна из таких категорий, также обладает специфичными признаками<sup>4</sup>.

*Первый признак* сводится к тому, что финансы — это уникальная сфера экономических отношений, причинность и целенаправленность которых изначально (исторически) связана с государством и возложенными на него функциями. В текущем моменте они неотъемлемы от этого общественно-политического института, в связи с чем и имеют преимущественно публичную (государственно-властную) форму проявления.

Развитие общественных взаимодействий в рамках экономической системы сопровождалось переходом от архаичных товарообменных операций, характерных для ранних этапов социального развития, к товарно-денежным отношениям. Таким образом, натуральные платежи уступали место денежным расчетам, в том числе и в части исполнения публичных обязательств, поскольку значение денежных поступлений при формировании государственных доходов существенно возрастало.

*Второй признак* сводится к тому, что финансы выражают сугубо денежные отношения, складывающиеся между разными участниками процесса общественного воспроизводства.

**Общественное воспроизводство** есть непрерывное возобновление в масштабе общества процесса производства как единства производительных сил и производственных отношений<sup>5</sup>. Иными словами, воспроизводство представляет собой воссоздание израсходованных факторов производства<sup>6</sup> с учетом трех неотъемлемых элементов: материальных благ, представленных предметами потребления и средствами производства; рабочей силы; производственных отношений.

В ходе общественного воспроизводства формируется совокупный общественный продукт, а также осуществляется процесс первичного распределения его стоимости.

**Совокупный общественный продукт** есть совокупность материальных благ и услуг, произведенных в некоем текущем периоде<sup>7</sup>. В экономике, основанной на рыночных принципах, его первичное распределение осуществляется без участия государства. Вместе с тем нужно отметить, что практика, свойственная

---

<sup>4</sup> См.: Казак А. Ю. Финансы, денежное обращение и кредит. Екатеринбург : РИФ «Солярис», 2001. 200 с.

<sup>5</sup> См.: Демографический энциклопедический словарь / редкол.: Д. И. Валентей (гл. ред.) и др. М. : Сов. энциклопедия, 1985. 608 с.

<sup>6</sup> См.: Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. М. : ИНФРА-М, 2006. 495 с.

<sup>7</sup> См.: Лопатников Л. М. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. 5-е изд., перераб. и доп. М. : Дело, 2003. 520 с.

государствам с недемократическими политическими режимами, где государство вмешивается либо тотально контролирует все стороны общественной жизнедеятельности, в том числе и сферу экономики, характеризует лишь политические, а не экономические особенности.

Распределительный процесс идет параллельно с производственным, поскольку они взаимозависимы. Ведь производственный процесс есть постоянное движение, которое невозможно поддерживать без выполнения трех обязательных условий постоянности.

Первое условие сводится к тому, что в ходе производственного процесса расходуются средства производства — здания и сооружения, машины и оборудование, сырье, запасы, энергия и т. п., таким образом, без возмещения стоимости израсходованных средств (обозначим их *mp* — сокр. от *means of production*) на регулярной основе производство остановится. На этом этапе происходит распределение части стоимости совокупного общественного продукта между хозяйствующим субъектом — производителем и хозяйствующим субъектом — поставщиком сырья, полуфабрикатов, услуг и т. д.

Второе условие сводится к тому, что труд и трудовые ресурсы являются неотъемлемым фактором производства. Таким образом, без оплаты труда (обозначим их *sw* — сокр. от *salary and wages*) производство также остановится. На этом этапе происходит распределение части стоимости совокупного общественного продукта между хозяйствующим субъектом — производителем и его работниками.

Третье условие сводится к тому, что производственный процесс имеет коммерческую целенаправленность, характеризующую его как одновременное качественное и количественное движение, таким образом, без извлечения и распределения прибыли (обозначим их *pd* — сокр. от *profit and dividend*) производство опять же остановится. На этом этапе происходит распределение части стоимости совокупного общественного продукта между хозяйствующим субъектом — производителем и потребителем, хозяйствующим субъектом — производителем и его собственниками (акционерами).

В ходе обозначенного распределительного процесса формируется материальный базис жизнедеятельности субъектов, непосредственно (предприятие, работники) или опосредованно (поставщики, акционеры) участвующих в производственном процессе. Те же субъекты, которые остаются за пределами процесса первичного распределения, не имеют материального базиса жизнедеятельности.

Соответственно *третий признак* сводится к тому, что финансам присущ сугубо перераспределительный характер. Ведь государство является носителем публичного (общественного) функционала. Между тем функции не могут

быть реализованы без закрепления за выполняющим эти функции субъектом соответствующих властных полномочий. В то же время нужно осознавать, что любое функциональное властное полномочие базируется на материальном обеспечении. На это, например, обращает внимание профессор, доктор экономических наук В. И. Терехин, указывая, что анализ государственных функций и их обеспечивающих расходных полномочий является отправной точкой в процессе понимания и разработки механизмов финансового обеспечения всей государственной деятельности на различных ее уровнях<sup>8</sup>.

Таким образом, государство в силу наличия объективной необходимости формирует систему перераспределительных отношений, в рамках которых из сферы материального производства осуществляется изъятие части стоимости распределенного совокупного общественного продукта и производится его вторичное (последующее) распределение.

И наконец, *четвертый признак* финансов увязывается с признаком, который мы обозначили первым. Он проявляется в том, что государство посредством экономико-правового регулирования, осуществляемого путем публичной нормативно-правовой регламентации, целенаправленно сводит рассматриваемые денежные перераспределительные отношения в обособленную систему, в рамках которой формируются и используются централизованные и децентрализованные фонды.

На фоне рассмотренных признаков приобретает актуальность вопрос о сферах существования финансов, поскольку приведенное обоснование указывает на то, что финансам, кроме как в публичной сфере, в общем-то нет места. Ведь обширная номенклатура денежных отношений, складывающихся в частной сфере, не обладает всей совокупностью признаков, присущих категории «финансы».

Однако ранее не случайно было указано, что финансы имеют преимущественно публичную (государственно-властную) форму проявления — преимущественно, а не исключительно. Это обусловлено тем, что в экономической системе есть особый сектор, в рамках которого складывающиеся отношения соответствуют признакам финансов, — им является финансовый рынок.

По сути, финансовый рынок — единственный сектор, где существуют финансы в форме частных отношений. Ведь только здесь денежные отношения являются действительно перераспределительными, изначально неотъемлемыми от государства, в связи с чем последнее, посредством экономико-правового регулирования, осуществляемого путем публичной нормативно-правовой

---

<sup>8</sup> См.: Терехин В. И., Шумаков Е. С. Макроэкономическая модель экономики региона // Вестн. РГРТА. 1998. № 4. С. 127–133.

регламентации, целенаправленно сводит их в обособленную систему, в рамках которой формируются и используются централизованные и децентрализованные фонды.

В целях более конкретного восприятия данный тезис можно изобразить графическим способом — в виде схемы (рис. 1).

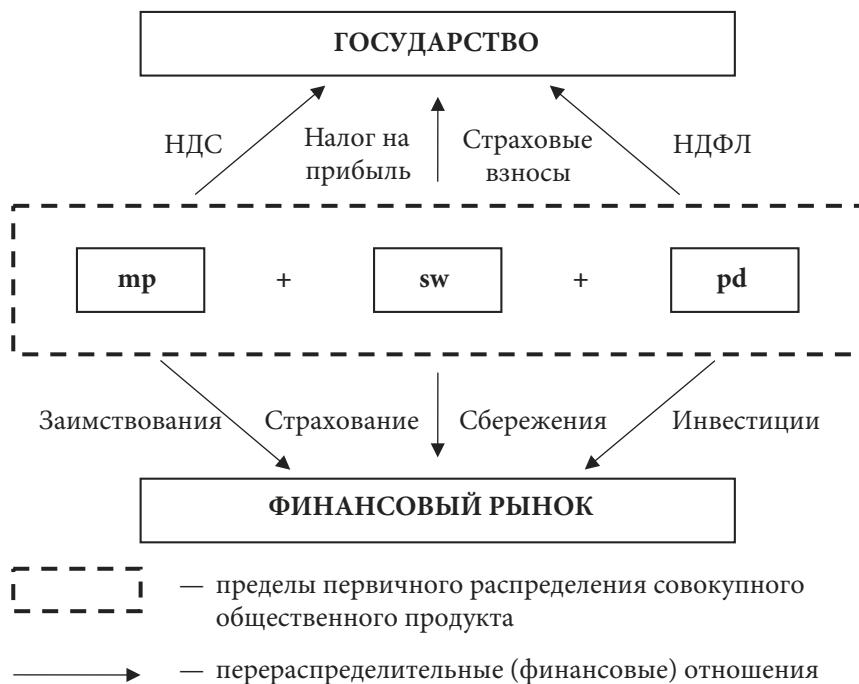


Рис. 1. Сферы функционирования финансов

В завершение параграфа нужно отметить, что перераспределительные отношения, складывающиеся на финансовом рынке, с точки зрения структуры и направленности финансовых потоков намного сложнее отношений, складывающихся в сфере государственных финансов.

## 1.2. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК И ЕГО ФУНКЦИИ

Проблемной чертой, характерной для современных экономических наук в целом и финансовой науки в частности, является дискуссионность относительно существа используемых понятий и категорий. Не обошла эта проблема и рассматриваемую категорию «финансовый рынок».

В начале предыдущего параграфа нами был выражен и впоследствии доказан тезис о взаимосвязи финансового рынка с финансами, на этой основе



объяснено, почему финансы как экономическая категория имеют квалифицирующее значение. Таким образом, на пути к определению понятия «финансовый рынок» и к рассмотрению его сущности мы пока коснулись только одной, но самой важной составляющей его части. Следовательно, для определения понятия «финансовый рынок» как рынка квалифицированного настоящий параграф необходимо начать с обращения ко второй составляющей его части — к категории «рынок».

Классический подход, используемый в экономических науках, трактует категорию «рынок» с трех позиций. Первая позиция отождествляет рынок с территориальной ограниченностью и географической определенностью, где рынок представляется местом купли-продажи товаров, работ и услуг. Вторая позиция отождествляет рынок с товарно-денежными отношениями, которые складываются на нем, поэтому здесь рынок трактуется как сами экономические отношения (или их совокупность), связанные с обменом товаров и услуг<sup>9</sup>. Третья позиция отождествляет рынок с характерными чертами экономики капиталистических стран (с рыночной экономикой), поэтому здесь рынок трактуется как совокупность правил и условий, а равно и как форма организации общественного хозяйствования<sup>10</sup>.

Исходя из представленного классического подхода деятелями экономической науки и практикующими финансистами финансовый рынок традиционно трактуется либо как место купли-продажи товара, обращающегося на нем, либо как совокупность экономических отношений, возникающих между его участниками по тому же поводу и в отношении тех же объектов.

Вместе с тем нужно отметить, что «финансовый рынок» — отдельная экономическая категория, поэтому определение данного понятия не может осуществляться на основе отождествления его составных частей с другими категориями, в том числе с обозначенными выше.

На наш взгляд, в этой части более близким к определению искомого понятия является вовсе не экономический подход, а лингвистический. Так, выдающийся отечественный ученый-лингвист С. И. Ожегов определяет рынок как сферу товарного обращения<sup>11</sup>.

Безусловно, финансовый рынок представляет собой особую экономическую сферу, сущность и специфика которой проявляется в трехэлементном един-

---

<sup>9</sup> См.: Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь.

<sup>10</sup> См.: Лопатников Л. М. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки.

<sup>11</sup> См.: Ожегов С. И. Словарь русского языка: Ок. 57 000 слов / под ред. чл.-корр. АН СССР Н. Ю. Шведовой. 18-е изд., стереотип. М.: Рус. яз., 1986. 797 с.



стве: субъекты<sup>12</sup>, объекты, отношения. Иными словами, финансовый рынок олицетворяется специальными субъектами, овеществляется особым товаром и функционирует посредством финансовых (перераспределительных) отношений. Данные элементы являются теми факторами, которые определяют обособленность финансового рынка в структуре рынка в целом.

**Финансовый рынок** — это особый сектор экономики, формируемый специализированными финансовыми институтами, где между разнообразными участниками складываются отношения, предметом которых являются финансовые активы, финансовые инструменты, а также связанные с ними финансовые услуги.

Действительно, современный финансовый рынок представляет собой весьма сложную систему, в рамках которой функционирует огромное количество субъектов — носителей особого хозяйственного статуса, определенного их специальной финансово-институциональной компетенцией. Таким образом, рынок предстает как совокупность номенклатурных финансовых посредников, оперирующих разнообразными финансовыми активами и инструментами и выполняющими широкий спектр функций по обслуживанию экономических процессов и управлению ими в экономической системе. В этой системе деньги и иные финансовые активы участников рынка обособились от материальной основы и получили способность к самостоятельному обращению.

Выше уже было указано, что финансовый рынок представляет собой рынок особого товара. Если опустить общеэкономические критерии, то в остатке мы получим самую главную особенность, суть которой сводится к тому, что финансовые активы и финансовые инструменты неразрывно связаны с финансовой услугой. Например, предположим, что некое лицо (далее — инвестор) имеет намерение приобрести финансовый актив — обыкновенную акцию ОАО «Газпром», реализовать который он может двумя путями:

— первый путь — приобрести актив в ходе торгов на фондовой бирже. Однако финансовый рынок есть экономический сектор ограниченного доступа, т. е. непосредственно к проведению операций на рынке имеют доступ только институциональные субъекты. Таким образом, инвестор должен обратиться за услугой к одному институциональному субъекту (брокеру), который на торгах, организованных другим институциональным субъектом (фондовой биржей), приобретет финансовый актив у третьего институционального субъекта (брокера, дилера). После этого ценная бумага будет зачислена на счет-депо, открытый инвестору у четвертого институционального субъекта (депозитария),

---

<sup>12</sup> Речь идет об институциональных субъектах, обеспечивающих/обслуживающих функционирование рынка, а не об участниках рынка в целом, куда также относятся бенефициары (конечные потребители, эмитенты, инвесторы и т. д.).

т. е. инвестору будет оказана еще одна финансовая услуга — услуга по хранению ценной бумаги;

— второй путь — приобрести актив на внебиржевом рынке. В этой части финансового рынка у покупателя и продавца отсутствует объективная необходимость в финансовой услуге, однако и здесь инвестору не обойтись без нее. Процесс приобретения любого актива (имущества) завершается оплатой со стороны покупателя и передачей объекта сделки со стороны продавца. Акция существует в абстрактной (бездокументарной) форме, поэтому процесс передачи актива осуществляется процедурным действием, которое с юридических позиций можно обозначить как «вступление в права владельца»<sup>13</sup>. Данное процедурное действие осуществляется в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг, находящегося в руках институционального субъекта (регистратора)<sup>14</sup>, и представляет собой внесение двух записей — расходной записи по лицевому счету продавца и приходной записи по лицевому счету покупателя.

Роль финансового рынка в социальной и экономической системах предопределяется теми функциями, которые он выполняет. Поскольку финансовый рынок представляет собой особую категорию, обособленную в границах общей категории «рынок», то для него соответственно характерно выполнение общих и особенных рыночных функций. Общие присущи любому рынку, а особенные — только рынку финансовому, они определяются той спецификой, которая свойственна только ему и является важным критерием, выделяющим его на фоне рынков продукции, благ, нефинансовых услуг и т. д.

На рынке происходит концентрация спроса и предложения на рыночный товар, в результате чего обеспечивается формирование рыночных цен на товар, его отдельные группы и категории. Рыночная цена наиболее объективно отражает соотношение спроса и предложения. В этом процессе реализуется одна из общих функций финансового рынка — **функция ценообразования** в отношении финансовых активов, финансовых инструментов и финансовых услуг.

Рынок — экономическая категория, имеющая длинный исторический путь развития. Изначально одной из общих рыночных функций является объективное посредничество на пути удовлетворения интересов продавца и покупателя. В процессе развития рынка развиваются и усложняются его структура, операционная деятельность и рыночные отношения в целом. Это способствует формированию и развитию субъективного посредничества — субъектов на профессиональной основе, осуществляющих деятельность по рыночному

<sup>13</sup> Подразумевается вступление в права, вытекающие из права собственности на ценную бумагу. Применительно к акции термин «владелец» нужно рассматривать в значении «акционер».

<sup>14</sup> В соответствии с российским законодательством, регулирующим рынок ценных бумаг, термины «держатель реестра», «регистратор», «реестродержатель» являются равнозначными.

посредничеству, тем самым оптимизирующих рыночные процессы и облегчающих взаимодействие продавцов и покупателей. С одной стороны, в отличие от прямого взаимодействия продавцов и покупателей, участие посредников, наоборот, еще больше усложняет рыночные процедуры, а также должно приводить к росту операционных издержек по сделкам. С другой стороны, участие посредников приводит к оптимизации временных затрат, снижению рисков по сделкам и т. д.

Посредничество является не только сущностным, но и образующим элементом финансового рынка. Институциональные субъекты, осуществляющие профессиональную деятельность на финансовом рынке, обеспечивают операционный процесс, способствуют снижению разнообразных рисков и разрешению проблемы ликвидности, осуществляют трансформацию сроков и объемов предоставления финансовых ресурсов, инструментов и услуг и т. п. Таким образом, еще одной из общих функций финансового рынка является **функция рыночного посредничества** в объективном и субъективном его проявлении.

За счет концентрации спроса и предложения, а также роста их объемов на рынке достигается эффект масштаба. В этих условиях растут операционные обороты и снижаются транзакционные издержки, что является еще одной общей функцией рынка. В рамках финансового рынка оптимизации транзакционных издержек способствуют концентрация операций с финансовыми активами и финансовыми инструментами, рост валовых объемов осуществляемых сделок в организованном секторе, стандартизация отдельных видов финансовых инструментов и сделок и т. д.

Процесс рыночной торговли позволяет владельцу товара продать его, т. е. конвертировать в денежную форму. В связи с этим нередко к одной из общих относят такую функцию рынка, как **обеспечение ликвидности активов**. Вместе с тем нужно напомнить, что ликвидность актива — это текущая характеристика, отражающая его способность к конвертации в денежную форму без существенных потерь и в краткие сроки. Тут нужно акцентировать внимание прежде всего на текущей роли этой характеристики, поскольку она имеет временное ограничение и привязана именно к текущему моменту — к текущей ситуации на рынке или, например, в экономике в целом. Так, классическим является постулат о том, что деньги обладают абсолютной ликвидностью, но это во многом зависит от того, в какой национальной валюте они в текущий момент номинированы и какова текущая ситуация в национальной экономике, национальной политике и т. д. При изменении текущей ситуации даже денежный актив может перейти в категорию низколиквидного.

Стоит также отметить и то, что критерий сроков конвертации — это величина переменная, зависящая от множества факторов. В отношении некоторых

категорий активов, даже только в силу процедурных особенностей, «краткий» срок может исчисляться месяцами.

Таким образом, первостепенным и безусловным критерием ликвидности актива, имеющим постоянную значимость, является критерий потерь. Однако с этих позиций выполнить данную функцию рынок априори не способен, более того, это шло бы вразрез с законами рынка.

Иными словами, речь тут идет не о ликвидности, а об обеспечении операционной активности. В данном случае подразумевается, что рынок обеспечивает своим участникам возможность найти контрагента и конвертировать актив, не отвечающий основному критерию ликвидности.

Применительно к финансовому рынку данная функция предполагает, что рыночный механизм позволяет не только конвертировать финансовый актив, но и обеспечить его конверсию в иные виды финансовых активов и инструментов.

Аккумулированный и незадействованный в производственной сфере капитал, агрегированный в форме публичных и частных сбережений, через механизм финансового рынка вовлекается его участниками в операционный оборот для последующего эффективного использования капитала в экономике страны. Таким образом, одна из особенных функций финансового рынка — ***перевод сбережений экономических агентов из непроизводительной формы в производительную.***

В ходе функционирования финансового рынка обеспечивается выявление объема и структуры спроса на отдельные финансовые активы и своевременное его удовлетворение с учетом категорий потребителей, которые временно нуждаются в привлечении капитала из внешних источников. Таким образом, посредством рыночного механизма реализуется еще одна особенная функция финансового рынка — перераспределение аккумулированного свободного капитала между его конечными потребителями.

Конечные направления использования свободного капитала определяются в первую очередь с позиций обеспечения высокого уровня доходности. Финансовый рынок осуществляет перераспределение свободного капитала, вовлеченного в операционный оборот, в наиболее эффективные отрасли хозяйствования, тем самым выполняя еще одну особенную функцию — обеспечение наиболее эффективного использования свободного капитала.

Важной функцией финансового рынка является хеджирование рисков по активам и операциям его участников. Субъекты финансового рынка выработали механизм защиты и страхового обеспечения от ценового и финансового рисков, который основан на системе специальных финансовых инструментов. Он позволяет снизить финансовый и коммерческий риск продавцов и поку-

пателей финансовых активов в условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Помимо этого в системе финансового рынка получило достаточное распространение перераспределение рисков между сегментами финансового рынка, прежде всего за счет использования классических страховых услуг.

Государство является не только институциональным политическим субъектом, но и, будучи участником экономических отношений, обладает статусом экономического субъекта. Посредством выпуска отдельных финансовых инструментов государство имеет возможность воздействовать на состав и объем денежной массы в национальной экономике, перераспределяя ее структуру между теми или иными денежными агрегатами. Таким образом, еще одной особенной функцией финансового рынка является то, что через него государство осуществляет финансирование бюджетного дефицита на безынфляционной основе, поскольку получает финансовые ресурсы для реализации своего функционала без дополнительной эмиссии денежных средств.

Финансовый рынок позволяет осуществить передачу и перераспределение вещных прав на нефинансовые активы. Любой финансовый актив или инструмент всегда связан с имуществом (вещными правами) и/или обязательственными правами. При проведении на финансовом рынке разнообразных операций с финансовыми инструментами участники рынка могут передавать право собственности на нефинансовые активы, вытекающие из владения финансовым активом или инструментом. В качестве примера можно привести ситуацию с инвестиционными фондами, в инвестиционном портфеле которых могут находиться нефинансовые активы — недвижимость, предметы искусства и т. д. Инвестор может осуществить вложения в фонд не в денежной форме, а путем внесения обозначенных объектов. В результате он получает финансовый актив — ценную бумагу, которая фиксирует право собственности на долю в имуществе, составляющем инвестиционный фонд. Таким образом, финансовый рынок через функционирование своего института в лице инвестиционного фонда осуществляет перераспределение вещных прав в отношении нефинансовых активов, внесенных в фонд между всеми его инвесторами. При продаже инвестором ценной бумаги, выпущенной фондом, осуществляется передача вещных прав новому владельцу этой бумаги.

Финансовый рынок оптимизирует процесс оборота капитала: обеспечивая мобилизацию, распределение и эффективное использование незадействованного в производственной сфере капитала и тем самым удовлетворяя потребности отдельных хозяйствующих субъектов в нем, способствует активизации экономических процессов и ускорению оборота используемого капитала, на каждом цикле которого генерируются дополнительная прибыль и прирост национального дохода.

### 1.3. ВИДЫ, СЕГМЕНТЫ И МОДЕЛИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В науке и практике термин «финансовый рынок» чаще употребляется во множественном числе — «финансовые рынки». В названии данного учебника также используется форма множественного числа, до настоящего момента она здесь сознательно не употреблялась и вопрос об этом не поднимался.

Между тем, чтобы корректным было не только использование термина, но и восприятие его сущности, нужно понимать, что финансовый рынок структурно представляет собой обширную систему отдельных его видов и сегментов. Разграничение и дифференцирование видов и сегментов финансового рынка осуществляется по различным классификационным признакам и критериям. Иными словами, формы употребления данного термина равнозначны, а следовательно, не имеют принципиального значения. Но, с другой стороны, финансовый рынок, как отдельный структурный элемент (сектор) экономики, имеет свою подструктуру, при рассмотрении которой корректнее все же говорить о финансовых рынках.

Важнейшее место в классификации финансовых рынков занимает *классификация по виду обращающихся активов*. В этой части финансовые рынки подразделяются на шесть сегментов.

1. **Кредитный рынок** — сегмент, на котором объектом купли-продажи выступают свободные кредитные ресурсы и обслуживающие их финансовые инструменты, обращение которых осуществляется на принципах возвратности и платности.

2. **Рынок ценных бумаг** — сегмент, на котором объектом купли-продажи выступают все виды ценных бумаг, эмитированных публичными и частными субъектами, в том числе государством, муниципальными образованиями, предприятиями и финансовыми институтами, а также финансовые услуги, связанные с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами. В странах с развитой рыночной экономикой рынок ценных бумаг является наиболее обширным видом финансового рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов.

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

4. **Рынок инвестиционных металлов**. Объектом купли-продажи на данном рынке выступают различные виды драгоценных металлов. Посредством



финансовых операций с ними здесь осуществляются не только долгосрочные инвестиционные операции, но и страхование финансовых активов, обеспечение резервирования этих активов для приобретения необходимой валюты в процессе международных расчетов, осуществляются краткосрочные финансовые спекулятивные сделки. Данный рынок многофункционален, поскольку основная часть драгоценных металлов является общепризнанным и широко используемым финансовым активом, а также наиболее безопасным средством резервирования свободных финансовых ресурсов.

Вместе с тем из общей массы операций с драгоценными металлами необходимо выделять те операции, которые направлены на удовлетворение потребности в промышленном и бытовом потреблении драгоценных металлов. Прежде всего потому, что здесь драгоценный металл выступает ценным сырьевым товаром, имеющим потребительскую значимость. Таким образом, в отличие от финансовых (перераспределительных) операций с инвестиционными металлами, при осуществлении хозяйственных операций с драгоценными металлами происходит процесс первичного распределения совокупного общественного продукта.

5. **Страховой рынок** — сегмент, на котором объектом купли-продажи выступает страховая защита в форме различных страховых продуктов.

6. **Рынок коллективных инвестиций.** Объектом купли-продажи на этом рынке, даже на общем фоне активов и инструментов, обращающихся на финансовом рынке, является весьма специфичный и разнообразный товар. Это предопределено тем, что, в зависимости от вида коллективного инвестиционного института, товаром могут выступать выпущенные ценные бумаги, страховая защита, свободные кредитные ресурсы, а также инвестиционные услуги, связанные с указанными объектами.

Еще одной классификацией финансовых рынков является *классификация по периоду существования и срокам обращения финансовых инструментов*. Здесь выделяется две категории.

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

ния, капитал функционирует на нем как средство обращения и платежа, что определяет типы финансовых инструментов на этом рынке.

**2. Рынок капитала** представляет собой рынок наличных денег и безналичных денежных средств, а также финансовых инструментов со сроком обращения более одного года. Рынок капитала обслуживает процесс расширенного воспроизводства: капитал функционирует как самовозрастающая стоимость. Функционирование рынка капитала позволяет экономическим субъектам решать проблемы формирования инвестиционных ресурсов для реализации реальных инвестиционных проектов и эффективного финансового инвестирования (осуществления долгосрочных финансовых вложений). Финансовые активы данного сегмента рынка, как правило, менее ликвидны, им присущ наибольший уровень финансового риска и, следовательно, более высокий уровень доходности.

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

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

Важное значение в процессе изучения финансовых рынков имеет *классификация по степени организованности рынка*. В соответствии с этим классификационным критерием можно выделить два его вида.

**1. Организованный рынок.** Торговля на этом рынке ведется специально созданным для этих целей организатором торговли на постоянной основе по строго установленным этим организатором правилам между специально отобранными (как правило, лицензированными) участниками. На организованном финансовом рынке обеспечивается высокая концентрация спроса и предложения в едином месте, устанавливается наиболее объективная система цен на отдельные финансовые инструменты и услуги, проводится проверка качества предлагаемых инструментов и услуг. Этот рынок представлен



системой валютных и фондовых бирж, а также иных организаторов торговли, на которых ведется торговля инструментами, прошедшими процедуры качественного отбора, допуска к торгам и группировки — допуск к торгам и листинг. Участниками торгов выступают специализированные финансовые институты, действующие на основании специального разрешения — лицензии. Процедура ценообразования и торгов носит гласный публичный характер, биржа гарантирует участникам торгов исполнение сделок, заключенных на ее площадке.

**2. Неорганизованный рынок** — это рынок, на котором осуществляется купля-продажа финансовых инструментов и услуг, сделки по которым не регистрируются в торговой системе. Он характеризуется более высоким уровнем финансового риска. Указанное обстоятельство обусловлено, во-первых, отсутствием процедуры качественного отбора торгуемых финансовых инструментов и услуг, а во-вторых, отсутствием в заключаемых сделках посредника в виде организатора торгов или биржи, который принимал бы на себя риски неисполнения сделок со стороны контрагентов. Вместе с тем этот рынок обеспечивает обращение более широкого спектра финансовых инструментов и услуг, удовлетворяет потребность отдельных инвесторов в финансовых инструментах с высоким уровнем риска, а соответственно приносящих и более высокий доход. В режиме неорганизованного финансового рынка осуществляются определенная часть операций с ценными бумагами и основной объем кредитных и страховых операций.

Стоит отметить, что иногда при классификации финансового рынка по критерию организованности термины «организованный» и «неорганизованный» подменяются терминами «биржевой» и «внебиржевой». Такая подмена является некорректной, поскольку определяющий термин «биржа» в мировой юридической практике предполагает наличие у организатора торговли особого статуса<sup>15</sup>. Иными словами, данные термины неравнозначны, и при их подмене квалификация не соответствует действительной.

Следующей классификацией финансовых рынков является *классификация по срокам реализации сделок*, где классификационным критерием выступают сроки исполнения обязательств по сделкам с финансовыми активами и инструментами. Согласно этому критерию здесь также выделяют два вида рынков.

**1. Спот-рынок** — рынок с немедленным исполнением сделок, т. е. заключенные сделки исполняются либо в день совершения сделки, либо в течение нескольких дней, но не более пяти.

---

<sup>15</sup> Например, широко известный американский организатор торговли НАСДАК (NASDAQ — National Association of Securities Dealers Automated Quotation) функционирует на принципах электронной торговой системы, поэтому по своему правовому статусу и процессуальным характеристикам относится к внебиржевому организованному рынку.

**2. Срочный рынок** — отличается тем, что исполнение обязательств по совершенным сделкам отстает от дня их заключения на срок, превышающий более пяти дней. Предметом обращения на этом рынке являются, как правило, фондовые, валютные и товарные деривативы, еще именуемые производными финансовыми инструментами или финансовыми инструментами срочных сделок.

Еще в совокупности классификационных оснований выделяется критерий жизненной стадии финансового актива в рынке. Исходя из данного критерия производится *классификация по этапам рыночного обращения финансовых активов* на финансовых рынках.

**Первичный рынок.** На этом рынке (этапе) происходит процесс отчуждения ценных бумаг их первым покупателям, который именуется размещением ценных бумаг. По общему правилу размещение является одной из завершающих фаз эмиссии. Традиционно размещение организует андеррайтер (организатор выпуска), в общую совокупность функций которого входят функции инвестиционного дилера. Он самостоятельно или с группой со-андеррайтеров организует размещение эмитированных ценных бумаг, при этом выкупая в нормативных пределах, установленных законодательством, часть выпуска с целью их последующей продажи конечным инвесторам.

**Вторичный рынок.** Здесь происходит процесс обращения ценных бумаг, который подразумевает отчуждение ценных бумаг от их первых владельцев и передачу вторым и последующим. Иными словами, рынок функционирует за счет заключения сделок по купле-продаже ранее выпущенных и размещенных ценных бумаг. Вторичный рынок охватывает преимущественную часть биржевого и внебиржевого оборота ценных бумаг и обеспечивает постоянную ликвидность торгуемых ценных бумаг, а также распределение финансовых рисков.

Вместе с приведенной номенклатурой классификаций финансового рынка нередко можно встретить и *классификацию по региональному уровню его функционирования*. Традиционно здесь выделяют четыре подкатегории.

**1. Местный финансовый рынок.** Представлен в основном операциями коммерческих банков, страховых компаний, неорганизованных торговцев ценными бумагами с их контрагентами — местными хозяйствующими субъектами и населением. Теоретически он ограничен агломерацией, состоящей из одного или нескольких муниципальных образований.

**2. Региональный финансовый рынок.** Рынок, функционирующий в масштабах территориальной агломерации, насчитывающей один или несколько регионов (исторических, национальных и т. п.) либо субфедеративных образований.

**3. Национальный финансовый рынок.** Включает всю совокупность территориальной структуры финансовых рынков страны, все их виды, сегменты

и формы. Иными словами, это финансовый рынок, функционирующий в границах всей национальной юрисдикции.

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

Стоит отметить, что у приведенной классификации по региональному уровню его функционирования есть два недостатка. Первый недостаток касается местного и регионального рынка и сводится к тому, что целесообразность выделения этих уровней является спорной. Это обусловлено тем, что в действительности очертить границы их функционирования в полной мере невозможно, особенно в условиях глобализации. Поэтому если и говорить об уровнях функционирования финансового рынка, то только о национальном и мировом. Вторым недостатком классификации сводится к тому, что она не в полной мере раскрывает сущность мирового рынка. Иными словами, мировой рынок можно рассматривать с двух позиций — либо как совокупность национальных финансовых рынков, *консолидированную* в глобальных (мировых) масштабах, либо как финансовый рынок, существующий вне какой-либо национальной юрисдикции, относительно которой термин «мировой» употребляется в значении «международный».

Финальной классификацией финансовых рынков, которой, на наш взгляд, стоит уделить внимание, является *классификация в ракурсе мировых моделей финансового рынка*. Традиционно выделяют две модели — Market-based и Bank-based.

**Модель Market-based** характеризуется преобладающей ролью фондового рынка в процессе перераспределения финансовых ресурсов и финансирования национальной экономики. Соответственно данная модель базируется на доминировании институтов биржевого и внебиржевого организованного рынка в структуре национального финансового рынка. Именно финансовые ресурсы, концентрируемые на биржевом и внебиржевом организованном рынке, выступают основным источником финансирования национальных экономик, финансовый сектор которых образуется по модели Market-based.

**Модель Bank-based** характеризуется преобладающей ролью кредитного рынка в процессе перераспределения финансовых ресурсов и финансирования национальной экономики. Соответственно данная модель базируется на доминировании кредитных институтов в структуре национального финансового рынка, и прежде всего речь здесь идет о банковских и небанковских кредитных организациях.

Основные различия между двумя указанными моделями приведены в табл. 1.

Из приведенной таблицы следует, что основным источником инвестиций в случае модели Market-based является доленое финансирование экономики. То есть финансирование (перераспределение финансовых ресурсов) осуществляется через покупку долевых инструментов, а долевыми инструментами в данном случае являются акции и производные от них финансовые инструменты. Иными словами, в рамках данной модели хозяйствующий субъект или его конечный бенефициар, желающие привлечь финансирование для развития, осуществляют дополнительный выпуск акций и пускают в состав акционеров инвесторов (новых акционеров).

Таблица 1

**Сопоставление моделей финансового рынка**

| Критерий  | Market-based   | Bank-based   |
|---|--|--|
| Основной источник (форма) инвестиций                | Доленое финансирование                                     | Долговое финансирование  |
| Основные инструменты                                | Долевые ценные бумаги и производные финансовые инструменты | Долговые инструменты   |
| Основные участники рынка                            | Частные инвесторы и QIB                                    | Публичные субъекты   |
| Уровень либерализации рынка и регулятивная методика | Высокий уровень либерализации. Жесткий надзор и санкции    | Меньший уровень либерализации. Умеренное или жесткое регулирование |
| Рыночная диверсификация                             | Высокая  | Средняя и низкая   |
| Банковская номенклатура                             | Специализированные банки                                   | Универсальные банки  |

В модели Bank-based основным источником инвестиций является долговое финансирование. В рамках долгового финансирования преобладающее значение имеют кредитные/заемные ресурсы, размещаемые посредством прямого заимствования, — банковские кредиты и займы либо свободные финансовые ресурсы, размещаемые посредством приобретения секьюритизированных<sup>16</sup> долговых обязательств, т. е. долговых ценных бумаг — облигаций, векселей и т. д.

<sup>16</sup> Секьюритизация (от англ. *securities* — ценные бумаги) — финансово-правовое явление, суть которого сводится к преобразованию традиционных гражданских или коммерческих правоотношений в обязательственные правоотношения, возникающие из сделок с ценными бумагами. В результате секьюритизации обязательства или активы трансформируются в форму ценных бумаг, а отношения между контрагентами трансформируются в отношения между владельцем ценной бумаги и лицом, которое выпустило эту ценную бумагу в обращение. Например, эмиссия облигаций является примером секьюритизации заемных отношений. В результате секьюритизации классический заем преобразуется в форму долговой ценной бумаги (облигации),

Естественно, этим же фактором предопределяется и то, что модели отличаются друг от друга по основным инструментам перераспределения финансовых ресурсов в национальной экономической системе. Так, в Market-based преобладают долевыми и срочными инструментами, т. е. акции, фьючерсы на акции, опционы на акции, опционы эмитента и т. д. В модели Bank-based преобладают долговые инструменты, в том числе долговые бумаги — облигации и векселя, а также иные формы долговых бумаг.

Модели отличаются также по основным участникам рынка. В случае модели Market-based основными участниками рынка являются различные частные инвесторы, а также инвесторы, относящиеся к категории *qualified institutional buyer* (QIB), которой в России соответствует категория «квалифицированный инвестор». То есть это институциональные инвесторы, представленные в лице профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитных организаций, пенсионных и инвестиционных фондов, управляющих компаний этих фондов, страховых компаний, международных финансовых организаций, национальных центральных банков и т. д., либо иные юридические и физические лица, которые соответствуют определенным финансовым или квалификационным критериям и признаны квалифицированными инвесторами в ходе специальной процедуры. Как уже было отмечено, в качестве установленных критериев предъявляемых к неинституциональным квалифицированным инвесторам, выступают две категории критериев: квалификационные — обладание необходимой квалификацией, т. е. трудовым опытом на финансовых рынках, наличие определенных квалификационных аттестатов или международных профессиональных сертификатов и т. д.; финансовые — обладание финансовыми активами (денежные средства, ценные бумаги или производные финансовые инструменты) общей стоимостью не менее определенной суммы, торговая история (торговый оборот) на финансовых рынках в объеме не менее определенной суммы. Более подробно регулятивные аспекты категории «квалифицированный инвестор» рассмотрены в параграфе 6.1.

В случае модели Bank-based основными участниками рынка являются публичные субъекты. При этом под публичными субъектами подразумеваются как государственные институциональные и неинституциональные субъекты — национальные центральные банки, национальные финансовые органы (Мини-

---

а отношения между займодавцем/кредитором и заемщиком преобразуются в отношения между ее владельцем и ее эмитентом, хотя экономический базис отношений не изменился. Одним из главных аспектов секьюритизации является то, что обязательство или актив трансформируется в обособленный финансовый актив (ценную бумагу), способный к самостоятельному обращению на рынке с потенциально большей операционной ликвидностью, нежели обязательство или актив, лежащие в его основе.

стерство финансов, Департамент казначейства и т. д.), так и негосударственные субъекты — публичные акционерные общества или публичные корпорации, в зависимости от той национальной системы регулирования статуса публичных хозяйствующих субъектов, которая установлена в конкретном государстве.

Существенно отличаются модели по уровню либерализации рынка и методике их регулирования. Для модели Market-based свойственны сравнительно высокий уровень либерализации, что предполагает достаточно обширную экономическую и правовую свободу в деятельности институциональных субъектов финансового рынка, обслуживающих инвесторов и эмитентов, а также свободу самих инвесторов и эмитентов на финансовом рынке. В свою очередь, экономико-правовая свобода подразумевает отсутствие излишнего регулятивного вмешательства государства в рыночные процессы, когда рыночные участники свободны в выборе финансовых активов и финансовых инструментов, свободны в проведении финансовых операций и т. д. Однако либеральное положение на рынке грозит злоупотреблением таким положением и требует государственной охраны общественных интересов и защиты от причинения им ущерба. Поэтому, с другой стороны, либеральное положение компенсируется жестким государственным надзором, который предусматривает наличие и применение жестких финансовых и административных санкций к нарушителям национального финансового законодательства, нарушителям норм деловой практики на финансовых рынках или лицам, практикующим недобросовестное поведение при проведении биржевых и иных финансовых операций.

Для модели Bank-based уровень либерализации и методы регулирования зависят от ряда факторов, в том числе от таких, как степень экономического и социального развития, политико-правовой режим и модель правовой системы. В целом для развитых демократических государств, финансовый рынок которых тяготеет к модели Bank-based, свойствен меньший уровень либерализации, характеризующийся умеренным регулятивным вмешательством государства в рыночные процессы, нежели в государствах с моделью Market-based. Однако на фоне развивающихся государств отличия между этими моделями проявляются более ярко, поскольку для таких стран свойствен действительно низкий уровень либерализации, характеризующийся жестким регулированием. В наибольшей степени это выражается в императивном предписании требований, нормативов, процедур и т. д. При этом необходимо отметить, что, как правило, сопутствующим свойством жесткого регулирования являются активная санкционная политика финансовых органов, но достаточно узкий охват охраняемых общественных (государственных) интересов на финансовых рынках, ограниченная компетенция и инструментарий государственных органов, а также весьма слабая номенклатура санкций для нарушителей и недобро-



совестных участников рынков. В частности, согласно сложившейся практике, стоимостная величина санкций, применяемых органами финансового регулирования в государствах с моделью Market-based финансового рынка, может в сотни тысяч раз превышать стоимостную величину санкций, применяемых органами финансового регулирования в государствах с моделью Bank-based.

Еще одним отличием моделей является уровень рыночной диверсификации. Для модели Market-based свойствен высокий уровень диверсификации, что характеризуется наличием обширной номенклатуры обращающихся финансовых активов, обширного количества и разнообразия институциональных субъектов и участников финансового рынка, обширного инструментария для защиты от рисков и т. д. В свою очередь, для модели Bank-based, наоборот, свойственна более низкая рыночная диверсификация.

Исторически сложилось так, что различия между моделями проявляются также и в банковской номенклатуре. Для модели Market-based свойственно формирование специализированных банков, т. е. здесь характерно разделение банков по специализации на инвестиционные и классические. Инвестиционные банки являются активными участниками фондового рынка, выступая в качестве финансовых посредников и инвестиционных консультантов для эмитентов и инвесторов, проводят собственные (дилерские) операции с ценными бумагами и финансовыми инструментами, размещают собственные резервы на открытом фондовом рынке. Классические банки в рамках этой модели специализируются на оказании классических банковских услуг, таких как кредитование, расчетно-кассовое обслуживание и привлечение средств в депозиты.

Для модели Bank-based, наоборот, свойственно наличие универсальных банков, которые концентрируют в рамках своей деятельности все виды банковских услуг и инвестиционных операций, а вместе с этим концентрируют в своей деятельности всю совокупность финансовых рисков.

## 1.4. ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В широком понимании категория «участники финансового рынка» весьма обширна и включает в себя всех лиц, присутствующих на финансовом рынке, которые реализуют здесь свои интересы инвестиционного, кредитного, страхового и коммерческого характера. Вместе с тем их можно разделить на три основные группы.

В *первую группу* участников входят **продавцы и покупатели** финансовых активов и финансовых инструментов, которые при этом одновременно являются поставщиками/потребителями финансовых услуг. Это группа прямых,

т. е. непосредственных, участников финансового рынка, которые являются бенефициарами по финансовым операциям и сделкам.

В сегменте кредитного рынка прямыми участниками финансовых операций являются кредиторы и заемщики.

**Кредиторы** — это участники финансового рынка, предоставляющие ссуду во временное пользование за плату, т. е. под определенный процент. Основной функцией кредиторов является продажа собственных и перепродажа заемных денежных активов в целях удовлетворения материальных потребностей ссудополучателей в финансовых ресурсах. Кредиторами на финансовом рынке могут выступать как публичные органы, представленные в лице федеральных и региональных органов государственной власти, так и частные лица, представленные в лице банков, осуществляющих наибольший объем и спектр кредитных операций, а также в лице финансово-кредитных институтов небанковского типа.

**Заемщики** — субъекты финансового рынка, получающие денежные ссуды от кредиторов на условиях срочности, платности и возвратности. Основными заемщиками денежных активов на финансовом рынке выступают опять же государство, банки, предприятия и физические лица.

В сегменте рынка ценных бумаг прямыми участниками финансовых операций являются эмитенты и инвесторы.

**Эмитенты** — участники финансового рынка, привлекающие необходимые финансовые ресурсы за счет выпуска (эмиссии) ценных бумаг. На финансовом рынке эмитенты традиционно выступают в роли продавцов собственных ценных бумаг, хотя в теории имеются правовые основания, а на практике — ситуации и примеры, когда эмитенты выступают в роли покупателей собственных ценных бумаг. Эмитентами являются публичные образования, представленные в лице государственных и муниципальных органов, органов денежно-кредитного регулирования (центральный банк), а также частные образования, представленные в лице корпораций и иных хозяйствующих субъектов — юридических лиц.

**Инвесторы** — участники финансового рынка, осуществляющие вложение своего материального капитала, агрегированного преимущественно в виде финансовых активов в денежной форме, в разнообразные виды ценных бумаг и производных финансовых инструментов с целью получения дохода или иных прав, гарантированных ими. Инвесторы классифицируются по ряду признаков. Традиционная совокупность классификаций позволяет разделить всех инвесторов на розничных, квалифицированных и институциональных, индивидуальных и коллективных, частных и публичных.

В сегменте рынка коллективных инвестиций прямыми участниками финансовых операций являются коллективные инвесторы.



**Коллективные инвесторы** — это участники финансового рынка, осуществляющие вложения своего материального капитала в выпущенные коллективными институтами ценные бумаги, получающие от коллективных институтов страховую защиту, свободные кредитные ресурсы, являющиеся потребителями инвестиционных услуг, связанных с обозначенными финансовыми активами и инструментами.

На валютном рынке прямые участники финансовых операций — продавцы и покупатели валюты. Основными продавцами валюты выступают государство, реализующее на рынке через уполномоченные органы часть валютных резервов, предприятия, ведущие внешнеэкономическую деятельность и реализующие на рынке свою валютную выручку за экспортируемую продукцию, а также физические лица. Основными покупателями валюты являются те же субъекты, что и ее продавцы.

На страховом рынке прямыми участниками финансовых операций выступают страховщики и страхователи.

**Страховщики** — институциональные субъекты финансового рынка, реализующие различные виды страховых услуг и страховых продуктов. Основной функцией страховщиков на финансовом рынке является осуществление всех форм и видов страхования путем принятия на себя за определенную плату разнообразных видов рисков с обязательством возместить субъекту страхования убытки при наступлении страхового события.

Основными страховщиками являются: 1) страховые фирмы и компании открытого типа, предоставляющие страховые услуги всем категориям субъектов страхования; 2) кэптивные страховые фирмы и компании — дочерние компании в составе холдинга или финансово-промышленной группы, созданные с целью страхования преимущественно субъектов хозяйствования, входящих в ее состав; 3) компании по перестрахованию риска, принимающие часть (или всю сумму) риска от других страховых компаний (основой операций перестрахования является дробление крупных рисков для сокращения сумм возмещаемого убытка первичным страховщиком при наступлении страхового случая).

**Страхователи** — участники финансового рынка, покупающие страховые услуги у страховых компаний и фирм с целью минимизации своих финансовых потерь при наступлении страхового события. Страхователями выступают как юридические, так и физические лица.

На рынке инвестиционных металлов основными участниками финансовых операций являются продавцы и покупатели данной категории металлов.

В качестве продавцов инвестиционных металлов может выступать совокупность разнообразных участников, в том числе государство, которое реализует

часть своего золотого запаса, или банки, реализующие часть своих золотых авуаров, а также юридические и физические лица.

Состав участников выступающих в качестве продавцов, не отличается от состава участников, выступающих в качестве покупателей.

Во *вторую группу* участников финансового рынка входят **финансовые посредники**. При этом здесь речь идет как о посредниках, составляющих основу финансового рынка, т. е. об институциональных субъектах рынка, так и об обычных (неинституциональных) рыночных посредниках. Более того, как было указано ранее, определенная часть институциональных финансовых посредников выступает не только поставщиком финансовых услуг, но и одновременно может являться продавцом и/или покупателем финансовых активов и финансовых инструментов.

Конкретные виды финансовых посредников определяются сегментом финансового рынка.

В состав финансовых посредников, функционирующих на кредитном рынке, входит ряд институтов, куда относятся коммерческие и инвестиционные банки, небанковские кредитные организации, микрофинансовые организации, кредитные союзы, сберегательные учреждения и т. д.

Нередко в среде научного сообщества можно встретить позицию, согласно которой одним из посредников, функционирующих на кредитном рынке, являются специализированные ссудные организации<sup>17</sup>. В основе их услуг тоже лежат заемные отношения, в рамках которых данные субъекты предоставляют ссудный капитал на условиях срочности, платности и возвратности. При этом оказываемые ими финансовые услуги, по сути, связаны с отсрочкой платежа либо приобретением долговых обязательств, возникающих в процессе коммерческих отношений хозяйствующих субъектов. К основному числу таких организаций относят факторинговые и лизинговые компании. Хотя по поводу включения подобных ссудных организаций в структуру финансового рынка имеется ряд возражений, вместе с тем достаточные причины, которые бы препятствовали освещению здесь подобной позиции, отсутствуют.

Финансовых посредников, функционирующих на рынке ценных бумаг, условно можно разделить на операционных и обслуживающих посредников. И те и другие являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг<sup>18</sup>. Первая подгруппа представлена брокерами, дилерами и доверительными управляющими. Вторая подгруппа представлена биржами, организаторами

<sup>17</sup> Например, см.: Ломтатидзе О. В., Котляров М. А., Школик О. А. Регулирование деятельности на финансовом рынке. М. : Кнорус. 2012. 288 с.

<sup>18</sup> «Профессиональный участник рынка ценных бумаг» — специальный термин, закрепленный на законодательном уровне, обобщающий институциональных субъектов фондового

торговли, клиринговыми организациями, регистраторами, депозитариями и репозитариями.

Отдельно здесь нужно отметить, что обслуживающих посредников также именуют инфраструктурными организациями, поскольку это непосредственно те институциональные субъекты, деятельность которых направлена на формирование инфраструктуры финансового рынка. При этом также нужно отметить и то, что категория «инфраструктура финансового рынка» гораздо шире и не ограничивается лишь обслуживающими посредниками.

Банк России так определяет данную категорию: «Инфраструктура финансового рынка — это специальные организации, которые обслуживают сделки с финансовыми активами, проводят контроль и расчеты по таким сделкам, учет и переход прав на финансовые активы, а также осуществляют сбор, хранение и предоставление информации, необходимой для эффективного функционирования финансового рынка»<sup>19</sup>. Таким образом, в соответствии с приведенным определением инфраструктура финансового рынка включает в себя не только обслуживающих посредников, указанных ранее, но также и информационную субинфраструктуру. В свою очередь, информационная субинфраструктура финансового рынка предоставляет различные информационные, аналитические сервисы, необходимые экономическим субъектам для эффективного ведения бизнеса и осуществления инвестиционных вложений на информированной основе. В нее, например включаются такие организации, как рейтинговые и информационные агентства.

На валютном рынке и рынке инвестиционных металлов финансовыми посредниками выступают дилеры. По своей сути они являются профессиональными участниками данных рынков и совершают сделки с активами на этих рынках от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен с обязательством совершать сделки по заявленным ценам. Все остальные участники совершают сделки только с дилерами, а не напрямую друг с другом. Дилеры, помимо всего прочего, выполняют функции создания и поддержания операционной активности на рынке.

Финансовые посредники страхового рынка представлены страховыми брокерами и агентами. Это профессиональные участники рынка, зарегистрированные в установленном порядке и осуществляющие посредническую деятельность по страхованию от своего имени, в основном на основании поручений страхователя (или страховщика), перестрахователя (или перестраховщика). Данные участники самостоятельно размещают страховые риски в любой стра-

---

рынка. Является системообразующим фактором, предопределяющим единство нормативного правового регулирования деятельности институциональных субъектов рынка ценных бумаг.

<sup>19</sup> Банк России : [сайт]. URL: [https://cbr.ru/finm\\_infrastructure/](https://cbr.ru/finm_infrastructure/) (дата обращения: 31.12.2020).

ховой компании, получая за это определенное вознаграждение. Брокерская (агентская) деятельность в страховании, перестраховании или состраховании — это посредническая деятельность по покупке или продаже страховых услуг, подразумевающая содействие соглашению между сторонами, заинтересованными в страховании, предусматривающая ведение переговоров по страхованию согласно волеизъявлению страхователя или страховщика (в договорах перестрахования). Ее конечной целью является нахождение условий и форм страхования, взаимоприемлемых для сторон.

В *третью группу* участников финансового рынка в целом входят **органы регулирования, контроля и надзора**.

Эта группа участников включает в себя различные государственные структуры, в том числе Центральный банк, Министерство финансов, антимонопольные органы, а также институциональные регулятивные структуры, представленные в лице саморегулируемых организаций участников финансового рынка.

## Глава 2

# ИНСТИТУТЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

### 2.1. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ БАЗИС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Экономический базис профессиональной деятельности на финансовых рынках строится на распределении и обособлении трудовых функций, выполняемых в ходе осуществления коммерческой деятельности в финансовом секторе экономики, в их дальнейшем закреплении как отдельных специализированных (профессиональных) видов деятельности по оказанию специализированных услуг на финансовых рынках. Таким образом, в экономическом аспекте профессиональная деятельность на финансовых рынках — это оказание финансовых услуг на коммерческой основе.

Юридический базис профессиональной деятельности строится на правовом обособлении и конкретизации этой специализированной деятельности с целью придания ей и лицам, ее осуществляющим, особого правового статуса, определения ее юридических рамок и формирования ее единого нормативно-правового регулирования. Таким образом, в юридическом аспекте профессиональная деятельность на финансовых рынках — это деятельность, осуществляемая институциональными субъектами с особым правовым статусом, именуемыми профессиональными участниками рынка.

В широком смысле профессиональные участники финансового рынка — это вся номенклатура институциональных субъектов, выполняющих специфический функционал во всех сегментах финансового рынка. Однако в узком смысле квалифицирующая категория «профессиональные участники» применяется только по отношению к рынку ценных бумаг, поскольку дан-

ную категорию определяет и оперирует ею только законодательство о рынке ценных бумаг.

Еще раз отметим, что та часть рынка ценных бумаг, финансовые инструменты которой относятся к рынку капиталов, т. е. инструментов со сроком обращения более одного года, именуется фондовым рынком. На текущем этапе развития российской экономики фондовый рынок стал не только ее неотъемлемой частью, но и наиболее динамичным сегментом в структуре отечественного финансового сектора. В настоящий момент его основные финансовые инструменты — ценные бумаги и производные от них финансовые инструменты — глубоко вовлечены в экономический оборот и финансовые процессы, выполняя при этом ряд важных функций.

В макроэкономическом плане фондовый рынок создает необходимые условия и инфраструктуру для перераспределения капиталов, реализации структурных экономических реформ и преобразований, а финансовые инструменты фондового рынка являются одним из главных средств привлечения инвестиций.

В микроэкономическом плане финансовые инструменты фондового рынка являются средством извлечения инвестиционного дохода и удовлетворения иных имущественных интересов разнообразных социальных и экономических субъектов.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг являются ключевым элементом в системе функционирования фондового рынка, центральным звеном системы, которое обеспечивает взаимодействие между поставщиками капитала и его потребителями в целях перераспределения капиталов, извлечения инвестиционного дохода и удовлетворения иных имущественных интересов эмитентов и инвесторов.

Вместе с тем отметим, что на текущем этапе развития правовому регулированию профессиональной деятельности и статуса профессиональных участников рынка ценных бумаг присуще наличие неоднозначности нормативных положений правовых актов. Более того, в отличие от более ранних периодов своего развития сейчас регулирование в целом характеризуется отсутствием адекватной и четко организованной структуры, логичной систематизации, определенности понятий и категорий, отсутствием прозрачной взаимосвязи между ними. Так, например, законодательство<sup>20</sup>, регулирующее отношения на фондовом рынке, закрепляет термин «профессиональные участники рынка ценных бумаг» и активно оперирует им, но содержит достаточно невнятное его определение в виде отсылочной нормы. Если его конкретизировать на основе

---

<sup>20</sup> См.: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «О рынке ценных бумаг» // Российская газета. 1996. 25 апр. № 79.

логики, понимания взаимосвязи категорий «профессиональная деятельность» и «профессиональные участники», анализа правовых норм закона, то логичным и правильным будет умозаключение, что профессиональные участники — это лица, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг.

В свою очередь, в законодательстве не содержится определения профессиональной деятельности, а из анализа правовых норм следует, что профессиональной деятельностью является та, которая включена в следующий перечень:

- брокерская деятельность;
- дилерская деятельность;
- деятельность форекс-дилера;
- деятельность по управлению ценными бумагами;
- деятельность по инвестиционному консультированию;
- депозитарная деятельность;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

Таким образом, отсюда следует, что каждый институциональный субъект рынка, который осуществляет какую-либо деятельность из приведенного перечня, является профессиональным участником рынка ценных бумаг.

Регулятивной особенностью профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является то, что почти все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг должны осуществляться только юридическими лицами и только на основании специального разрешения — лицензии<sup>21</sup>. Исключение из этого правила составляет деятельность по инвестиционному консультированию. Это обусловлено тем, что данный вид деятельности может осуществляться не только юридическими, но и физическими лицами, зарегистрированными в статусе индивидуального предпринимателя. Более того, для получения статуса профессионального участника с правом ведения данного вида деятельности предусмотрено прохождение отдельного разрешительного порядка и соблюдение отдельных требований, нежели общий лицензионный порядок и требования, которые предусмотрены в отношении всех иных видов профессиональной деятельности. В связи с этим обратим внимание на тот факт, что учреждение данного вида профессиональной деятельности в 2017 г. стало важным переломным моментом в практике правового регулирования

---

<sup>21</sup> См.: Положение Банка России от 27.07.2015 № 481-П (ред. от 17.12.2018) «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг».

профессиональной деятельности и статуса профессиональных участников, поскольку за всю почти 30-летнюю историю их развития это первый случай, когда физические лица получили право на присвоение им статуса профессионального участника и были допущены до осуществления самостоятельной профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

В завершение нужно обратить внимание на то, что в настоящее время профессиональная деятельность на фондовом рынке приобрела весьма широкий охват. На это указывают статистические показатели, характеризующие актуальные результаты профессиональной деятельности, и состав профессиональных участников рынка ценных бумаг, приведенные в табл. 2.

Таблица 2

**Характеристика профессиональной деятельности  
на рынке ценных бумаг<sup>22</sup>**

| Наименование показателя   | Величина<br>на конец 2020 г. |
|---|------------------------------|
| Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе:                                     | 468                          |
| — профессиональных участников — кредитных организаций   | 210                          |
| — профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, из них:                                 | 247                          |
| — регистраторов   | 31                           |
| — депозитариев  | 26                           |
| — инвестиционных советников — ИП  | 11                           |
| — с брокерской лицензией  | 272                          |
| — с депозитарной лицензией  | 263                          |
| — с лицензией на доверительное управление ценными бумагами  | 193                          |
| Активы профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, млн руб. <sup>23</sup>             | 1 375 343,5                  |
| Собственные средства профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, млн руб.             | 133 627,9                    |
| Отношение собственных средств профессиональных участников — некредитных финансовых организаций к активам, % | 9,7                          |

<sup>22</sup> См.: Банк России: Основные показатели деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг : [сайт]. Москва. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/72005/list\\_opd\\_purcb.xlsx](https://cbr.ru/Content/Document/File/72005/list_opd_purcb.xlsx) (дата обращения: 31.12.2020).

<sup>23</sup> Категория «некредитные финансовые организации» раскрывается в ст. 76.1 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 02.08.2019) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».



Окончание табл. 2

| Наименование показателя   | Величина на конец 2020 г. |
|---|---------------------------|
| Капитал и резервы профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, млн руб.                      | 319956,7                  |
| Обязательства профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, млн руб.                          | 1 056 152,7               |
| Отношение обязательств профессиональных участников — некредитных финансовых организаций к активам, %              | 76,8                      |
| Средства клиентов профессиональных участников — некредитных финансовых организаций, млн руб.                      | 306442,0                  |
| Чистая прибыль профессиональных участников — некредитных финансовых организаций с начала отчетного года, млн руб. | 25 537,4                  |
| Количество клиентов на брокерском обслуживании, тыс. ед.:   | 7630,9                    |
| — профессиональных участников — некредитных финансовых организаций  | 1350,4                    |
| — профессиональных участников — кредитных организаций   | 6280,5                    |
| — являющихся физическими лицами   | 7611,7                    |
| — являющихся юридическими лицами  | 19,2                      |
| Количество клиентов на депозитарном обслуживании, тыс. ед.:   | 7936,0                    |
| — профессиональных участников — некредитных финансовых организаций  | 1336,0                    |
| — профессиональных участников — кредитных организаций   | 6600,0                    |
| — являющихся физическими лицами   | 7910,0                    |
| — являющихся юридическими лицами  | 26,0                      |
| Количество клиентов в доверительном управлении, тыс. ед.:   | 480,0                     |
| — профессиональных участников — некредитных финансовых организаций  | 478,0                     |
| — профессиональных участников — кредитных организаций   | 1,9                       |
| — являющихся физическими лицами   | 479,5                     |
| — являющихся юридическими лицами  | 0,5                       |
| Стоимость портфелей в доверительном управлении, млрд руб.:  | 1420,7                    |
| — являющихся физическими лицами   | 921,6                     |
| — являющихся юридическими лицами  | 499,1                     |
| Количество обслуживаемых реестров у реестродержателей, тыс. ед.   | 49,8                      |
| Количество зарегистрированных лиц у реестродержателей, тыс. ед.   | 30,1                      |

## 2.2. БРОКЕРЫ

Рассмотрение обширной номенклатуры профессиональных участников, функционирующих на фондовом рынке, необходимо начинать именно с таких институциональных субъектов финансового рынка, как брокеры.

Прежде всего это предопределяется фиксированными канонами нормативной градации профессиональных институтов фондового рынка, в соответствии с которыми положение брокеров в иерархической структуре рыночных посредников является исходным. Иными словами, брокеры всегда находятся на первой позиции в системной номенклатуре профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Более того, это предопределяется и тем, что брокеры являются носителями исходного рыночного функционала, поскольку одновременно они и основные проводники, осуществляющие поставки на рынок основной жизненной силы — капитала, и одни из его творцов, зарождающих операционную жизнедеятельность на рынке.

Итак, отечественное законодательство о рынке ценных бумаг определяет, что **брокером** является юридическое лицо, обладающее статусом профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющее брокерскую деятельность.

При этом **брокерской деятельностью** законодатель признает деятельность, суть которой сводится к совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами, в которых брокер выступает либо от имени и за счет клиента, в том числе когда при размещении эмиссионных ценных бумаг он представляет интересы эмитента, либо от своего имени, но все равно за счет клиента, на основании возмездных договоров с клиентом.

Иными словами, брокер — это компания-посредник, оказывающая финансовую услугу по осуществлению покупки финансовых активов и финансовых инструментов в интересах своего клиента (в собственность клиента) или по продаже принадлежащих клиенту финансовых активов и финансовых инструментов. Ранее уже было указано, что финансовый рынок — это экономический сектор ограниченного доступа, т. е. непосредственно к проведению операций на рынке имеют доступ только институциональные субъекты. Таким образом, для совершения операции с финансовым активом или инструментом инвестор должен обратиться за услугой к конкретному институциональному субъекту, коим и является брокер. Тот, в свою очередь, на торгах, организованных другим институциональным субъектом, коим является фондовая биржа, приобретет финансовый актив у третьего институционального субъекта, ко-

ими могут быть как другой брокер, так и иной институциональный субъект, именуемый дилером.

Представляя интересы клиента, брокер действует на основании договора о брокерском обслуживании. Традиционный договор о брокерском обслуживании по юридической природе представляет собой смешанный договор, основой которого является договор поручения, или договор комиссии, или агентский договор, дополняемый нормами других договоров, таких как договор займа и договор возмездного оказания услуг (например, консультанта, финансового консультанта и/или оценщика).

Суть договора поручения сводится к тому, что одна сторона (поверенный) обязуется совершить от имени и за счет другой стороны (доверителя) определенные юридические действия. Права и обязанности по сделке, совершенной поверенным, возникают непосредственно у доверителя. Договор поручения может быть заключен с указанием срока, в течение которого поверенный вправе действовать от имени доверителя или без такого указания.

Поверенный, действующий в качестве коммерческого представителя, вправе удерживать находящиеся у него вещи, которые подлежат передаче доверителю в обеспечение своих требований по договору поручения. Коммерческим представителем является лицо, постоянно и самостоятельно представительствующее от имени предпринимателей при заключении ими договоров в сфере предпринимательской деятельности. Коммерческое представительство осуществляется на основании договора, заключенного в письменной форме и содержащего указания на полномочия представителя, а при отсутствии таких указаний — также и доверенности.

Доверитель обязан, если иное не предусмотрено договором, возмещать поверенному понесенные издержки и обеспечивать поверенного средствами, необходимыми для исполнения поручения.

Суть договора комиссии сводится к тому, что одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение совершить одну или несколько сделок от своего имени, но за счет комитента. Договор комиссии может быть заключен на определенный срок или без указания срока его действия, с указанием или без указания территории его исполнения, с обязательством комитента не предоставлять третьим лицам право осуществлять в его интересах и за его счет сделки, совершение которых поручено комиссионеру, или без такого обязательства, с условиями или без условий относительно ассортимента товаров, являющихся предметом комиссии.

По сделке, совершенной комиссионером с третьим лицом, приобретает права и становится обязанным комиссионер, хотя бы комитент и был назван

в сделке или вступил с третьим лицом в непосредственные отношения по исполнению сделки.

Принятое на себя поручение комиссионер обязан исполнить на наиболее выгодных для комитента условиях в соответствии с указаниями комитента, а при отсутствии в договоре комиссии таких указаний — в соответствии с обычаями делового оборота или иными обычно предъявляемыми требованиями. В случае когда комиссионер совершил сделку на условиях более выгодных, чем те, которые были указаны комитентом, дополнительная выгода делится между комитентом и комиссионером поровну, если иное не предусмотрено соглашением сторон.

Комитент обязан уплатить комиссионеру вознаграждение, а в случае, когда комиссионер принял на себя ручательство за исполнение сделки третьим лицом (делькредере), также дополнительное вознаграждение в размере и в порядке, которые установлены в договоре комиссии.

Вещи, поступившие к комиссионеру от комитента либо приобретенные комиссионером за счет комитента, являются собственностью последнего. Комиссионер вправе удерживать находящиеся у него вещи, которые подлежат передаче комитенту либо лицу, указанному комитентом, в обеспечение своих требований по договору комиссии.

В случае объявления комитента несостоятельным (банкротом) указанное право комиссионера прекращается, а его требования к комитенту в пределах стоимости вещей, которые он удерживал, удовлетворяются наравне с требованиями, обеспеченными залогом.

После исполнения поручения комиссионер обязан представить комитенту отчет и передать ему все полученное по договору комиссии. Комитент, имеющий возражения по отчету, должен сообщить о них комиссионеру в течение 30 дней со дня получения отчета, если соглашением сторон не установлен иной срок. В противном случае отчет при отсутствии иного соглашения считается принятым.

Сущность агентского договора в том, что одна сторона (агент) обязуется за вознаграждение совершать по поручению другой стороны (принципала) юридические и иные действия от своего имени, но за счет принципала либо от имени и за счет принципала. Агентский договор может быть заключен на определенный срок или без указания срока его действия.

По сделке, совершенной агентом с третьим лицом от имени и за счет принципала, права и обязанности возникают непосредственно у принципала. По сделке, совершенной агентом с третьим лицом от своего имени и за счет принципала, приобретает права и становится обязанным агент, хотя бы прин-

ципал и был назван в сделке или вступил с третьим лицом в непосредственные отношения по исполнению сделки.

В случаях когда в агентском договоре, заключенном в письменной форме, предусмотрены общие полномочия агента на совершение сделок от имени принципала, последний в отношениях с третьими лицами не вправе ссылаться на отсутствие у агента надлежащих полномочий, если не докажет, что третье лицо знало или должно было знать об ограничении полномочий агента.

В ходе исполнения агентского договора агент обязан представлять принципалу отчеты в порядке и в сроки, которые предусмотрены договором. При отсутствии в договоре соответствующих условий отчеты представляются агентом по мере исполнения им договора либо по окончании действия договора. Если агентским договором не предусмотрено иное, к отчету агента должны быть приложены необходимые доказательства расходов, произведенных агентом за счет принципала. Принципал, имеющий возражения по отчету агента, должен сообщить о них агенту в течение 30 дней со дня получения отчета, если соглашением сторон не установлен иной срок. В противном случае отчет считается принятым принципалом.

К отношениям, вытекающим из агентского договора, соответственно применяются правила о договорах поручения и комиссии в зависимости от того, действует агент по условиям этого договора от имени принципала или от своего имени, если эти правила не противоречат положениям настоящей главы об агентском договоре или существу агентского договора.

На практике заключение договора о брокерском обслуживании отличается от традиционной процедуры, с которой знаком обыватель. Отличие сводится к тому, что заключение договора осуществляется путем подписания клиентом соглашения о его присоединении к условиям, отраженным в регламенте брокерского обслуживания. Более того, стоит отметить, что данный метод заключения письменного договора используется при оказании большинства финансовых услуг в силу их стандартного и массового характера.

Итак, если провести градацию финансовых услуг и операций брокера, осуществляемых в рамках этих услуг, в целом характеризующих его деятельность, то в результате получим следующие направления:

1. Осуществление операций купли-продажи финансовых активов и инструментов на организованном и неорганизованном фондовом рынке по поручению клиента-инвестора.

В рамках этого направления, при совмещении брокером функций дилера, сделки, осуществляемые по поручению клиентов, всегда подлежат приоритетному исполнению брокером по сравнению с дилерскими операциями самого брокера. В случае если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором

клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

Таким образом, у брокера существует законодательно установленное требование возмещения ущерба, причиненного клиенту в результате конфликта интересов, о котором клиент не был уведомлен заранее. При этом под конфликтом интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг понимается противоречие между имущественными и иными интересами профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников, осуществляющих свою деятельность на основании трудового или гражданско-правового договора, и клиента — профессионального участника, в результате которого действия (бездействия) профессионального участника и (или) его работников причиняют убытки клиенту и (или) влекут иные неблагоприятные последствия для клиента.

Денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером на основании договоров с клиентами, должны находиться на отдельном банковском счете, открываемом брокером в кредитной организации, — специальном брокерском счете.

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

Брокер вправе использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном брокерском счете (счетах), если это предусмотрено договором о брокерском обслуживании, гарантируя клиенту исполнение его поручений за счет указанных денежных средств или их возврат по требованию клиента. Денежные средства клиентов, предоставивших право их использования брокеру в его интересах, должны находиться на специальном брокерском счете (счетах), отдельном от специального брокерского счета (счетов), на котором находятся денежные средства клиентов, не предоставивших брокеру такого права. Денежные средства клиентов, предоставивших брокеру право их использования, могут зачисляться брокером на его собственный банковский счет. Данные требования не распространяются на кредитные организации.

В настоящее время взаимодействие брокера и клиента зачастую осуществляется через интернет-торговлю. Использование интернет-торговли ценными

бумагами дает участникам торговли и их клиентам следующие возможности: клиенты получают возможность оперативного доступа к своим инвестиционным портфелям; брокерские компании имеют возможность существенно снизить уровень операционных расходов; увеличивается количество сделок с ценными бумагами, совершаемыми через организаторов торговли.

2. Предоставление клиенту в заем денежных средств и/или ценных бумаг для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг при условии предоставления клиентом надлежащего обеспечения.

Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем, именуется маржинальными сделками. Условия договора займа, в том числе сумма займа или порядок ее определения, могут быть установлены договором о брокерском обслуживании. При этом документом, удостоверяющим передачу в заем определенной денежной суммы или определенного количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, определенный условиями договора.

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

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

В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным брокером займам могут приниматься только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список фондовой биржи. Критерии ликвидности указанных ценных бумаг, минимальный размер скидки, порядок определения рыночной



стоимости ценных бумаг, принимаемых брокером в качестве обеспечения, порядок и условия их переоценки, а также требования к срокам, порядку и условиям реализации ценных бумаг, выступающих обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, устанавливаются нормативными правовыми актами Банка России.

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

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

4. Осуществление функций агента по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев.

Агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев действует от имени и за счет управляющей компании на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией, а также выданной ею доверенности. При осуществлении своей деятельности агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев обязан указывать, что он действует от имени и по поручению управляющей компании соответствующего паевого инвестиционного фонда, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этой управляющей компанией. Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев вправе осуществлять прием заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев со дня опубликования управляющей компанией сведений об этих агентах в печатном издании, указанном в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

5. Участие в процессе формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений.

Управляющая компания обязана осуществлять сделки в отношении средств пенсионных накоплений, переданных Пенсионным фондом РФ в управление, используя услуги брокеров, отвечающих требованиям, установленным законодательством РФ, а также расторгать договоры и принимать меры к истребованию денежных средств в случаях, если брокеры перестали удовлетворять указанным требованиям.

6. Участие в процессе приватизации государственного и муниципального имущества.

Для продажи акций открытых акционерных обществ через организатора торговли могут привлекаться брокеры в порядке, установленном Правительством РФ.

7. Участие в инвестиционном процессе, реализуемом в интересах эмитентов, в качестве инвестиционных консультантов.

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

8. Консультационная деятельность (консультирование инвесторов) по наиболее выгодному вложению принадлежащих им денежных средств путем распределения инвестиционного капитала.

Это направление предполагает консультирование инвестора относительно качества финансовых инструментов и вариантов диверсификации инвестиционного портфеля с целью снижения рисков, присущих фондовому рынку.

## 2.3. ДИЛЕРЫ

В соответствии с российским законодательством о рынке ценных бумаг **дилером** является юридическое лицо, обладающее статусом профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющее дилерскую деятельность. При этом **дилерской деятельностью** признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Таким образом, осуществляя на фондовом рынке торговые операции в интересах клиентов, институциональные субъекты накапливают и задействуют свои технические и гуманитарные ресурсы. Обладая этими ресурсами, посредники не могут оставаться в стороне от процесса инвестиционного накопления, довольствуясь полученной комиссией (платой за финансовые услуги). Право на прямое участие в торговых операциях от своего имени и за свой счет (т. е. в своих интересах) институциональный субъект может получить, лишь приобретя статус дилера.

Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, а также государственная корпорация, если для такой корпорации возможность осуществления дилерской деятельности установлена федеральным законом, на основании которого она создана.

Выставляемая дилером котировка ценной бумаги, т. е. цена, по которой он готов купить или продать ценную бумагу, является публичной офертой. Публичная оферта — это содержащее все существенные условия договора предложение, из которого усматривается воля лица, делающего предложение, заключить договор на указанных в предложении условиях с любым, кто отзовется.

Кроме цены дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и/или продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии в объявлении указания на иные существенные условия дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В случае уклонения дилера от заключения договора к нему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора и/или о возмещении причиненных клиенту убытков.

Из приведенных характеристик следует, что изначально дилер не оказывает услуги на финансовом рынке, поскольку осуществляет операции на нем исключительно в своих интересах и за свой счет, а также не осуществляет посреднические функции. Однако в действительности возможны две ситуации, напрямую увязанные со статусом дилера и в рамках которых он оказывает финансовые услуги на финансовом рынке.

Согласно международной практике и действующей терминологии, принятой на фондовых рынках развитых стран, профессиональная дилерская деятельность может быть связана с *маркет-мейкингом*.

**Маркет-мейкер** — это участник торгов, который принимает на себя обязательства, позволяющие повысить ликвидность рынка ценных бумаг, допущенных к торговле, а также, в соответствии с правилами торговли и в согласованном с эмитентом ценных бумаг порядке, принимает на себя обязательства, позволяющие повысить ликвидность ценных бумаг эмитента.

Традиционно маркет-мейкер — это дилер, который отвечает за определенный сегмент рынка, в частности по определенному финансовому инструменту (ценной бумаге), путем поддержания операционной активности (торгуемости) на нем, определения текущих цен 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, поскольку, во-первых, общее их число огромно и не может быть охвачено никаким отдельным участником рынка; во-вторых, дилер выступает как специалист рынка данной ценной бумаги и поэтому лучше всех других участников рынка может отслеживать динамику ее рыночной цены. Дилерами на рынке обычно выступают крупные компании, располагающие солидным собственным капиталом, без которого просто невозможно поддержание рынка ценной бумаги в активном

состоянии. У дилера в обычном случае всегда должно иметься необходимое количество бумаг (собственный портфель), чтобы удовлетворять все изменения (скачки) спроса на данную ценную бумагу и одновременно выкупать с рынка избыточное количество этой бумаги, когда конъюнктурный спрос на нее падает.

Дилеры осуществляют функции маркет-мейкера, как правило, на основании договора, заключенного с организатором торговли. Организаторы торговли могут устанавливать особые критерии для заключения с участниками торгов договоров о выполнении обязательств маркет-мейкера.

Организатор торговли устанавливает требования, предъявляемые к участникам торгов, являющимся маркет-мейкерами, в том числе к их финансовому положению, а также устанавливает критерии, при которых маркет-мейкер обязан подавать заявки, порядок определения спреда ценового коридора, минимального объема заявок и максимального объема сделок, заключенных на основании таких заявок, по достижении которого маркет-мейкер освобождается от указанной обязанности. Кроме того, организатор торговли определяет период времени, в течение которого маркет-мейкер имеет право не подавать заявки. Организатор торговли не вправе выплачивать участникам торгов вознаграждение за выполнение ими обязательств маркет-мейкера.

При осуществлении функций маркет-мейкера доход дилера будет определяться как совокупный финансовый результат по дилерским операциям и от полученного комиссионного вознаграждения маркет-мейкера.

Помимо указанного случая, когда дилер оказывает финансовые услуги бирже, он также может оказывать услуги маркет-мейкера, выступая прямым посредником между эмитентом и инвестором. Например, такой случай маркет-мейкинга относится к особому сегменту рынка ценных бумаг — рынку государственных ценных бумаг.

На основании главы 14.1 Бюджетного кодекса РФ<sup>24</sup> государство эмитирует секьюритизированные долговые обязательства.

Эмитентом государственных ценных бумаг РФ выступает Правительство РФ или уполномоченный им федеральный орган исполнительной власти, которым является Министерство финансов РФ. При этом эмиссия государственных ценных бумаг носит достаточно условный характер, поскольку фактически не включает в себя регистрационные и разрешительные процедуры. Иными словами, выпуск государственных ценных бумаг осуществляется путем выпуска (регистрации) регулирующих эту эмиссию государственных нормативно-правовых актов.

---

<sup>24</sup> См.: Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 22.12.2020) // Российская газета. 1998. 12 авг. № 153–154.

Важную роль в процессе обслуживания процедур эмиссии и исполнения обязательств по государственным ценным бумагам играет Банк России, который выполняет функции генерального агента. В рамках его оперативно-регулятивной деятельности осуществляются фактический выпуск и размещение государственных бумаг. В частности, в функции генерального агента входит выплата купонного дохода и погашения по государственным облигациям. Но самая главная функция заключается в том, что Банк России вступает в отношения с агентами по размещению, выкупу, обмену, обслуживанию и погашению выпусков облигаций федеральных займов. Таковыми агентами являются кредитные организации или другие специализированные финансовые организации (профессиональные участники рынка ценных бумаг), заключившие с Министерством финансов Российской Федерации соглашения об осуществлении указанных функций.

## 2.4. ФОРЕКС-ДИЛЕР

Рассмотрение данного институционального субъекта финансового рынка стоит начать с того, что с первого взгляда его законодательное включение в состав профессиональных участников рынка ценных бумаг представляется не совсем правильным и логичным. Ведь с точки зрения его сегментной принадлежности данный институциональный субъект не имеет отношения к рынку ценных бумаг. Для более понятного объяснения данного тезиса необходимо сначала обратиться к первичному описанию и характеристике рынка Форекс.

Форекс (ForEx или FX — от англ. *Foreign exchange market*) — это международный межбанковский валютный рынок, участниками торговли на котором являются кредитные организации, а также иные крупные институциональные либо квалифицированные инвесторы. Критерий масштаба рыночных игроков имеет большое значение в процессе функционирования данного рынка, что предопределено высокими минимальными оборотами рынка, фактическими требованиями к капиталу участников и высокими издержками на участие в торгах.

По своей природе Форекс — это организованный внебиржевой валютный рынок, где нет единой торговой площадки. Торговля валютой организуется посредством использования специальных торговых платформ, которые выступают в роли торговых систем (внебиржевых организованных площадок).

Таким образом, на фоне малого числа приведенных характеристик высказанный нами тезис о конфликте между сегментной принадлежностью данного институционального субъекта и его статусом профессионального участника

именно рынка ценных бумаг, уже представляется аксиоматичным. В то же время некоторая логика, которой руководствовались законодатели, нормативно учредив деятельность форекс-дилеров и отнеся их к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, здесь присутствует.

Если рассматривать структуру участников рынка в глобальном масштабе, то она весьма неоднородна и распределена по нескольким уровням. Верхний уровень занят прямыми участниками из числа мировых и крупнейших национальных банков, финансовых компаний и нефинансовых корпораций<sup>25</sup>, которые проводят конверсионные операции от своего имени, преимущественно в своих интересах и за свой счет. Среди их числа выделяются прайм-брокеры, т. е. финансовые организации, которые не только торгуют валютой в своих интересах, но и выступают в роли первичных брокеров, оказывающих услуги для участников, находящихся на нижестоящих уровнях рынка. Таким образом формируется опосредованный уровень рынка, на котором концентрируются те участники, которые, в силу объективных причин (оборота, капитала, издержек, частоты торговли и т. д.), не могут иметь прямого доступа к торговле на рынке и получают опосредованный (непрямой) доступ к рынку через прайм-брокера. Отметим, что на этом уровне рынка критерий масштаба, хоть и в несколько меньшей степени, но все равно играет большое значение. Среди непрямых участников рынка выделяются форекс-брокеры, т. е. финансовые организации, которые выступают в роли клиентского брокера<sup>26</sup> (субброкера), оказывающего услуги для розничных участников, находящихся на нижнем уровне рынка.

Фактически торговля по условиям открытого рынка характерна только для верхнего уровня, где глобальные игроки проводят операции через крупнейшие торговые системы с прозрачным формированием котировок на основе соотношения спроса и предложения. На остальных уровнях параметры финансовых операций (котировки, комиссии и т. д.), проводимых на данном валютном рынке, могут зависеть от множества индивидуальных факторов, в том числе от операционных объемов, масштаба и статуса участника, схемы его участия в рынке — опосредованно через прайм-брокера или через форекс-брокера, и т. д.

---

<sup>25</sup> Категория «нефинансовые корпорации» раскрывается в «ОК 028–2012. Общероссийский классификатор организационно-правовых форм» (утв. Приказом Росстандарта от 16.10.2012 № 505-ст) (ред. от 24.10.2018).

<sup>26</sup> Клиентский брокер — это брокер, который не является прямым участником организованных торгов, а осуществляет сделки за счет и в интересах своих клиентов путем привлечения другого (первичного) брокера, который, в свою очередь, является прямым участником организованных торгов. Категория «клиентский брокер» наиболее полно раскрывается в Указании Банка России от 25 июля 2014 г. № 3349-У «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении операций с имуществом клиента брокера».



Поскольку в российской юрисдикции статус и деятельность различного рода форекс-компаний, которые предлагали услуги на рынке Форекс, была не урегулирована национальным законодательством, в этой сфере отношений воцарились хаос и беспорядок. Иными словами, положение, сложившееся на местном рынке форекс-услуг, характеризовалось наличием большого количества негативных ситуаций — от злоупотреблений, нарушений и недобросовестного поведения легальных форекс-компаний, совершаемых для своей выгоды, а соответственно в ущерб финансовому положению и инвестиционным интересам их клиентов, до мошенничества со средствами клиентов и открытых хищений со стороны нелегальных форекс-компаний. Необходимость приведения рынка форекс-услуг в состояние правопорядка и предопределила нормативное учреждение категории «форекс-дилер» и ее правовое регулирование. Вместе с тем нужно отметить, что позиция официальных лиц Центрального банка Российской Федерации в вопросе о том, необходимо ли регулировать данную сферу финансовых отношений или ее стоит вообще запретить, больше склоняется к последнему<sup>27</sup>.

Такая позиция обусловлена тем, что инвесторов — клиентов форекс-дилеров условно можно отнести к участникам рынка Форекс. Условно, потому что данная группа инвесторов не принимает участия в организованных торгах ни напрямую, ни опосредованно, — по сути они находятся за пределами рынка.

В предыдущем параграфе была определена суть деятельности дилера и то, что ее экономическим базисом является совершение сделок с финансовыми активами и инструментами от своего имени и за свой счет. Применительно к форекс-дилерам глобально суть дилерской деятельности и ее экономический базис не меняются. Иными словами, институционально форекс-дилер и его клиент торгуют друг против друга и в данном случае участие инвестора (клиента) в рынке не предполагает реального доступа к открытому рынку, поскольку институционально ограничено локальными финансовыми отношениями с дилером, которые складываются и реализуются далеко за пределами открытого рынка.

При этом процессы, проистекающие на рынке Форекс и выражающиеся в изменении текущих котировок валют, выступают лишь информационным индикатором — величиной для определения обязанного лица и расчета финансовых обязательств. Это обусловлено тем, что все отношения между

---

<sup>27</sup> См: Рынок Форекс должен быть доступен только квалифицированным инвесторам: Интервью с заместителем Председателя Банка России Владимиром Чистюхиным // Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=5059> (дата обращения: 31.12.2020).



форекс-дилером и его клиентом ограничиваются только обязательственными взаимоотношениями между институциональным субъектом и физическим лицом (инвестором), которое не является хозяйствующим субъектом (индивидуальным предпринимателем), по поводу заключения не на организованных торгах договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, обязанность сторон по которым зависит от изменения курса валютных пар и условием заключения которых является предоставление дилером клиенту возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного клиентом обеспечения. Проще говоря, вся суть торговли между форекс-дилером и клиентом сводится к тому, что дилер продает клиенту беспоставочный внебиржевой форвардный контракт, по которому базисным активом является валютная пара (ценовое соотношение между двумя валютами, торгуемыми на Форекс) и предоставляет клиенту кредитное плечо для заключения этой сделки, которое не более чем в 50 раз превышает размер собственных средств инвестора, переданных дилеру. В зависимости от изменения рыночной стоимости базового актива определяется «выигравший» и «проигравший» контрагенты.

В этих правоотношениях клиент принимает на себя огромные риски, поскольку торгует с большим кредитным плечом, поэтому такая позиция государственного Банка России относительно рынка форекс-услуг естественна.

Итак, с учетом раскрытой сущности взаимоотношений форекс-дилера и его клиента рассмотрим основы законодательного регулирования данного вида профессиональной деятельности.

Отечественное законодательство о рынке ценных бумаг определяет, что **форекс-дилером** является юридическое лицо, обладающее статусом профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющее деятельность форекс-дилера.

При этом **деятельностью форекс-дилера** законодатель признает деятельность по заключению от своего имени и за свой счет с физическими лицами, не являющимися индивидуальными предпринимателями, не на организованных торгах:

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

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

К форекс-дилеру применяется ряд требований и ограничений, обязательных для соблюдения в ходе выполнения своей профессиональной деятельности.

Естественно, первым из таких требований является требование об обязательном получении лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.

Сюда же нужно отнести требования к собственному капиталу компании, осуществляющей деятельность форекс-дилера. Его размер должен составлять не менее 100 млн руб. При этом, если размер средств клиентов, переданных форекс-дилеру, превысит лимит в 150 млн руб., к собственному капиталу дилера применяется повышающий коэффициент в размере 5 % от суммы превышения лимита.

Еще форекс-дилер обязан быть членом саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, которая объединяет форекс-дилеров.

Профессиональная деятельность форекс-дилера относится к числу исключительных, что предполагает запрет для форекс-дилера на совмещение своей деятельности с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг либо с любой иной коммерческой деятельностью.

Клиентами форекс-дилера могут быть следующие лица:

- физическое лицо, не являющееся индивидуальным предпринимателем;
- брокер или доверительный управляющий, действующие за счет физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем.

Отношения между форекс-дилером и клиентом строятся на основе рамочного договора, текст которого регистрируется в саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей форекс-дилеров.

В завершение отметим, что на текущем этапе развития правового регулирования финансовых услуг, оказываемых форекс-дилерами, несмотря на обилие нормативных актов и на то, что деятельность форекс-дилеров находится под полным контролем Банка России, официальное отношение государственного Банка России отечественного финансового рынка к такому инвестированию не изменилось. В частности, официальные лица из числа руководителей Цент-

рального банка Российской Федерации сравнивают рынок форекс-услуг с финансовыми пирамидами<sup>28</sup> и казино<sup>29</sup>.

## 2.5. ДОВЕРИТЕЛЬНЫЕ УПРАВЛЯЮЩИЕ

Доверительные управляющие — это институциональные субъекты финансового рынка, которые оказывают финансовые услуги инвестиционного характера, суть которых сводится к осуществлению операции с имуществом клиента по своему выбору, действуя на основании заключенного с клиентом договора доверительного управления.

Институт доверительных управляющих представлен в двух сегментах финансового рынка — на фондовом рынке и на рынке коллективных инвестиций.

Поскольку в сегменте коллективных инвестиций отношения между клиентом и доверительным управляющим именуется коллективным доверительным управлением, то в сегменте рынка ценных бумаг их логично и целесообразно именовать «индивидуальное доверительное управление».

По общему правилу лицо, выступающее в качестве доверительного управляющего, называется управляющей компанией.

В рамках коллективного доверительного управления, на основании отдельной соответствующей лицензии, осуществляется управление активами (имуществом) инвестиционных и пенсионных фондов. Институциональные субъекты, функционирующие в рамках коллективного доверительного управления, будут рассмотрены в следующей главе.

В рамках индивидуального управления, на основании лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляется 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:

---

<sup>28</sup> Инвестиции vs Риски: что нужно знать начинающему инвестору — День открытых дверей Банка России 2020 (видео) // Центральный банк Российской Федерации : официальная страница в Facebook. URL: <https://www.facebook.com/cbr.ru/videos/331285074794491> (дата обращения: 31.12.2020).

<sup>29</sup> Рынок Форекс должен быть доступен только квалифицированным инвесторам: Интервью с заместителем Председателя Банка России Владимиром Чистюхиным // Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=5059> (дата обращения: 31.12.2020).

- 1) ценными бумагами;
- 2) денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- 3) денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Статус доверительного управляющего раскрывается в совокупности предоставленных ему прав и возложенных на него обязанностей. В частности:

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

— ценные бумаги иностранных эмитентов допущены к обращению на территории Российской Федерации в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации и/или;

— ценные бумаги иностранных эмитентов прошли процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с государственными органами которых, осуществляющими контроль на рынке ценных бумаг, Банком России заключены соглашения о взаимодействии и обмене информацией;

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

2. Он вправе заключать на фондовых биржах срочные договоры (контракты), базовым активом которых являются фондовые индексы, ценные бумаги или другие срочные договоры (контракты).

3. Он вправе размещать денежные средства, находящиеся в доверительном управлении, а также полученные управляющим в процессе управления ценными бумагами, на счетах и во вкладах в кредитных организациях на срок, не превышающий количество календарных дней, установленное в договоре доверительного управления, за которое стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления, или не превышающий 3 месяцев в случае, если договором доверительного управления не установлен срок, за который стороны должны уведомить друг друга об отказе от договора доверительного управления. При этом не допускается размещение денежных средств учредителей управления во вклады, срок возврата денежных средств по которым не определен или определен моментом востребования.

4. Он имеет право на вознаграждение, предусмотренное договором доверительного управления, а также на возмещение необходимых расходов, произведенных им при управлении ценными бумагами.

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

6. Он обязан осуществить все необходимые меры по проверке подлинности и обеспечению сохранности получаемых им в управление или приобретаемых им в процессе доверительного управления ценных бумаг в документарной форме.

7. Он обязан обособить ценные бумаги и денежные средства учредителя управления, находящиеся в доверительном управлении, а также полученные управляющим в процессе управления ценными бумагами, от собственного имущества и имущества учредителя управления, переданного управляющему в связи с осуществлением им иных видов деятельности.

8. Он обязан использовать отдельный банковский счет для хранения денежных средств, находящихся в доверительном управлении, а также полученных управляющим в процессе управления ценными бумагами. При этом могут учитываться на одном счете денежные средства разных клиентов, если это предусмотрено договорами доверительного управления.

9. Он обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета денежных средств по каждому договору доверительного управления.

10. Он обязан использовать отдельный счет депо для хранения ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении, а также полученных управляющим в процессе управления ценными бумагами. При этом могут учитываться на одном счете ценные бумаги разных клиентов, если это предусмотрено договорами доверительного управления.

11. Он обязан обеспечить ведение обособленного внутреннего учета ценных бумаг по каждому договору доверительного управления.

## 2.6. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СОВЕТНИКИ

*Инвестиционным советником* является юридическое или физическое лицо (индивидуальный предприниматель), обладающее статусом профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющее деятельность по инвестиционному консультированию.

В свою очередь, *деятельностью по инвестиционному консультированию* признается оказание консультационных услуг в отношении ценных бумаг,

сделок с ними и/или заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций.

Как уже было указано ранее, для данной категории профессиональных участников рынка ценных бумаг предусмотрено прохождение отдельного разрешительного порядка и соблюдение отдельных требований, нежели общий лицензионный порядок и требования, которые предусмотрены в отношении всех иных видов профессиональной деятельности. В частности, статус профессионального участника рынка ценных бумаг присваивается инвестиционному советнику с момента его включения в единый реестр инвестиционных советников, который ведет Банк России. Для включения в единый реестр инвестиционных советников претендент подает в Банк России соответствующее заявление и пакет документов по перечню, устанавливаемому нормативным актом Банка России<sup>30</sup>. После этого надзорный орган проводит процедуру проверки на соответствие претендента требованиям законодательства и нормативных актов<sup>31</sup> самого Банка России, регулирующей деятельность по инвестиционному консультированию, и впоследствии принимает решение о внесении сведений о претенденте в единый реестр инвестиционных советников или об отказе в этом.

Любой инвестиционный советник вправе совмещать свою профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг с любой иной деятельностью, которая в соответствии с законодательством не подлежит лицензированию. Если же инвестиционный советник является юридическим лицом, то он также вправе совмещать свою деятельность с иными видами профессиональной деятельности на финансовом рынке, в том числе с деятельностью кредитной организации.

Отношения между инвестиционным советником и клиентом строятся на основании договора об инвестиционном консультировании, в рамках которого инвестиционный консультант, в соответствии с инвестиционным профи-

---

<sup>30</sup> См.: Указание Банка России от 15.11.2018 № 4970-У «О порядке и сроках принятия Банком России решения о внесении (об отказе во внесении) сведений о юридическом лице (индивидуальном предпринимателе) в единый реестр инвестиционных советников, перечне документов, на основании которых Банк России принимает решение о внесении (об отказе во внесении) сведений о юридическом лице (индивидуальном предпринимателе) в единый реестр инвестиционных советников, форме заявления о внесении сведений о юридическом лице (индивидуальном предпринимателе) в единый реестр инвестиционных советников, основаниях для принятия Банком России решения об отказе во внесении сведений о юридическом лице (индивидуальном предпринимателе) в единый реестр инвестиционных советников и порядке ведения Банком России единого реестра инвестиционных советников».

<sup>31</sup> См.: Указание Банка России от 02.11.2018 № 4956-У (ред. от 01.08.2019) «О требованиях к инвестиционным советникам».

лем клиента, предоставляет ему индивидуальные инвестиционные рекомендации. Они, в свою очередь, должны включать:

- описание ценной бумаги и планируемой с ней сделки и/или договора, являющегося производным финансовым инструментом, в отношении которых дается рекомендация;
- описание рисков, связанных с соответствующими ценной бумагой или производным финансовым инструментом, со сделкой с ценной бумагой и/или заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом;
- указание на наличие либо отсутствие конфликта интересов у инвестиционного советника при оказании услуг;
- информацию о платежах и издержках, связанных с ее исполнением.

Что касается категории «инвестиционный профиль клиента», то она подразумевает информацию, характеризующую клиента<sup>32</sup>, а именно:

- о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент;
- о периоде времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск для клиента;
- о допустимом для клиента риске возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, не являющийся квалифицированным инвестором.

## 2.7. РЕГИСТРАТОРЫ И ДЕПОЗИТАРИИ

*Регистраторами* являются профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

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

В свою очередь, *реестр владельцев ценных бумаг* — это формируемая на определенный момент времени система записей о лицах, которым открыты лицевые счета (о зарегистрированных лицах); записей о ценных бумагах, учитываемых на указанных счетах; записей об обременении ценных бумаг и иных

---

<sup>32</sup> См.: Указание Банка России от 17.12.2018 № 5014-У «О порядке определения инвестиционного профиля клиента инвестиционного советника, о требованиях к форме предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации и к осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию».



записей в соответствии с законодательством РФ. Для ценных бумаг на предъявителя реестр владельцев ценных бумаг не ведется.

В силу особой специфики данного вида деятельности совмещение деятельности по ведению реестра с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг не допускается.

Регистратор не вправе совершать сделки с ценными бумагами эмитента, реестр владельцев которых он ведет.

Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом. При этом регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Держатель реестра возмещает владельцам ценных бумаг и иным лицам, которые в соответствии с федеральными законами осуществляют права по ценным бумагам, убытки, причиненные неправомерными действиями (бездействием) держателя реестра.

Обязанности держателя реестра:

1) открывать лицевые и иные счета в реестре в соответствии с требованиями законодательства о ценных бумагах и нормативных актов Банка России;

2) проводить операции в реестре только по распоряжению зарегистрированных лиц, если иное не установлено федеральными законами и нормативными актами Банка России;

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

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

5) составлять список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, по требованию эмитента или иных лиц в случаях, предусмотренных федеральными законами.

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

Трансфер-агенты действуют от имени и за счет регистратора на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с регистратором, а также выданной им доверенности.

При осуществлении своей деятельности трансфер-агенты обязаны указывать, что они действуют от имени и по поручению регистратора, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этим регистратором.

В случаях, предусмотренных договором и доверенностью, трансфер-агенты вправе:

- 1) принимать документы, необходимые для проведения операций в реестре;
- 2) передавать зарегистрированным и иным лицам выписки по лицевым счетам, уведомления и иную информацию из реестра, которые предоставлены регистратором.

Трансфер-агенты обязаны:

- 1) принимать меры по идентификации лиц, подающих документы, необходимые для проведения операций в реестре;
- 2) обеспечивать доступ регистратора к своей учетной документации по его требованию;
- 3) соблюдать конфиденциальность информации, полученной в связи с осуществлением функций трансфер-агента;
- 4) осуществлять проверку полномочий лиц, действующих от имени зарегистрированных лиц;
- 5) удостоверить подписи физических лиц в порядке, предусмотренном Банком России;
- 6) соблюдать иные требования, установленные нормативными правовыми актами Банка России.

Течение срока проведения операции в реестре (срока для отказа в проведении операции в реестре) начинается с момента приема трансфер-агентом документов для проведения операции в реестре.

Регистратор и трансфер-агент обязаны при взаимодействии друг с другом осуществлять обмен информацией и документами в электронной форме.

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

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

Депозитарий — это профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, под которой признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

Объектом депозитарной деятельности могут являться эмиссионные ценные бумаги резидентов РФ любых форм выпуска:

- бездокументарные;
- документарные с обязательным централизованным хранением;
- документарные без обязательного централизованного хранения.

Объектами депозитарной деятельности могут являться также неэмиссионные ценные бумаги, выпущенные с соблюдением установленной законодательством формы и порядка.

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

Депозитарная деятельность включает обязательное предоставление клиентам следующих основных услуг:

- услуг по учету и удостоверению прав на ценные бумаги;
- услуг по учету и удостоверению передачи ценных бумаг, включая случаи обременения ценных бумаг обязательствами;
- услуг, содействующих реализации владельцами ценных бумаг их прав по ценным бумагам, включая право на участие в управлении акционерными обществами, на получение дивидендов, доходов и иных платежей по ценным бумагам.

Депозитарий вправе на основании договора с клиентом оказывать ему также сопутствующие услуги, повышающие качество депозитарного обслуживания, включая:

- ведение денежных счетов (в том числе валютных и мультивалютных) клиентов (депонентов), связанных с проведением операций с ценными бумагами и получением доходов по ценным бумагам;
- проверку сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежность;
- инкассацию и перевозку сертификатов ценных бумаг;
- изъятие из обращения, погашение и уничтожение сертификатов ценных бумаг;
- отделение и погашение купонов;
- по поручению владельца представление его интересов на общих собраниях акционеров;
- предоставление клиентам сведений о ценных бумагах, объявленных недействительными и (или) похищенными, находящимися в розыске или по иным причинам включенных в стоп-листы эмитентами, правоохранительными органами или органами государственного регулирования рынка ценных бумаг;
- отслеживание корпоративных действий эмитента;

— информирование клиента (депонента) о корпоративных действиях эмитента и возможных для него негативных последствиях (при наличии соответствующих положений в договоре — выполнение действий, позволяющих минимизировать ущерб клиенту (депоненту) в связи с выполнением эмитентом корпоративных действий);

— предоставление клиентам (депонентам) имеющихся у депозитария сведений об эмитентах, в том числе сведений о состоянии эмитента, о состоянии рынка ценных бумаг;

— содействие в оптимизации налогообложения доходов по ценным бумагам;

— организацию инвестиционного и налогового консультирования;

— предоставление клиентам (депонентам) сведений о российской и международной системах регистрации прав собственности на ценные бумаги и консультаций по правилам работы этих систем.

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

Депонент может передать полномочия по распоряжению ценными бумагами и осуществлению прав по ценным бумагам, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в депозитарии, другому лицу — попечителю счета. В качестве попечителей счетов депонентов, открытых у депозитария, могут выступать лица, имеющие лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Между попечителем счета и депозитарием должен быть заключен договор, устанавливающий их взаимные права и обязанности, в том числе обязанности по заключению депозитарных договоров с депонентами и сверке данных по ценным бумагам депонента. При наличии попечителя счета депонент не имеет права самостоятельно передавать депозитарию поручения в отношении ценных бумаг, которые хранятся и (или) права на которые учитываются в депозитарии, за исключением случаев, предусмотренных депозитарным договором. У счета депо не может быть более одного попечителя. Каждое поручение, переданное попечителем счета в депозитарий, должно иметь в качестве основания поручение, переданное попечителю счета депонентом.

Попечитель счета обязан передавать депоненту отчеты депозитария об операциях, совершенных по счетам депо депонента, и выдаваемые депозитарием документы, удостоверяющие права депонента на ценные бумаги. Попечитель счета обязан хранить первичные поручения депонента, послужившие основой

для подготовки поручений, переданных попечителем в депозитарий. Попечитель счета обязан вести учет операций, совершенных по счетам депо депонента, попечителем которых он является. Попечитель счета не удостоверяет права на ценные бумаги, однако записи, осуществляемые попечителем счета, могут быть использованы в качестве доказательств прав на ценные бумаги. Депозитарий не отвечает перед депонентом за убытки, причиненные в результате действий попечителя счета, если иное не установлено в договоре между депозитарием и депонентом. Попечитель счета не отвечает перед депонентом за убытки, если докажет, что убытки причинены в результате действий депозитария, которые попечитель счета не мог ни предвидеть, ни предотвратить.

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

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

Отношения между депозитарием и депонентом в процессе депозитарной деятельности регулируются депозитарным договором (договором о счете депо).

Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Он должен содержать следующие существенные условия:

- однозначное определение предмета договора;
- срок действия договора;

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

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

В депозитарном договоре должны быть прямо предусмотрены следующие права депозитария:

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

При осуществлении профессиональной деятельности на депозитария распространяются определенные ограничения. В частности, депозитарий не имеет права:

- распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором;
- обуславливать заключение депозитарного договора с депонентом отказом последнего хотя бы от одного из прав, закрепленных ценными бумагами.

Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

В обязанности депозитария входят:

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

В рамках выполнения вышеназванных обязанностей депозитарий выполняет депозитарные операции — совокупность действий, осуществляемых депозитарием с учетными регистрами, а также с хранящимися в депозитарии сертификатами ценных бумаг и другими материалами депозитарного учета.

Различаются три основных класса депозитарных операций:

- инвентарные — депозитарные операции, изменяющие остатки ценных бумаг на лицевых счетах в депозитарии;

— административные — депозитарные операции, приводящие к изменениям анкет счетов депо, а также содержимого других учетных регистров депозитария, за исключением остатков ценных бумаг на лицевых счетах;

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

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

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

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

— служебные — инициатором являются должностные лица депозитария;

— официальные — инициатором являются уполномоченные государственные органы;

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

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

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



По своим функциональным особенностям депозитарии подразделяются на расчетные и кастодиальные.

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

Функции расчетного депозитария не вправе выполнять:

— профессиональный участник рынка ценных бумаг, совмещающий депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг с брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг;

— профессиональный участник рынка ценных бумаг, совмещающий депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг с дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг;

— профессиональный участник рынка ценных бумаг, совмещающий депозитарную деятельность на рынке ценных бумаг с деятельностью по управлению ценными бумагами на рынке ценных бумаг.

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

Среди кастодиальных депозитариев выделяют специализированные и неспециализированные депозитарии.

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

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

— учет и хранение имущества;

— хранение и учет прав на ценные бумаги;

— контроль за соблюдением требований нормативных правовых актов.

## Глава 3

# ИНСТИТУТЫ КРЕДИТНОГО РЫНКА

### 3.1. КРЕДИТНЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ БАНКИ

Термин «кредитная организация» является категорией, обобщающей преобладающую долю институциональных субъектов, функционирующих в данном сегменте финансового рынка. Данная категория несет в себе наиболее общие характеристики, присущие этим субъектам, а потому является отправной точкой в квалификации видов и подвидов профессиональных организаций, подпадающих под данную категорию.

Законодатель характеризует кредитную организацию прежде всего как организацию, т. е. как экономического субъекта с правовым статусом юридического лица. При этом организацию безусловно коммерческую, т. е. преследующую в качестве основной цели своей деятельности извлечение прибыли. Этот факт предопределяет ее организационно-правовую форму, поскольку перечень форм, в которых могут создаваться коммерческие организации, является ограниченным.

Будучи финансовым институтом, естественно, в основе ее институциональной природы лежит специальный государственный мандат, выдаваемый Банком России на осуществление профессиональной деятельности на кредитном рынке.

Таким образом, кредитная организация есть юридическое лицо, образованное в форме хозяйственного общества и осуществляющее на основании лицензии, выданной Банком России, коммерческую деятельность. Предметом этой коммерческой деятельности являются определенные законодательством банковские операции. При этом образование кредитной организации осуществ-

ляется на основе любой формы собственности (частной, государственной, муниципальной и иной).

Отсюда следует, что вторым квалификационным элементом институциональных субъектов кредитного рынка является категория «банковские операции».

Сюда относятся следующие операции:

- 1) привлечение денежных средств физических и юридических лиц во вклады (до востребования и на определенный срок);
- 2) размещение привлеченных во вклады средств от своего имени и за свой счет;
- 3) открытие и ведение банковских счетов физических и юридических лиц;
- 4) осуществление переводов денежных средств по поручению физических и юридических лиц, в том числе банков-корреспондентов, по их банковским счетам;
- 5) инкассация денежных средств, векселей, платежных и расчетных документов и кассовое обслуживание физических и юридических лиц;
- 6) купля-продажа иностранной валюты в наличной и безналичной формах;
- 7) привлечение во вклады и размещение драгоценных металлов;
- 8) выдача банковских гарантий;
- 9) осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов, в том числе электронных денежных средств (за исключением почтовых переводов).

Отечественной правовой системой предусматривается ограниченная номенклатура кредитных организаций, которая включает в себя банки и небанковские кредитные организации (НКО).

Основными институциональными субъектами, функционирующими в сегменте кредитного рынка, являются банковские кредитные организации.

В отечественной практике и в повседневном обороте для их обозначения традиционно используется термин «коммерческие банки». Вместе с тем нужно отметить, что применительно к отечественному банковскому сектору употребление эпитета «коммерческий» является некорректным по причинам, которые будут раскрыты ниже в этом параграфе.

В свою очередь, банк является кредитной организацией, которой присущ исключительный операционный характер, predetermined принадлежанием только им правом на осуществление первых трех операций из приведенного перечня.

В части квалификации небанковских кредитных организаций ситуация сложнее, поскольку здесь устанавливаются две подкатегории организаций. Общей характерной чертой небанковских организаций является то, что их

функционал, касающийся номенклатуры банковских операций, всегда носит ограниченный характер.

В первую категорию включены небанковские кредитные организации, к полномочиям которых отнесено право осуществлять только конкретные виды операций и только при определенных условиях, в частности:

1) открытие и ведение банковских счетов, но только в части банковских счетов юридических лиц в связи с осуществлением переводов денежных средств без открытия банковских счетов;

2) переводы денежных средств, но только в части банковских счетов юридических лиц в связи с осуществлением переводов денежных средств без открытия банковских счетов;

3) инкассацию денежных средств только в связи с осуществлением переводов денежных средств без открытия банковских счетов

4) переводы денежных средств без открытия банковских счетов, в том числе электронных денежных средств (за исключением почтовых переводов).

Во вторую категорию включены небанковские кредитные организации, которым предоставлено право производить отдельные банковские операции.

В ходе осуществления профессиональной деятельности к кредитным организациям, как и к другим институциональным субъектам финансовых рынков, предъявляется широкий спектр требований. Вместе с тем некоторые деятели экономической науки, которые специализируются на исследовании проблем кредитного рынка в целом и вопросов регулирования деятельности кредитных организаций в частности, отмечают, что основы стабильности кредитной организации воплощаются в предъявляемых первичных требованиях<sup>33</sup>.

В частности, доктор экономических наук М. А. Котляров выделяет и конкретизирует среди первичных требований четыре основные группы.

*Первую группу* составляют требования к уставному капиталу кредитной организации. Банковским законодательством устанавливается норматив минимального размера уставного капитала кредитной организации. Для регистрируемого банка минимальный размер уставного капитала устанавливается в сумме 300 млн руб. Для небанковской кредитной организации, осуществляющей расчет по поручению юридических лиц, в том числе банков-корреспондентов, по их банковским счетам, минимальный размер уставного капитала устанавливается в сумме 90 млн руб. Для остальных небанковских кредитных организаций минимальный размер уставного капитала устанавливается в сумме 18 млн руб. Помимо требований в отношении уставного капитала кредитных организаций

---

<sup>33</sup> См.: Ломтатидзе О. В., Котляров М. А., Школик О. А. Регулирование деятельности на финансовом рынке.

определяются некоторые требования, а именно предельный размер имущественных вкладов в уставный капитал кредитной организации, осуществляемых в неденежной форме, а также перечень видов такого имущества, которое может быть внесено в оплату уставного капитала. По общему правилу минимальный размер собственного капитала банка устанавливается на уровне 300 млн руб., а для банков, владеющих генеральной лицензией, — не менее 900 млн руб.

Ко *второй группе* первичных требований относятся требования к учредителям кредитной организации. На взгляд М. А. Котлярова, здесь имеются три принципиальных момента, а именно:

- контроль и проверка происхождения средств, используемых в качестве вноса в уставный капитал;
- проверка деловой репутации учредителей;
- обеспечение прозрачности структуры собственности кредитной организации.

*Третью группу* составляют требования к квалификации и деловой репутации лиц, относящихся к руководящему составу кредитной организации. В данном случае преимущественно речь идет о наличии у руководителя кредитной организации профильного образования и опыта работы в должности руководителя подразделения, связанного с проведением банковских операций, а также его соответствие требованиям в части деловой репутации.

*Четвертую группу* составляют требования к технической оснащенности кредитной организации. В частности, исследователь отмечает, что касаются они оснащенности банка тревожной и пожарной сигнализацией, наличия укрепленного кассового узла, помещений для обслуживания клиентов.

Особую роль на финансовом рынке играют инвестиционные банки, история возникновения которых берет свое начало во времена мирового экономического кризиса 1929–1933 гг., получившего в США наименование Великой депрессии.

В 1933 г. Соединенные Штаты приступили к масштабному реформированию финансовой отрасли. В этот период конгрессом США был принят закон Гласса — Стигалла (Glass-Steagall Act), где наряду с другими нововведениями предусматривалось разделение банков на коммерческие и инвестиционные. В результате принятия данного закона деятельность коммерческих банков сводилась к оказанию традиционных банковских услуг: расчетно-кассовому обслуживанию, кредитованию, привлечению средств во вклады и т. д. Данной категории банков было запрещено проводить операции с ценными бумагами, за исключением операций с государственными и муниципальными бумагами.

Что касается инвестиционных банков, то их деятельность, наоборот, сводилась преимущественно к осуществлению операций на рынке ценных бумаг и иным инвестиционным операциям долгосрочного характера.

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

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

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

В силу объективных обстоятельств будет неверным и утверждение, что инвестиционные банки не специализируются на приеме вкладов от населения. Во-первых, вклады — это один из источников формирования инвестиционных ресурсов банка, а во-вторых, в российской практике есть примеры, когда именно инвестиционные банки на основе депозитов разрабатывают специальные структурные продукты — так называемые индексируемые депозиты (депозиты с переменной доходностью, зависящей от определенных рыночных показателей).

Исходя из этого следует, что единственным неоспоримым признаком инвестиционных банков является осуществление инвестиционной деятельности путем проведения операций на рынке ценных бумаг. Следовательно, к группе инвестиционных банков может быть отнесен любой банк, деятельность которого заключается:

- в оказании агентских услуг при купле-продаже ценных бумаг;

- содействию при проведении корпоративных реорганизационных процессов (слияния и поглощения);
- проведении брокерских операций на рынке ценных бумаг;
- проведении дилерских операций на рынке ценных бумаг;
- оказании услуг андеррайтера.

### 3.2. КРЕДИТНЫЕ КООПЕРАТИВЫ

Первое, о чем здесь необходимо сказать, это то, что в отношении данной категории юридических лиц применяются различные определяющие термины: кредитные союзы, кредитные кооперативы, микрокредитные организации, общества взаимного кредитования и т. д. Это связано с тем, что упоминаться в государственных актах они стали значительно раньше их законодательного регулирования.

Часть первая ГК РФ, принятая еще в 1994 г., содержала и содержит дефинитивные и декларативные нормы о юридических лицах. В частности, статья 116 ГК РФ, оперируя такими понятиями, как «кооператив», «потребительский союз», «потребительское общество», определяет лишь общие принципы организации и деятельности потребительских кооперативов, куда наравне с другими формами потребительских кооперативов (жилищные и жилищно-строительные, жилищные накопительные кооперативы, сельскохозяйственные кооперативы, садоводческие, огороднические, дачные некоммерческие объединения граждан и др.) входят и кредитные союзы. В остальном Гражданский кодекс РФ использует отсылочную норму, согласно которой регулирование деятельности каждого из видов потребительского кооператива осуществляется отдельными законами, принятыми и действующими в соответствии с кодексом.

Указ Президента «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21.03.1996 № 408 для данной категории организаций использовал устоявшийся в мировой практике экономический термин «кредитный союз» (англ. *credit union*).

Таким образом, сложилась ситуация при которой образовался набор тождественных терминов, определяющих финансовый институт и его организационно-правовую форму, а самого института еще не существовало, поскольку на тот момент еще не было отдельного нормативного акта, его регулирующего, следовательно, практическое создание и деятельность института были невозможны.

Первый этап государственного регулирования кредитных союзов начался в 2001 г. с принятием Федерального закона «О кредитных потребительских



кооперативах граждан» от 07.08.2001 № 117-ФЗ. Обозначенный закон при определении правового положения рассматриваемого института использовал более развернутый термин: «Кредитный потребительский кооператив граждан — это вид потребительского кооператива, который формируется в результате добровольного объединения граждан в целях удовлетворения потребностей его членов в финансовой взаимопомощи».

Переломным моментом для кредитных союзов стал 2009 г., поскольку он был ознаменован началом второго этапа их государственного регулирования. Этому предшествовало несколько важных событий как на территории России, так и за ее пределами.

Во-первых, в 2006–2009 гг. по территории бывших союзных республик СССР прокатилась волна банкротств кредитных союзов. Большая часть лопнувших кредитных союзов пришлось на государства Казахстан и Украина. Расследование причин, приведших к таким последствиям, показало, что главных причин две и обе они связаны с недобросовестностью лиц, создавших кооперативы и управлявших ими. Первая причина связана с криминальным характером недобросовестности, ведь основная масса кредитных союзов была использована в мошеннических целях. Вторая причина связана с деловой недобросовестностью управленцев, политика которых сводилась к скорейшему увеличению денежной массы на счетах кооперативов путем приема вкладов под повышенные обязательства.

Во-вторых, волна банкротств не обошла и территорию РФ. По тем же самым причинам пострадало население областных и краевых центров России — Ставрополя, Екатеринбурга, Новосибирска, Омска, Кемерово и др.

Через эти события не осталась незамеченной у высшего руководства страны, которое ясно понимало необходимость наведения порядка в сфере деятельности кредитных союзов. Так, Д. А. Медведев, еще до вступления в должность президента РФ, выступая на заседании Президиума Государственного совета «О преодолении административных барьеров в развитии малого бизнеса и мерах налоговой политики, направленных на стимулирование его роста» (Тобольск, 27.03.2008), предложил «проработать в установленном порядке проекты федеральных законов о микрофинансовой деятельности и кредитной кооперации».

Таким образом, вторым этапом государственного регулирования деятельности кредитных союзов стало принятие Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ (далее — Закон о кредитной кооперации). Этот момент в истории развития кредитных союзов в полной мере можно обозначить как переломный, ведь вся система регулирования их деятельности разработана практически заново. Безусловно, идея, которая лежит в основе

данного института, — союз в целях кредитования (т. е. в целях удовлетворения финансовых потребностей союзников) — осталась неизменной, однако количество правовых новелл в законе кардинально преобразует и модифицирует данный институт. По этой причине в дальнейшем будет целесообразно рассматривать кредитные союзы не только с позиций действующего законодательства, но и с позиций сравнительного анализа ранее действовавших норм с наиболее важными новациями законодательства в сфере кредитной кооперации, что дополнительно позволит увидеть динамику развития данного института кредитного рынка.

Согласно пп. 2 п. 3 ст. 1 Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ кредитный потребительский кооператив (кредитный союз) — добровольное объединение физических и (или) юридических лиц на основе членства и по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу в целях удовлетворения финансовых потребностей членов кредитного кооператива (пайщиков).

Система кредитных потребительских кооперативов различных видов и уровней, а также их союзов, ассоциаций и иных объединений образует кредитную кооперацию.

В зависимости от субъектного состава участников (членов) выделяются три категории кредитных кооперативов:

1) кредитные потребительские кооперативы, членами которых могут быть как физические, так и юридические лица (за исключением самих кредитных кооперативов);

2) кредитные потребительские кооперативы граждан — кооперативы, членами которых могут быть исключительно физические лица;

3) кредитные кооперативы второго уровня — кредитные кооперативы, членами которых могут быть исключительно кредитные кооперативы.

В рамках российской практики регулирования кредитных союзов данные положения являются новыми, поскольку до настоящего момента правом на участие в кредитном кооперативе обладали только физические лица, достигшие шестнадцатилетнего возраста. Теперь перечень потенциальных членов кредитных союзов пополнился юридическими лицами, а самим кредитным кооперативам предоставлено право, в целях удовлетворения своих финансовых потребностей и обеспечения своей финансовой устойчивости, объединяться в кооперативы второго уровня.

Как юридическое лицо кредитный союз относится к категории некоммерческих организаций, т. е. организаций, не имеющих извлечение прибыли в качестве основной цели. Основная цель его деятельности состоит в организации финансовой взаимопомощи членов кредитного союза (пайщиков) посредством:

1) объединения паенакоплений (паев), привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков) и иных денежных средств;

2) размещения денежных средств путем предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам) для удовлетворения их финансовых потребностей.

Проще говоря, этот кредитный институт представляет собой сформированный за счет паевых взносов своих участников, а также за счет иных источников имущественный комплекс, назначение которого сводится к обеспечению финансовых потребностей последних путем предоставления им займов. При этом необходимо обратить внимание на то, что в кредитном союзе, как финансовом институте, заложено две экономические идеи. Первая — это, безусловно, удовлетворение финансовых потребностей членов союза; в этом плане союз объединяет лиц, испытывающих данные финансовые потребности, — заемщиков. В то же время объем финансовых потребностей, существенно превышающий объем аккумулируемых паевых взносов, не позволяет членам союза их потребности реализовывать. Это требует использования иных источников при формировании имущественного комплекса (союза), что главным образом осуществляется путем привлечения в союз, на договорной основе, денежных средств как от его членов, так и от юридических лиц — не членов. Поэтому вторая идея заключается в возможности размещения в союзе членами союза своих свободных денежных средств. В этом плане союз объединяет лиц, которые являются инвесторами или, по сути, кредиторами. В результате в рамках кредитных потребительских союзов эти идеи синтезируются в единую союзную идею, которой подчинена вся их деятельность — организация финансовой взаимопомощи. По этой причине Федеральный закон «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ определяет финансовую взаимопомощь как организованный кредитным союзом процесс объединения паенакоплений (паев) и привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков), а также иных денежных средств и размещения указанных денежных средств путем предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам) в целях удовлетворения их финансовых потребностей в соответствии с уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза.

Непосредственное предоставление денежных средств членам союза осуществляется на основании договоров займа, заключаемых между кредитным союзом и заемщиком (пайщиком). Особенностью закона о кредитной кооперации в данном случае стало появление норм, регулирующих вопросы обеспечения заемных обязательств, согласно которым возврат займа членом кредитного союза (пайщиком) может обеспечиваться поручительством, залогом, а также иными предусмотренными федеральными законами или договором займа способами.

Привлечение денежных средств от своих членов осуществляется союзом на основании договоров передачи личных сбережений, заключаемых с физическими лицами, либо договоров займа, заключаемых с юридическими лицами.

При этом законодатель обращает особое внимание на принципы и требования, на которых должен основываться процесс привлечения денежных средств физических лиц — членов кредитного союза (пайщиков), для чего выделяет их в отдельную статью. Так, в соответствии со ст. 30 Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ по договору передачи личных сбережений физическое лицо, являющееся членом кредитного союза (пайщиком), передает кредитному союзу денежные средства на условиях возвратности, платности, срочности.

Условия договора передачи личных сбережений определяются положением о порядке и об условиях привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков), принятым общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) в предусмотренном законом порядке. Положение о порядке и об условиях привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков) должно содержать единые для всех членов кредитного союза (пайщиков) условия о размере и порядке платы за использование денежных средств членов кредитного союза (пайщиков), привлеченных на основании договоров передачи личных сбережений.

Договор передачи личных сбережений, независимо от его суммы, заключается в письменной форме. Несоблюдение письменной формы договора влечет его недействительность. Такой договор является ничтожным. Договор передачи личных сбережений должен содержать условия о сумме передаваемых денежных средств, о размере и порядке платы за их использование, о сроке и порядке их возврата.

В договор передачи личных сбережений должно быть включено условие о досрочном возврате денежных средств в порядке, определенном законом, при прекращении членства физического лица в кредитном союзе.

Помимо организации финансовой взаимопомощи своих членов кредитный союз вправе заниматься иными видами деятельности при условии, если такая деятельность служит достижению целей, ради которых создан кредитный союз, соответствует этим целям и предусмотрена уставом кредитного союза.

Кредитный союз осуществляет свою деятельность на основе следующих принципов:

- 1) финансовой взаимопомощи членов кредитного союза (пайщиков);
- 2) ограничения участия в деятельности кредитного союза лиц, не являющихся его членами;

3) добровольности вступления в кредитный союз и свободы выхода из него независимо от согласия других членов кредитного союза (пайщиков);

4) самоуправления кредитного союза, обеспечиваемого участием его членов (пайщиков) в управлении кредитным союзом;

5) равенства прав членов кредитного союза (пайщиков) при принятии решений органами кредитного союза независимо от размера внесенных членом кредитного союза (пайщиком) взносов (один член кредитного союза (пайщик) — один голос);

6) равенства доступа членов кредитного союза (пайщиков) к участию в процессе финансовой взаимопомощи и иным услугам кредитного союза;

7) равенства доступа членов кредитного союза (пайщиков) к информации о деятельности кредитного союза;

8) солидарного несения членами кредитного союза (пайщиками) субсидиарной ответственности по его обязательствам в пределах невнесенной части дополнительного взноса каждого из членов кредитного союза (пайщиков).

Процедуры, требования и процессуальные действия, связанные с созданием, реорганизацией и ликвидацией кредитных союзов, в общем и целом схожи с «корпоративными действиями», осуществляемыми при проведении организационно-реорганизационных мероприятий иных коммерческих и некоммерческих организаций, в то же время они имеют и ряд особенностей.

Кредитный союз может быть создан не менее чем 15 физическими или 5 юридическими лицами. Кредитный союз, членами которого являются физические и юридические лица, может быть создан не менее чем 7 указанными лицами.

Иными словами, закон о кредитной кооперации устанавливает минимальный предел количества членов кредитного союза. Ранее закон, который регулировал деятельность кредитных союзов, определял лимит числа членов кредитного союза, устанавливая не только нижний, но и верхний предел их количества. Таким образом, число членов кредитного потребительского союза граждан не могло быть менее 15 и более 2 тыс. человек. В случае если число членов кредитного потребительского союза граждан превышало 2 тыс. человек, в течение 6 месяцев с момента достижения предельной численности должна была проводиться реорганизация кредитного потребительского союза граждан в форме его разделения либо выделения из его состава одного или нескольких юридических лиц.

Кредитный союз создается на основе членства по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу. Принципы создания кредитного союза устанавливаются уставом кредитного союза.

Учредители кредитного союза принимают решение о создании кредитного союза, которое оформляют протоколом, осуществляют подготовку проекта устава кредитного союза и организацию общего собрания учредителей кредитного союза, на котором принимается устав кредитного союза.

Устав кредитного союза должен предусматривать:

- 1) наименование и место нахождения кредитного союза;
- 2) предмет и цели деятельности кредитного союза;
- 3) порядок и условия приема в члены кредитного союза (пайщики), основания и порядок прекращения членства в кредитном союзе;
- 4) условия о размере паевых взносов членов кредитного союза (пайщиков), о составе и порядке внесения паевых и иных взносов, об ответственности членов кредитного союза (пайщиков) за нарушение обязательств по внесению паевых и иных взносов;
- 5) права, обязанности и ответственность членов кредитного союза (пайщиков);
- 6) структуру, количественный состав, порядок создания, срок полномочий и компетенцию органов кредитного союза, порядок принятия ими решений, в том числе по вопросам, решения по которым принимаются единогласно или квалифицированным большинством голосов, а также порядок обжалования решений органов кредитного союза;
- 7) порядок определения размера и порядок внесения дополнительного взноса для покрытия членами кредитного союза (пайщиками) понесенных кредитным союзом убытков;
- 8) порядок расчетов с членом кредитного союза (пайщиком) при прекращении его членства в кредитном союзе;
- 9) порядок формирования и использования фондов, образуемых в кредитном союзе;
- 10) порядок распределения доходов кредитного союза и выплат начислений на паевые взносы;
- 11) порядок созыва и сроки проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), порядок организации подсчета голосов;
- 12) порядок реорганизации и ликвидации кредитного союза;
- 13) порядок ведения реестра членов кредитного союза (пайщиков), перечень сведений, включаемых в документы, подтверждающие членство в кредитном союзе;
- 14) иные предусмотренные федеральным законодательством положения.

В уставе кредитного союза помимо перечисленных положений могут содержаться другие положения, регулирующие создание и деятельность кредитного

союза и его органов и не противоречащие Федеральному закону «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ и иным нормативным правовым актом РФ.

Государственная регистрация кредитного союза осуществляется в порядке, определенном Федеральным законом «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 08.08.2001 № 129-ФЗ. Кредитный союз считается созданным как юридическое лицо со дня внесения соответствующей записи в Единый государственный реестр юридических лиц.

В случае принятия решением общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) изменений и дополнений, вносимых в устав кредитного союза, они также подлежат государственной регистрации в порядке, определенном Федеральным законом «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 08.08.2001 № 129-ФЗ.

Наименование потребительского союза должно содержать словосочетание «кредитный потребительский союз». Организации, не отвечающие требованиям Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ, не вправе использовать в своих наименованиях словосочетание «кредитный потребительский союз».

Кредитный союз, членом которого является юридическое лицо, не вправе использовать в своем наименовании словосочетание «союз граждан».

Кредитный союз вправе в порядке, установленном законом, принять решение о внесении в свой устав изменений, предусматривающих изменение вида кредитного союза. При этом изменение вида кредитного союза не является реорганизацией.

Реорганизация кредитного союза (слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование) осуществляется на основании решения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в соответствии с федеральным законодательством и его уставом.

В случаях, установленных федеральными законами, реорганизация кредитного союза в форме его разделения или выделения из его состава одного или нескольких кредитных союзов осуществляется по решению уполномоченных государственных органов или по решению суда в порядке, установленном федеральными законами.

При реорганизации кредитного союза его права и обязанности переходят к правопреемникам реорганизуемого кредитного союза в соответствии с передаточным актом или разделительным балансом кредитного союза. Передаточный акт или разделительный баланс реорганизуемого кредитного союза утверждается общим собранием членов реорганизуемого кредитного союза (пайщиков) и представляется вместе с учредительными документами для государственной регистрации вновь возникших юридических лиц или для внесе-



ния изменений в устав реорганизуемого кредитного союза. Передаточный акт или разделительный баланс кредитного союза должен содержать положения о правопреемстве по всем обязательствам реорганизуемого кредитного союза, в том числе по оспариваемым обязательствам в отношении всех его кредиторов и должников, и порядок определения правопреемства в связи с изменениями состава и стоимости имущества реорганизуемого кредитного союза, а также в связи с возможным возникновением, изменением и прекращением прав и обязанностей реорганизуемого кредитного союза после даты, на которую составлен передаточный акт или разделительный баланс кредитного союза. Если разделительный баланс кредитного союза не дает возможность определить его правопреемника, вновь возникшие юридические лица несут солидарную ответственность по всем обязательствам реорганизуемого кредитного союза перед его кредиторами.

Реорганизация кредитного союза осуществляется в порядке, установленном решением общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) о его реорганизации, или, если решение о реорганизации кредитного союза принято судом, в порядке, установленном решением суда.

При реорганизации кредитного союза в форме разделения член реорганизуемого кредитного союза (пайщик) становится членом (пайщиком) одного из вновь возникших кредитных союзов.

При реорганизации кредитного союза в форме слияния члены реорганизуемых кредитных союзов (пайщики) становятся членами вновь возникшего кредитного союза (пайщиками).

При реорганизации кредитного союза в форме присоединения члены присоединенного кредитного союза (пайщики) становятся членами (пайщиками) того кредитного союза, к которому присоединился реорганизуемый кредитный союз.

При реорганизации кредитного союза в форме выделения часть членов реорганизуемого кредитного союза (пайщиков) становятся членами кредитного союза, образованного при выделении.

Кредитный союз вправе преобразоваться в производственный союз, хозяйственное общество или товарищество, некоммерческое партнерство с соблюдением требований, установленных федеральными законами.

При преобразовании кредитного союза в производственный союз или некоммерческое партнерство члены реорганизуемого кредитного союза (пайщики) становятся членами производственного союза или некоммерческого партнерства.

При преобразовании кредитного союза в хозяйственное общество или товарищество члены реорганизуемого кредитного союза (пайщики) становятся участниками хозяйственного общества или товарищества.

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков), реорганизуемого в форме преобразования, принимает решение о реорганизации, которое должно содержать:

- 1) наименование, сведения о месте нахождения юридического лица, создаваемого путем реорганизации в форме преобразования;
- 2) порядок и условия преобразования кредитного союза;
- 3) порядок обмена паенакоплений (паев) членов кредитного союза (пайщиков) на акции, доли участников в уставном капитале хозяйственного общества, складочном капитале товарищества или на паи членов производственного союза в случае, если осуществляется преобразование кредитного союза в хозяйственное общество, товарищество или в производственный союз, либо порядок определения состава имущества или стоимости имущества кредитного союза, которое вправе получить член кредитного союза (пайщик), преобразованного в некоммерческое партнерство, при прекращении его членства в некоммерческом партнерстве;
- 4) список членов контрольно-ревизионного органа создаваемого юридического лица, если в соответствии с федеральными законами и уставом создаваемого юридического лица предусмотрено наличие контрольно-ревизионного органа и образование такого органа отнесено к компетенции высшего органа управления создаваемого юридического лица;
- 5) список членов коллегиального исполнительного органа создаваемого юридического лица, если в соответствии с федеральными законами и уставом такого юридического лица предусмотрено наличие коллегиального исполнительного органа этого юридического лица и его образование отнесено к компетенции высшего органа управления такого юридического лица;
- 6) указание о лице, назначенном (избранном) единоличным исполнительным органом создаваемого юридического лица;
- 7) список членов иного органа создаваемого юридического лица (за исключением общего собрания участников хозяйственного общества или товарищества, членов производственного союза или членов некоммерческого партнерства), если в соответствии с федеральными законами и уставом создаваемого юридического лица предусмотрено наличие этого органа и его образование отнесено к компетенции высшего органа управления создаваемого юридического лица;
- 8) указание об утверждении передаточного акта с приложением передаточного акта;
- 9) указание об утверждении учредительных документов создаваемого юридического лица с приложением учредительных документов;
- 10) иные не противоречащие федеральным законам положения о реорганизации кредитного союза в форме преобразования.

Кредитный союз в течение трех рабочих дней после даты принятия решения о его реорганизации обязан в письменной форме сообщить в орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц, о начале процедуры реорганизации с указанием формы реорганизации. В случае участия в реорганизации двух и более кредитных союзов такое уведомление направляется кредитным союзом, последним принявшим решение о реорганизации либо определенным в решениях кредитных союзов о реорганизации. На основании данного уведомления орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц, вносит в Единый государственный реестр юридических лиц запись о том, что кредитный союз (кредитные союзы) находится (находятся) в процессе реорганизации.

Реорганизуемый кредитный союз после внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о начале процедуры реорганизации дважды, с периодичностью один раз в месяц, размещает в средствах массовой информации, в которых публикуются данные о государственной регистрации юридических лиц, уведомление о своей реорганизации. В случае участия в реорганизации двух и более кредитных союзов уведомление о реорганизации кредитных союзов публикуется от имени всех участвующих в реорганизации кредитных союзов кредитным союзом, последним принявшим решение о реорганизации либо определенным в решениях о реорганизации реорганизуемых кредитных союзов. В публикуемом уведомлении о реорганизации указываются сведения о каждом участвующем в реорганизации, создаваемом (продолжающем деятельность) в результате реорганизации кредитном союзе, форма реорганизации, порядок и условия заявления кредиторами кредитного союза своих требований, иные сведения, предусмотренные федеральными законами.

Кредитор кредитного союза, если его требования возникли до опубликования уведомления о реорганизации кредитного союза, вправе потребовать досрочного исполнения соответствующего обязательства должником, а при невозможности досрочного исполнения — прекращения обязательства и возмещения связанных с этим убытков, за исключением случаев, установленных федеральными законами.

В случае если требование о досрочном исполнении или прекращении обязательств и требования о возмещении убытков удовлетворены после завершения реорганизации кредитного союза, вновь созданные в результате реорганизации (продолжающие деятельность) кредитные союзы несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного кредитного союза.

Кредитный союз считается реорганизованным со дня государственной регистрации вновь возникших юридических лиц, за исключением случая ре-

организации в форме присоединения. При реорганизации кредитного союза в форме присоединения к нему другого кредитного союза первый из них считается реорганизованным со дня внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного кредитного союза.

Ликвидация кредитного союза может быть осуществлена:

- 1) по решению общего собрания членов кредитного союза (пайщиков);
- 2) по решению суда по основаниям, предусмотренным ГК РФ, Федеральным законом «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ и иными федеральными законами.

Ликвидация кредитного союза и удовлетворение требований его кредиторов осуществляются в порядке, определенном федеральными законами.

В случае если в течение шести месяцев количество членов кредитного союза (пайщиков) меньше минимального количества, установленного законом (не менее 15 физических или 5 юридических лиц, а для союзов, членами которых являются физические и юридические лица, не менее 7 указанных лиц), кредитный союз должен принять решение о ликвидации и ликвидироваться в предусмотренном законом порядке. В случае невыполнения данного требования кредитным союзом его ликвидация осуществляется по решению суда.

При принятии решения о ликвидации кредитного союза назначается ликвидационная комиссия, к которой переходят все полномочия по управлению делами ликвидируемого кредитного союза, проводится обязательная оценка рыночной стоимости имущества ликвидируемого кредитного союза в соответствии с законодательством РФ, регулирующим оценочную деятельность. Ликвидационная комиссия по требованию членов ликвидируемого кредитного союза (пайщиков) обязана предоставить им для ознакомления отчет об оценке имущества такого кредитного союза.

После принятия решения о ликвидации кредитного союза этот кредитный союз не вправе осуществлять прием новых членов, привлекать денежные средства членов кредитного союза (пайщиков) и предоставлять займы. Члены кредитного союза (пайщики) обязаны исполнить свои обязательства перед кредитным союзом в сроки, установленные общим собранием членов кредитного союза (пайщиков), а в случае ликвидации кредитного союза по решению суда — в срок, установленный судом.

В случае неисполнения членом кредитного союза (пайщиком) своих обязательств перед кредитным союзом в установленные сроки кредитный союз (ликвидационная комиссия) вправе в судебном порядке потребовать исполнения указанных обязательств.

Оставшееся после удовлетворения требований кредиторов имущество кредитного союза подлежит распределению между его членами (пайщиками) пропорционально сумме их паенакоплений (паев).

Промежуточный ликвидационный баланс и окончательный ликвидационный баланс ликвидируемого кредитного союза утверждаются общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) или органом, принявшим решение о ликвидации кредитного союза.

Ликвидация кредитного союза считается завершенной, а кредитный союз — прекратившим существование после внесения записи об этом в Едином государственном реестре юридических лиц.

Все отношения, связанные с несостоятельностью (банкротством) кредитных союзов, регулируются законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве).

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

Права членов кредитного союза:

1) получать займы на условиях, предусмотренных положением о порядке предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам), утвержденным общим собранием членов кредитного союза (пайщиков), пользоваться иными услугами, предоставляемыми кредитным союзом;

2) вносить в паевой фонд кредитного союза добровольные паевые взносы в порядке, определенном уставом кредитного союза, передавать денежные средства кредитному союзу на основании договора займа, а также на основании иных договоров, предусмотренных законодательством;

3) участвовать в управлении кредитным союзом, в том числе в работе общего собрания членов кредитного союза (пайщиков):

а) инициировать созыв общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в порядке, определенном законом;

б) участвовать в обсуждении повестки дня и вносить предложения по повестке дня общего собрания членов кредитного союза (пайщиков);

в) голосовать по всем вопросам, вынесенным на общее собрание членов кредитного союза (пайщиков), с правом одного голоса;

г) избирать и быть избранным в органы кредитного союза;

4) получать информацию от органов кредитного союза по вопросам его деятельности, в том числе знакомиться с протоколами общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), годовой финансовой (бухгалтерской) отчетностью кредитного союза, со сметой доходов и расходов на содержание кредитного союза и с отчетом о ее исполнении;

5) получить сумму паенакопления (пая) в случае прекращения членства в кредитном союзе в порядке, предусмотренном законом;

б) осуществлять другие права члена кредитного союза (пайщика), предусмотренные Федеральным законом «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ, иными нормативными правовыми актами, уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза.

Обязанности членов кредитного союза:

1) соблюдать устав кредитного союза и выполнять решения органов кредитного союза;

2) вносить дополнительные взносы в течение трех месяцев после утверждения годового баланса кредитного союза в случае необходимости покрытия убытков кредитного союза в соответствии с пунктом 4 статьи 116 ГК РФ;

3) солидарно с другими членами кредитного союза (пайщиками) нести субсидиарную ответственность по обязательствам кредитного союза в пределах невнесенной части дополнительного взноса;

4) своевременно возвращать полученные от кредитного союза займы, а при прекращении членства в кредитном союзе досрочно возвратить полученные от кредитного союза займы;

5) исполнять другие обязанности члена кредитного союза (пайщика), предусмотренные законом о кредитной кооперации, иными нормативными правовыми актами, уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза.

Прием в члены кредитного союза (пайщики) осуществляется на основании заявления, которое подается в письменной форме в правление кредитного союза. В указанном заявлении должно содержаться обязательство соблюдать устав кредитного союза.

Членство в кредитном союзе возникает на основании решения правления кредитного союза со дня внесения соответствующей записи в реестр членов кредитного союза (пайщиков). Такая запись в реестр членов кредитного союза (пайщиков) вносится после уплаты обязательного паевого взноса, а также после уплаты вступительного взноса в случае, если внесение вступительного взноса предусмотрено уставом кредитного союза.

Члену кредитного союза (пайщику) выдается документ, подтверждающий его членство в кредитном союзе. Данный документ должен содержать следующие сведения:

1) наименование и место нахождения кредитного союза, государственный регистрационный номер записи о государственной регистрации кредитного союза;

2) фамилию, имя, отчество (если иное не вытекает из закона или национального обычая) члена кредитного союза (пайщика) — для физического лица или наименование, место нахождения, государственный регистрационный номер записи о государственной регистрации, идентификационный номер налогоплательщика — члена кредитного союза — для юридического лица;

3) почтовый адрес, номер телефона члена кредитного союза (пайщика), дату его вступления в кредитный союз, сумму обязательного паевого взноса и дату его внесения, регистрационный номер записи в реестре членов кредитного союза (пайщиков), дату выдачи документа, подтверждающего членство в кредитном союзе;

4) иные сведения, предусмотренные федеральными законами и уставом кредитного союза.

Кредитный союз обязан вести реестр членов кредитного союза (пайщиков). Данная норма также относится к новеллам закона о кредитной кооперации, поскольку до его принятия требования о ведении реестра членов кредитного союза в законодательстве отсутствовало.

Реестр членов кредитного союза должен включать в себя следующие сведения:

1) регистрационный номер записи в реестре членов кредитного союза (пайщиков);

2) фамилию, имя, отчество члена кредитного союза (пайщика) — для физического лица (если иное не вытекает из закона или национального обычая), наименование, место нахождения члена кредитного союза (пайщика) — для юридического лица;

3) паспортные данные или данные иного удостоверяющего личность члена кредитного союза (пайщика) документа — для физического лица, а также государственный регистрационный номер записи о государственной регистрации индивидуального предпринимателя, идентификационный номер налогоплательщика — для физического лица — индивидуального предпринимателя; государственный регистрационный номер записи о государственной регистрации юридического лица, дату записи о создании в Едином государственном реестре юридических лиц, идентификационный номер налогоплательщика — для юридического лица;

4) почтовый адрес, номер телефона члена кредитного союза (пайщика);

5) дату вступления в кредитный союз и дату прекращения членства в кредитном союзе;

6) иные предусмотренные уставом кредитного союза сведения.

При прекращении членства в кредитном союзе в реестр членов кредитного союза (пайщиков) вносится соответствующая запись.



Прекращение членства в кредитном союзе происходит в случаях:

- 1) выхода из кредитного союза;
- 2) исключения из членов кредитного союза;
- 3) ликвидации или прекращения в результате реорганизации юридического лица — члена кредитного союза;
- 4) прекращения юридического лица — члена кредитного союза (пайщика) в связи с исключением его из Единого государственного реестра юридических лиц по решению регистрирующего органа в порядке, предусмотренном статьей 21.1 Федерального закона «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 08.08.2001 № 129-ФЗ;
- 5) смерти члена кредитного союза (пайщика) — физического лица или объявления его умершим в установленном федеральным законом порядке;
- 6) прекращения кредитного союза в результате его реорганизации;
- 7) ликвидации кредитного союза;
- 8) прекращения кредитного союза в связи с исключением его из Единого государственного реестра юридических лиц по решению регистрирующего органа в порядке, предусмотренном статьей 21.1 Федерального закона «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 08.08.2001 № 129-ФЗ.

В целях добровольного выхода члена из кредитного союза в правление кредитного союза в письменной форме подается заявление. Порядок выхода из кредитного союза определяется уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза. Выход из кредитного союза оформляется путем внесения соответствующей записи в реестр членов кредитного союза (пайщиков).

В случае неисполнения членом кредитного союза (пайщиком) своих обязанностей правление кредитного союза вправе исключить его из членов кредитного союза (пайщиков). При этом исключенный пайщик обладает правом оспорить решение об исключении его из членов кредитного союза (пайщиков) в судебном порядке.

В том случае если прекращение членства в кредитном союзе производится по причинам добровольного выхода либо исключения из союза по решению правления, либо ликвидации или прекращения в результате реорганизации юридического лица, являющегося членом кредитного союза, пайщику выплачивается сумма его паенакопления (пая), включающая сумму паевых взносов и присоединенных начислений на паевые взносы, возвращаются денежные средства, привлеченные от члена кредитного союза (пайщика), и выполняются иные обязательства, предусмотренные договорами, на основании которых кредитный союз осуществил привлечение денежных средств члена кредитного

союза (пайщика). Указанные суммы выплачиваются не позднее чем через три месяца со дня подачи заявления о выходе из кредитного союза либо со дня принятия решения о ликвидации или реорганизации, предусматривающей прекращение юридического лица — члена кредитного союза (пайщика), либо со дня принятия решения об исключении его из членов кредитного союза (пайщиков).

Начисления на паевые взносы за период, прошедший с даты последнего начисления на паевые взносы до даты прекращения членства в кредитном союзе, выплачиваются члену кредитного союза (пайщику) после утверждения общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) финансовой (бухгалтерской) отчетности за финансовый год в порядке, предусмотренном уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза. Указанные выплаты производятся при условии исполнения членом кредитного союза (пайщиком) своих обязательств перед кредитным союзом, в том числе обязательств по договорам займа. В случае наличия неисполненных обязательств (задолженности) члена кредитного союза (пайщика) перед кредитным союзом обязательства кредитного союза по выплате паенакопления (паевых взносов и начислений на паевые взносы) такому члену кредитного союза (пайщику) и иные обязательства кредитного союза перед ним прекращаются полностью или частично зачетом встречного требования кредитного союза к члену кредитного союза (пайщику).

В случае смерти члена кредитного союза (пайщика) — физического лица или объявления его умершим в установленном федеральным законом порядке его наследнику, если он не является членом данного кредитного союза (пайщиком) и не хочет или не может им стать, выплачивается сумма паенакопления (пая) умершего члена кредитного союза (пайщика). Размер такого паенакопления (пая) определяется в том же порядке, в котором определяется размер паенакопления при добровольном выходе из союза.

В случае если паенакопление (пай) умершего члена кредитного союза (пайщика) перешло к нескольким его наследникам, наследник, который имеет право быть принятым в члены кредитного союза (пайщики), определяется соглашением между всеми наследниками или решением суда. В случае если ни один из наследников не воспользовался правом быть принятым в члены кредитного союза (пайщики), кредитный союз выплачивает наследникам причитающиеся им в соответствии с наследственными долями доли паенакопления (пая) умершего члена кредитного союза (пайщика). В случае отсутствия наследников у умершего члена кредитного союза (пайщика) порядок наследования его паенакопления (пая) определяется в соответствии с ГК РФ РФ. В случае если кредитный союз имеет обязательства перед умершим членом кредитного союза (пайщиком) по договорам займа или иным договорам, наследование и выплата

денежных средств по этим обязательствам осуществляются в порядке, предусмотренном законодательством для наследования и выплаты паенакопления (пая) умершего члена кредитного союза (пайщика).

Для управления кредитным потребительским союзом в нем создаются органы управления: общее собрание членов кредитного союза (пайщиков), правление кредитного союза, единоличный исполнительный орган кредитного союза, контрольно-ревизионный орган кредитного союза (наблюдательный совет кредитного союза, ревизионная комиссия или ревизор кредитного союза).

В соответствии с законодательством и уставом на союз может быть возложена обязанность или предоставлено право по формированию дополнительных органов управления.

Структура, порядок создания и деятельности органов кредитного союза, их полномочия устанавливаются законодательством о кредитной кооперации, уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза.

Решения органов кредитного союза в отношении члена кредитного союза (пайщика) могут быть обжалованы на общем собрании кредитного союза в порядке, предусмотренном уставом кредитного союза, либо оспорены в судебном порядке.

Одной из важнейших новаций в сфере регулирования деятельности кредитных союзов явилось установление ограничений на участие лиц в органах управления кредитного потребительского союза. Суть ограничений заключается в том, что в состав правления кредитного союза, контрольно-ревизионного органа кредитного союза (наблюдательного совета кредитного союза, ревизионной комиссии или ревизора кредитного союза) на должность единоличного исполнительного органа кредитного союза не может избираться или назначаться лицо, имеющее неснятую или непогашенную судимость за преступления в сфере экономики. Следует заметить, что установление данного ограничения стало общей тенденцией государственной политики, реализуемой в отношении финансовых организаций.

Не менее важным новшеством закона о кредитной кооперации стало внедрение норм, определяющих категорию заинтересованных лиц, определяющих критерии заинтересованности в сделке, а также регулирующих отношения при возникновении в данной ситуации конфликта интересов кредитного союза и заинтересованных лиц.

Согласно этим нормам лица, избранные или назначенные в состав органов кредитного союза, признаются лицами, заинтересованными в совершении кредитным союзом сделок с другими организациями или гражданами, если указанные лица состоят с этими организациями или гражданами в трудовых

отношениях, являются учредителями, участниками, членами, кредиторами этих организаций либо состоят с гражданами в близких родственных отношениях, являясь их супругами, родителями, детьми, полнородными и неполнородными братьями или сестрами, усыновителями или усыновленными, либо являются кредиторами этих граждан.

Заинтересованность в совершении кредитным союзом сделок влечет конфликт интересов заинтересованных лиц и кредитного союза.

Заинтересованные лица обязаны соблюдать интересы кредитного союза и не должны использовать возможности кредитного союза или допускать их использование в целях, не предусмотренных уставом кредитного союза, где под термином «возможности кредитного союза» понимаются принадлежащие кредитному союзу имущество, имущественные и неимущественные права, информация о деятельности и планах кредитного союза, имеющая для него ценность.

В случае если заинтересованное лицо имеет интерес в сделке, стороной которой намеревается быть кредитный союз:

1) оно обязано сообщить о своей заинтересованности правлению кредитного союза;

2) сделка должна быть одобрена правлением кредитного союза до ее совершения.

Сделка, в совершении которой имеется заинтересованность и которая совершена с нарушением описанных требований, может быть признана судом недействительной по иску кредитного союза и (или) по иску не менее одной трети членов общего количества членов кредитного союза (пайщиков).

При этом заинтересованное лицо несет перед кредитным союзом ответственность в размере убытков, причиненных им кредитному союзу в связи с нарушением требований, предъявляемых к сделкам с заинтересованностью. Если убытки причинены кредитному союзу несколькими заинтересованными лицами, их ответственность перед кредитным союзом является солидарной.

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) является высшим органом управления кредитного союза.

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) правомочно рассмотреть любой вопрос, связанный с деятельностью кредитного союза, и принять решение по этому вопросу, если он внесен по инициативе правления кредитного союза, единоличного исполнительного органа кредитного союза, контрольно-ревизионного органа кредитного союза, комитета по займам кредитного союза либо по требованию не менее одной трети общего количества членов кредитного союза (пайщиков).

Вопросы исключительной компетенции общего собрания членов кредитного союза:

1) утверждение устава кредитного союза, внесение изменений и дополнений в устав кредитного союза или утверждение устава кредитного союза в новой редакции;

2) утверждение положения о членстве в кредитном союзе, положения о порядке формирования и использования имущества кредитного союза, включающего порядок формирования и использования фондов кредитного союза, положения о порядке и об условиях привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков), положения о порядке предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам), положения об органах кредитного союза, положения о порядке распределения доходов кредитного союза, а также иных внутренних нормативных документов кредитного союза, утверждение которых отнесено уставом кредитного союза к компетенции общего собрания членов кредитного союза (пайщиков);

3) утверждение сметы доходов и расходов на содержание кредитного союза и отчета о ее исполнении;

4) принятие решения о вступлении в ассоциации (союзы) кредитных союзов, кредитные союзы второго уровня и в иные объединения кредитных союзов, участие в которых предусмотрено законодательством о кредитной кооперации, а также принятие решения о выходе из таких объединений;

5) принятие решения о реорганизации или ликвидации кредитного союза;

6) избрание, переизбрание, досрочное прекращение полномочий правления кредитного союза, контрольно-ревизионного органа (наблюдательного совета кредитного союза, ревизионной комиссии, ревизора) кредитного союза, комитета по займам кредитного союза, а также рассмотрение отчетов об их деятельности;

7) утверждение решений правления кредитного союза и контрольно-ревизионного органа (наблюдательного совета кредитного союза, ревизионной комиссии, ревизора) кредитного союза в случаях, предусмотренных законодательством о кредитной кооперации, а также в случаях, предусмотренных уставом кредитного союза;

8) отмена решений органов кредитного союза в отношении члена кредитного союза (пайщика) в случае обжалования таких решений общему собранию членов кредитного союза (пайщиков) в порядке, предусмотренном уставом кредитного союза;

9) утверждение годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности кредитного союза;

10) принятие решения о распределении дохода кредитного союза, выплата начислений на паевые взносы или о присоединении начислений на паевые взносы к паенакоплениям (паям) членов кредитного союза (пайщиков);

11) принятие в случае необходимости решения о проведении внеочередной аудиторской проверки и выбор аудиторской организации (аудитора);

12) иные вопросы, отнесенные законом о кредитной кооперации, иными федеральными законами и уставом кредитного союза к исключительной компетенции общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) может быть очередным или внеочередным.

Очередное общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) проводится в установленные уставом кредитного союза сроки, но не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года.

Внеочередное общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) может быть созвано по инициативе правления кредитного союза, по требованию иных органов кредитного союза или по требованию не менее одной трети общего количества членов кредитного союза (пайщиков).

В случае если внеочередное общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) созывается по требованию контрольно-ревизионного органа (наблюдательного совета кредитного союза, ревизионной комиссии, ревизора) кредитного союза, единоличного исполнительного органа кредитного союза, иных органов кредитного союза или по требованию не менее одной трети общего количества членов кредитного союза (пайщиков), правление кредитного союза в течение пяти дней со дня предъявления требования о созыве внеочередного общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) должно принять решение о созыве внеочередного общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) или об отказе в его созыве. Решение правления кредитного союза об отказе в созыве внеочередного общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), а также непринятие решения о созыве указанного внеочередного общего собрания в установленный срок могут быть оспорены лицами, требующими созыва такого собрания, в судебном порядке в течение трех месяцев со дня принятия указанного решения или истечения срока, предусмотренного для его принятия.

Уведомление о созыве общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) с указанием повестки дня направляется членам кредитного союза (пайщикам) не позднее чем за 30 дней до дня проведения такого собрания. В указанные сроки уведомление о проведении общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) должно быть направлено каждому члену кредитного союза (пайщику) заказным письмом по указанному членом кредитного союза (пайщиком)

почтовому адресу или вручено под расписку либо, если это предусмотрено указанным уставом, опубликовано в средствах массовой информации, определенных уставом кредитного союза. Уставом кредитного союза может быть предусмотрен иной способ направления указанного уведомления в письменной форме о проведении общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

В уведомлении о созыве общего собрания членов союза (пайщиков) должны быть указаны:

- 1) полное наименование кредитного союза и место его нахождения;
- 2) форма проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) (собрание, заочное голосование или собрание уполномоченных);
- 3) дата, место и время проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков). В случае проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в форме заочного голосования должны быть указаны также дата окончания приема бюллетеней для голосования и почтовый адрес, по которому должны направляться заполненные бюллетени для голосования;
- 4) повестка дня общего собрания членов кредитного союза (пайщиков);
- 5) порядок ознакомления с информацией, подлежащей предоставлению членам кредитного союза (пайщикам) при подготовке общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) и адрес, по которому можно ознакомиться с указанной информацией. К информации, подлежащей предоставлению членам кредитного союза (пайщикам) при подготовке соответствующего общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), относятся годовой отчет кредитного союза, заключения контрольно-ревизионного органа кредитного союза по результатам проверки годового отчета и годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности, аудиторское заключение, сведения о кандидатах в правление кредитного союза и контрольно-ревизионный орган, проект вносимых в устав кредитного союза изменений и дополнений или проект устава кредитного союза в новой редакции, проекты положений и иных внутренних нормативных документов кредитного союза, проекты решений общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), а также иная предусмотренная уставом кредитного союза информация.

Член кредитного союза (пайщик) вправе участвовать в общем собрании членов кредитного союза (пайщиков) лично или через своего представителя. На общем собрании член кредитного союза (пайщик) вправе представлять по доверенности не более пяти других членов кредитного союза (пайщиков).

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) считается правомочным, если в нем принимает участие более половины общего количества членов кредитного союза (пайщиков). При отсутствии кворума очередного общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) не позднее чем через



60 дней должно быть проведено повторное общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) с той же повесткой дня. Повторное общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) является правомочным, если в нем приняли участие не менее одной трети общего количества членов кредитного союза (пайщиков).

В кредитном союзе с количеством членов более 200 для определения кворума общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) и подсчета голосов при голосовании из числа членов кредитного союза (пайщиков) создается счетная комиссия, количественный и персональный составы которой утверждаются общим собранием членов кредитного союза (пайщиков), а в случае проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в форме заочного голосования количественный и персональный составы счетной комиссии утверждаются правлением кредитного союза. В случае если счетная комиссия не создана или члены счетной комиссии не приняли участие в работе общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), обязанности счетной комиссии исполняют члены правления кредитного союза, участвующие в работе общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

Счетная комиссия проверяет полномочия и регистрирует лиц, участвующих в общем собрании членов кредитного союза (пайщиков), определяет кворум общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), обеспечивает установленный порядок голосования и права членов кредитного союза (пайщиков) или их уполномоченных на участие в голосовании, подсчитывает голоса и подводит итоги голосования, составляет протокол об итогах голосования, передает в архив бюллетени для голосования.

Подсчет голосов при голосовании осуществляется счетной комиссией отдельно по каждому поставленному на голосование вопросу. При голосовании, осуществляемом бюллетенями для голосования, голоса засчитываются по тем вопросам, по которым голосующим оставлен только один из возможных вариантов голосования. В случае если бюллетень для голосования содержит несколько вопросов и указанное требование нарушено в отношении всех вопросов, поставленных на голосование, бюллетени для голосования признаются недействительными и голоса по содержащимся в них вопросам не подсчитываются. Несоблюдение указанного выше требования в отношении одного или нескольких вопросов не влечет за собой признания бюллетеня для голосования недействительным в целом.

По итогам голосования счетная комиссия составляет протокол об итогах голосования, подписываемый членами счетной комиссии. Протокол об итогах голосования составляется не позднее трех дней со дня завершения работы общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) или со дня окончания

приема бюллетеней для голосования при проведении общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в форме заочного голосования.

Решения, принятые общим собранием членов кредитного союза (пайщиков), и итоги голосования оглашаются на общем собрании членов кредитного союза (пайщиков), в ходе которого проводилось голосование.

По ряду вопросов, отнесенных к исключительной компетенции Общего собрания, решения принимаются двумя третями голосов членов кредитного союза (пайщиков), присутствующих на общем собрании членов кредитного союза (пайщиков). К таким вопросам относятся:

1) утверждение устава кредитного союза, внесение изменений и дополнений в устав кредитного союза или утверждение устава кредитного союза в новой редакции;

2) утверждение положения о членстве в кредитном союзе, положения о порядке формирования и использования имущества кредитного союза, включающего порядок формирования и использования фондов кредитного союза, положения о порядке и об условиях привлечения денежных средств членов кредитного союза (пайщиков), положения о порядке предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам), положения об органах кредитного союза, положения о порядке распределения доходов кредитного союза, а также иных внутренних нормативных документов кредитного союза, утверждение которых отнесено уставом кредитного союза к компетенции общего собрания членов кредитного союза (пайщиков);

3) утверждение сметы доходов и расходов на содержание кредитного союза и отчета о ее исполнении;

4) принятие решения о вступлении в ассоциации (союзы) кредитных союзов, кредитные союзы второго уровня и в иные объединения кредитных союзов, участие в которых предусмотрено законодательством о кредитной кооперации, а также принятие решения о выходе из таких объединений;

5) принятие решения о реорганизации или ликвидации кредитного союза;

6) избрание, переизбрание, досрочное прекращение полномочий правления кредитного союза, контрольно-ревизионного органа (наблюдательного совета кредитного союза, ревизионной комиссии, ревизора) кредитного союза, комитета по займам кредитного союза, а также рассмотрение отчетов об их деятельности.

Помимо этого федеральными законами и уставом кредитного союза могут быть предусмотрены иные вопросы, решения по которым принимаются квалифицированным большинством голосов.

По остальным вопросам, отнесенным к исключительной компетенции общего собрания, решения принимаются большинством голосов членов кре-

дитного союза (пайщиков), присутствующих на общем собрании членов кредитного союза (пайщиков).

Решение общего собрания членов кредитного союза (пайщиков), исполнение которого может повлечь ответственность членов иных органов кредитного союза, может быть оспорено ими в судебном порядке.

В части регулирования работы такого органа управления, как общее собрание членов кредитного союза, наиболее важным новшеством является введение дополнительных форм проведения общего собрания. Таким образом, общее собрание членов кредитного союза может проводиться в форме собрания уполномоченных и в форме заочного голосования.

В голосовании на собрании уполномоченных принимают участие исключительно уполномоченные. Каждый уполномоченный имеет один голос. Уполномоченные избираются из числа членов кредитного союза (пайщиков), не входящих в состав правления кредитного союза и контрольно-ревизионного органа кредитного союза (наблюдательного совета, ревизионной комиссии, ревизора). Единоличный исполнительный орган кредитного союза не может осуществлять функции уполномоченного. Уполномоченные не могут передавать осуществление своих функций, прав и исполнение своих обязанностей другим лицам, в том числе лицам, являющимся членами кредитного союза (пайщиками). Срок, на который избирается уполномоченный, не может превышать пяти лет. Лицо, избранное уполномоченным, может переизбираться неограниченное количество раз.

Порядок избрания уполномоченных для проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в форме собрания уполномоченных, порядок проведения собраний части членов кредитного союза (пайщиков) по избранию своих уполномоченных, срок полномочий избранных уполномоченных, возможность досрочного переизбрания уполномоченных предусматриваются уставом кредитного союза.

Количество членов кредитного союза (пайщиков), от которых избираются уполномоченные, определяется уставом кредитного союза.

Права и обязанности уполномоченного подтверждаются решением собрания части членов кредитного союза (пайщиков) об избрании уполномоченных, зафиксированным в протоколе указанного собрания. Решение такого собрания об избрании уполномоченных должно содержать следующие сведения:

- 1) фамилию, имя и отчество уполномоченного (если иное не вытекает из закона или национального обычая);

- 2) количество членов кредитного союза (пайщиков), которых представляет уполномоченный;

3) фамилии, имена и отчества физических лиц (если иное не вытекает из закона или национального обычая) — членов кредитного союза (пайщиков) или наименование, государственный регистрационный номер записи о государственной регистрации, идентификационный номер налогоплательщика для юридических лиц — членов кредитного союза (пайщиков), которых представляет уполномоченный;

4) срок полномочий.

Созыв собрания уполномоченных осуществляется в соответствии с Федеральным законом «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ в порядке и сроки, которые предусмотрены для проведения общего собрания членов кредитного союза (пайщиков). Собрание уполномоченных принимает решения в порядке, предусмотренном для принятия решений общим собранием членов кредитного союза (пайщиков).

При проведении общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) в форме заочного голосования в бюллетенях для голосования должен быть указан срок окончания приема заполненных членами кредитного союза (пайщиками) бюллетеней. Бюллетень для голосования должен быть направлен каждому члену кредитного союза (пайщику) заказным письмом или вручен под расписку не позднее чем за 20 дней до указанного в бюллетене срока окончания приема этих бюллетеней. Решения, принятые общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) в форме заочного голосования, доводятся до сведения членов кредитного союза (пайщиков) в виде отчета об итогах голосования не позднее чем через пять дней после составления протокола об итогах голосования в порядке, предусмотренном для уведомления о проведении общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

Общее собрание членов кредитного союза (пайщиков), повестка дня которого включает вопросы о реорганизации или ликвидации кредитного союза, об избрании органов кредитного союза, о внесении изменений и дополнений в устав кредитного союза или о принятии устава кредитного союза в новой редакции, не может проводиться в форме заочного голосования.

В периоды между общими собраниями членов кредитного союза (пайщиков) руководство его деятельностью осуществляется правлением кредитного союза. Члены правления кредитного союза избираются общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) из числа членов кредитного союза (пайщиков) на срок, установленный уставом кредитного союза, но не более чем на пять лет.

Правление кредитного союза возглавляет председатель кредитного союза (председатель правления кредитного союза), избираемый общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) из числа членов кредитного союза (пайщиков) на срок не более чем на пять лет. Лица, избранные в состав правления

кредитного союза, председатель кредитного союза (председатель правления кредитного союза) могут переизбираться неограниченное число раз. По решению общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) полномочия члена правления кредитного союза и председателя кредитного союза (председателя правления кредитного союза) могут быть прекращены досрочно.

Председатель кредитного союза и члены правления кредитного союза не могут быть членами иных избираемых общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) коллегиальных органов кредитного союза.

Проведение заседания правления кредитного союза правомочно, если на нем присутствует более половины количества членов правления, предусмотренного уставом кредитного союза. Решения правления кредитного союза считаются принятыми, если за них проголосовало более двух третей количества присутствующих на заседании членов правления кредитного союза.

Правление кредитного союза осуществляет прием в члены кредитного союза (пайщики) и исключение из членов кредитного союза (пайщиков) в соответствии с уставом кредитного союза; ведет реестр членов кредитного союза (пайщиков); осуществляет подготовку общего собрания членов кредитного союза (пайщиков); формирует повестку общего собрания членов кредитного союза (пайщиков); направляет уведомления о его созыве; принимает решения об одобрении «крупных» сделок кредитного союза (сделки кредитного союза, связанные с отчуждением или возможностью отчуждения находящегося в собственности кредитного союза имущества, а также сделки, влекущие за собой уменьшение балансовой стоимости имущества кредитного союза на 10 % и более балансовой стоимости активов кредитного союза, определенной по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности кредитного союза за последний отчетный период); решает иные вопросы, отнесенные к компетенции правления кредитного союза законодательством о кредитной кооперации и уставом кредитного союза. Правление кредитного союза не вправе решать вопросы, отнесенные законодательством о кредитной кооперации и уставом кредитного союза к исключительной компетенции общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

Здесь абсолютной новацией стало регулирование ответственности исполнительных органов (правления и Единоличного исполнительного органа), по вине которых кредитный союз понес убытки.

Члены правления кредитного союза, по вине которых кредитный союз понес убытки, обязаны возместить кредитному союзу эти убытки.

Члены правления кредитного союза солидарно несут ответственность за убытки, причиненные кредитному союзу их виновными действиями (бездействием). В случае если решение правления кредитного союза повлекло

возникновение убытков кредитного союза, от ответственности за причинение кредитному союзу таких убытков освобождаются члены правления кредитного союза, голосовавшие против принятого решения или отсутствовавшие при принятии такого решения, что должно подтверждаться соответствующей записью в протоколе заседания правления кредитного союза.

Единоличным исполнительным органом кредитного союза является председатель кредитного союза (председатель правления кредитного союза).

Уставом кредитного союза может быть предусмотрено осуществление полномочий единоличного исполнительного органа кредитного союза директором (исполнительным директором) кредитного союза. В этом случае устав кредитного союза должен предусматривать разделение полномочий между председателем (председателем правления) кредитного союза и директором (исполнительным директором) кредитного союза и порядок осуществления ими своих функций. Директор (исполнительный директор) кредитного союза может не являться членом кредитного союза (пайщиком).

Единоличный исполнительный орган кредитного союза обеспечивает выполнение решений общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) и правления кредитного союза, осуществляет руководство текущей деятельностью кредитного союза. Единоличный исполнительный орган кредитного союза без доверенности действует от имени кредитного союза, в том числе:

- 1) представляет его интересы и совершает сделки;
- 2) выдает доверенности на право представительства от имени кредитного союза;
- 3) издает приказы и распоряжения в пределах своих полномочий.

Порядок назначения (избрания) на должность, освобождения от должности и полномочия единоличного исполнительного органа кредитного союза определяются уставом кредитного союза, внутренними нормативными документами кредитного союза, а также договором, заключенным между кредитным союзом и лицом, осуществляющим функции его единоличного исполнительного органа. Договор между кредитным союзом и лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа кредитного союза, подписывается от имени кредитного союза лицом, определенным уставом кредитного союза, или лицом, уполномоченным решением общего собрания членов кредитного союза (пайщиков).

Единоличный исполнительный орган кредитного союза, по вине которого кредитный союз понес убытки, обязан возместить кредитному союзу эти убытки в порядке, установленном федеральными законами и уставом кредитного союза.

Контрольно-ревизионный орган (наблюдательный совет, ревизионная комиссия или ревизор) кредитного союза осуществляет контроль за деятельнос-



тью кредитного союза и его органов, а также иные функции, предусмотренные уставом кредитного союза. В кредитном союзе с количеством членов более 200 полномочия контрольно-ревизионного органа осуществляет наблюдательный совет или ревизионная комиссия кредитного союза.

Контрольно-ревизионный орган подотчетен общему собранию членов кредитного союза (пайщиков). Председатель и члены контрольно-ревизионного органа избираются общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) из числа членов кредитного союза (пайщиков) в порядке, определенном уставом кредитного союза. Лица, избранные в состав контрольно-ревизионного органа, могут переизбираться неограниченное количество раз. По решению общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) полномочия члена контрольно-ревизионного органа могут быть прекращены досрочно. Член контрольно-ревизионного органа не вправе передавать свои полномочия другим лицам. Член контрольно-ревизионного органа не может быть членом правления кредитного союза, единоличным исполнительным органом кредитного союза, членом комитета по займам кредитного союза.

Контрольно-ревизионный орган в любое время вправе проводить проверку финансово-хозяйственной деятельности кредитного союза и иметь доступ к документации, касающейся деятельности кредитного союза. Контрольно-ревизионный орган обязан проводить проверку годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности кредитного союза до ее утверждения общим собранием членов кредитного союза (пайщиков).

Контрольно-ревизионный орган в связи с осуществлением своих полномочий имеет право на получение от органов кредитного союза любой информации о деятельности кредитного союза.

Контрольно-ревизионный орган вправе созывать общее собрание членов кредитного союза (пайщиков) в случае, если правление кредитного союза не исполняет свои обязанности, а также в иных предусмотренных федеральным законом и определенных уставом кредитного союза случаях.

Члены контрольно-ревизионного органа вправе присутствовать на заседаниях правления кредитного союза без права голоса.

Согласие контрольно-ревизионного органа в обязательном порядке дается в случае предоставления займа лицам, избранным или назначенным в органы кредитного союза.

Заседания контрольно-ревизионного органа созываются председателем контрольно-ревизионного органа или, в случае его отсутствия, лицом, его замещающим, не реже, чем это определено уставом кредитного союза.

Проведение заседания контрольно-ревизионного органа правомочно, если на нем присутствует более половины количества его членов. Решения считаются



принятыми, если за них проголосовало более двух третей количества членов контрольно-ревизионного органа, присутствующих на его заседании.

Члены контрольно-ревизионного органа не могут совмещать исполнение своих обязанностей с работой в кредитном союзе по трудовому договору.

В кредитном союзе может быть создан комитет по займам кредитного союза. Создание комитета по займам является обязательным в кредитных союзах с количеством членов кредитного союза (пайщиков) более 1000.

Комитет по займам принимает решения о предоставлении займов членам кредитного союза (пайщикам) и об их возврате в порядке, определенном положением о порядке предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам), утвержденным общим собранием членов кредитного союза (пайщиков).

Комитет по займам избирается общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) из числа членов кредитного союза (пайщиков) и (или) работников кредитного союза, не являющихся членами кредитного союза (пайщиками). Лица, избранные в состав комитета по займам, могут переизбираться неограниченное количество раз. По решению общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) полномочия члена комитета по займам могут быть прекращены досрочно.

Члены комитета по займам не могут быть избраны или назначены в иные органы кредитного союза.

В случае если в кредитном союзе не создан комитет по займам, в уставе кредитного союза должны быть предусмотрены положения, определяющие орган кредитного союза, принимающий решения о предоставлении займов членам кредитного союза (пайщикам).

Из положений пятой главы Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ следует, что имущество союза принадлежит ему на праве собственности и формируется за счет нескольких источников, к которым относятся:

- 1) паевые и иные взносы членов кредитного союза (пайщиков), предусмотренных законодательством о кредитной кооперации и уставом кредитного союза;
- 2) доходы от деятельности кредитного союза;
- 3) привлеченные средства;
- 4) иные не запрещенные законом источники.

Рассматривая источники формирования имущества союза, особое внимание необходимо обратить на то, что законодатель пересмотрел свой подход к определению категории союзного имущества. Ранее законодательство закрепляло лишь три источника образования имущества союза; привлеченные средства в разряд имущества, право собственности на которое принадлежит кредит-

ному союзу, не входили. Это объясняется очень просто. Как уже упоминалось, членами союзов могли быть только физические лица, поскольку имущество не принадлежит союзу, на него нельзя обратить взыскание по обязательствам союза перед третьими лицами. Следовательно, таким способом можно защитить имущественные интересы самой уязвимой категории лиц — граждан.

С предоставлением юридическим лицам права на участие (членство) в кредитных союзах привлеченные средства включаются в состав имущества кредитного союза. Однако вместе с этим законодатель определил особенности имущественной ответственности кредитных союзов, членами которых являются физические лица, закрепив норму, согласно которой обращение взыскания на денежные средства и иное имущество кредитного союза в части, соответствующей сумме основных обязательств кредитного союза по договорам передачи личных сбережений, не допускается.

Категория привлеченных средств, как источника имущества, не ограничивается средствами, которые были размещены физическими и юридическими лицами — членами союза. Сюда же относятся средства, полученные в рамках кредитования или заимствования, от юридических лиц, не являющихся членами союза. Поэтому Федеральный закон «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ определяет: привлеченные средства — денежные средства, полученные кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) на основании договоров займа, иных договоров, предусмотренных законодательством, а также денежные средства, полученные кредитным союзом от юридических лиц, не являющихся членами кредитного союза (пайщиками), на основании договора займа и (или) договора кредита.

Такой источник формирования имущества, как взносы членов союза, также заслуживает особого внимания. Дело в том, что ранее законодательство определяло только два вида взносов, вносимых членами союза: паевые и дополнительные (на покрытие убытков). При этом законодательство не определяло дополнительные взносы как источник образования имущества, видимо, потому, что дополнительные взносы носят компенсационный характер, т. е. не формируют имущество, а компенсируют потери (убытки) в составе союзного имущества, следовательно, являются имуществом союза априори. Одной из новелл нового закона стали расширение перечня взносов и их градация:

1. Паевой взнос — денежные средства, переданные членом кредитного союза (пайщиком) в собственность кредитного союза для осуществления кредитным союзом деятельности, предусмотренной Федеральным законом «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ и уставом кредитного союза, и для формирования паенакопления (пая) члена кредитного союза (пайщика).

1.1. Обязательный паевой взнос — паевой взнос, предусмотренный уставом кредитного союза и вносимый членом кредитного союза (пайщиком) в кредитный союз в обязательном порядке.

1.2. Добровольный паевой взнос — паевой взнос, добровольно вносимый членом кредитного союза (пайщиком) в кредитный союз помимо обязательного паевого взноса в случае, если возможность и порядок его внесения предусмотрены уставом кредитного союза.

2. Членский взнос — денежные средства, вносимые членом кредитного союза (пайщиком) на покрытие расходов кредитного союза и на иные цели в порядке, который определен уставом кредитного союза.

3. Вступительный взнос — денежные средства, вносимые в случае, если это предусмотрено уставом кредитного союза, при вступлении в кредитный союз на покрытие расходов, связанных со вступлением в кредитный союз, в размере и порядке, которые определены его уставом.

4. Дополнительный взнос — членский взнос, вносимый в случае необходимости покрытия убытков кредитного союза в соответствии с пунктом 4 статьи 116 ГК РФ.

Последняя категория, определяемая законом, как иные не запрещенные законом источники, прежде включала в себя еще спонсорские взносы и благотворительные пожертвования. Отныне в законодательстве нет прямого указания на них, как, впрочем, нет и их прямого запрета. Вообще категория «иных» источников предоставляет кредитным союзам возможность изыскивать такие источники, возможность использования которых составители закона на стадии его разработки не предполагали. В том же случае если изысканный источник с позиций государства будет негативен, то у законодателя остается возможность исключить его из категории «иных» источников путем установления прямого запрета.

Имущество кредитного союза не может быть отчуждено иначе, как в порядке, предусмотренном законодательством о кредитной кооперации, иными федеральными законами и уставом кредитного союза.

Кредитный союз отвечает по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом. Исключение здесь составляют денежные средства и иное имущество кредитного союза в части, соответствующей сумме основных обязательств кредитного союза по договорам передачи личных сбережений. По обязательствам своих членов кредитный союз не отвечает.

Обращение взыскания по долгам члена кредитного союза (пайщика) на паенакопление (пай) этого члена допускается только при недостатке иного его имущества для покрытия таких долгов в порядке и сроки, которые предусмотрены законодательством РФ.

Лицо, вступающее в ранее созданный кредитный союз, несет солидарно с членами кредитного союза (пайщиками) субсидиарную ответственность в пределах невнесенной части дополнительного взноса по обязательствам кредитного союза, которые возникли до вступления указанного лица в кредитный союз, если это определено уставом кредитного союза, при условии подтверждения в письменной форме данным лицом, что оно ознакомлено со сметой доходов и расходов кредитного союза, с финансовой (бухгалтерской) отчетностью кредитного союза и согласно нести такую ответственность.

Нормативное регулирование структуры союзного имущественного комплекса строится на закреплении обязанности кредитных союзов формировать специальные фонды:

1) паевой фонд — фонд, формируемый из паенакоплений (паев) членов кредитного союза (пайщиков), используемый кредитным союзом для осуществления деятельности, предусмотренной законом о кредитной кооперации и уставом кредитного союза. Минимальная величина паевого фонда кредитного союза должна составлять не менее 8 % суммы денежных средств, привлеченных кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного года;

2) резервный фонд — фонд, формируемый из части доходов кредитного союза, в том числе из взносов членов кредитного союза (пайщиков), используемый для покрытия убытков и непредвиденных расходов кредитного союза. Величина резервного фонда должна составлять не менее 5 % (не менее 2 % — для кредитного союза, срок деятельности которого составляет менее 2 лет со дня его создания) суммы денежных средств, привлеченных кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного периода. Убытки кредитного союза, понесенные им в течение финансового года, могут покрываться за счет средств резервного фонда;

3) фонд финансовой взаимопомощи — фонд, формируемый из части имущества кредитного союза, в том числе из привлеченных средств членов кредитного союза (пайщиков), иных денежных средств и используемый для предоставления займов членам кредитного союза (пайщикам).

Помимо императивно возложенных на кредитные союзы обязанностей формировать перечисленные фонды им также предоставляется право по своему усмотрению формировать в структуре союза и иные фонды.

Непосредственно к таким фондам относится неделимый фонд кредитного союза, формирование которого производится из части имущества кредитного союза, за исключением паенакоплений (паев) и привлеченных средств. Решение об образовании неделимого фонда, о размере неделимого фонда и направлениях

его использования принимается общим собранием членов кредитного союза (пайщиков).

Специфика неделимого фонда заключается в особом статусе имущества, находящегося в нем, оно едино и неделимо, а следовательно, распределить имущество, находящееся в фонде, между членами кредитного союза (пайщиками), можно только в случае ликвидации кредитного союза. По этим же причинам на неделимый фонд кредитного союза не может быть обращено взыскание по долгам члена кредитного союза (пайщика).

Фонды, образуемые в кредитном союзе, порядок их формирования и использования определяются внутренними нормативными документами кредитного союза.

Ранее в этом разделе было замечено, что кредитный союз относится к категории некоммерческих организаций. Согласно ст. 50 ГК РФ к некоммерческим организациям относятся организации, не имеющие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности и не распределяющие полученную прибыль между участниками. Однако применительно к потребительским союзам последний признак не является квалифицирующим, поскольку потребительские союзы являются единственным видом некоммерческих организаций, доходы которых должны распределяться между членами союза. Это положение закреплено в п. 5 ст. 116 ГК РФ, согласно которому доходы, полученные потребительским союзом от предпринимательской деятельности, осуществляемой союзом в соответствии с законом и уставом, распределяются между его членами.

В соответствии со ст. 27 Федерального закона «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ доходы кредитного союза, полученные по итогам финансового года, могут распределяться между членами кредитного союза (пайщиками) путем начисления на паевые взносы. При этом данное положение распространяется на доходы от всех видов деятельности союза, не ограничиваясь только предпринимательской деятельностью.

Сумма, подлежащая распределению, определяется по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности за финансовый год и утверждается общим собранием членов кредитного союза (пайщиков) в порядке, предусмотренном уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза. Начисления на паевые взносы производятся пропорционально сумме паевых взносов каждого члена кредитного союза (пайщика). По решению общего собрания членов кредитного союза (пайщиков) начисления на паевые взносы могут быть выплачены членам кредитного союза (пайщикам) или присоединены к паенакоплениям (паям) членов кредитного союза (пайщиков).

В целях обеспечения финансовой устойчивости кредитного союза к союзу и его деятельности предъявляется ряд требований, нормативов и ограничений.

Ранее законодательство не предусматривало положений, регулирующих вопросы финансовой устойчивости кредитных союзов.

Кредитный потребительский союз не имеет права:

1) предоставлять займы лицам, не являющимся членами кредитного союза (пайщиками), за исключением случаев предоставления кредитным союзом займов кредитному союзу второго уровня;

2) выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц, а также иным способом обеспечивать исполнение обязательств указанными лицами;

3) участвовать своим имуществом в формировании имущества иных юридических лиц, за исключением юридических лиц, возможность участия в которых предусмотрена для кредитных союзов законом о кредитной кооперации (кредитные союзы второго уровня, союзы, ассоциации, саморегулируемые организации);

4) выпускать эмиссионные ценные бумаги;

5) осуществлять операции с ценными бумагами (кроме государственных и муниципальных ценных бумаг), за исключением случаев, предусмотренных законом о кредитной кооперации;

6) привлекать денежные средства лиц, не являющихся членами кредитного союза, за исключением случаев, предусмотренных законом о кредитной кооперации;

7) осуществлять торговую и производственную деятельность;

8) вступать в члены других кредитных союзов, за исключением случаев вступления кредитного союза в кредитный союз второго уровня.

Сделки кредитного союза, связанные с отчуждением или возможностью отчуждения находящегося в собственности кредитного союза имущества, а также сделки, влекущие за собой уменьшение балансовой стоимости имущества кредитного союза на 10 % и более балансовой стоимости активов кредитного союза, определенной по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности кредитного союза за последний отчетный период, могут быть совершены при наличии решений правления кредитного союза об одобрении сделок. Сделка кредитного союза, совершенная с нарушением данного требования, может быть признана недействительной по иску кредитного союза или по иску членов кредитного союза (пайщиков), которые составляют не менее одной трети общего количества членов кредитного союза (пайщиков).

Помимо указанных ограничений и требований кредитный союз обязан соблюдать следующие финансовые нормативы:

1) величина резервного фонда должна составлять не менее 5 % (не менее 2 % — для кредитного союза, срок деятельности которого составляет менее



2 лет со дня его создания) суммы денежных средств, привлеченных кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного периода;

2) максимальная сумма денежных средств, привлеченных от одного члена кредитного союза (пайщика) или от нескольких членов кредитного союза (пайщиков), являющихся аффилированными лицами (т. е. физическими и (или) юридическими лицами, способными оказывать влияние на деятельность физических и (или) юридических лиц и признаваемых аффилированными в соответствии с антимонопольным законодательством РФ), должна составлять не более 20 % (не более 30 % — для кредитного союза, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы денежных средств, привлеченных кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) на момент принятия решения о привлечении средств;

3) максимальная сумма займа, предоставляемого одному члену кредитного союза (пайщику), должна составлять не более 10 % (не более 20 % — для кредитного союза, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы задолженности по займам, выданным кредитным союзом на момент принятия решения о предоставлении займа;

4) максимальная сумма займа, предоставляемого нескольким членам кредитного союза (пайщикам), являющимся аффилированными лицами, не может превышать 20 % (30 % — для кредитного союза, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы задолженности по займам, выданным кредитным союзом на момент принятия решения о предоставлении займа;

5) минимальная величина паевого фонда кредитного союза должна составлять не менее 8 % суммы денежных средств, привлеченных кредитным союзом от членов кредитного союза (пайщиков) и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного года;

6) максимальная сумма денежных средств, привлеченных кредитным союзом от юридических лиц, не являющихся его членами (пайщиками), должна составлять не более 50 % общей суммы привлеченных денежных средств членов кредитного союза (пайщиков);

7) максимальная сумма денежных средств, направляемых в кредитные союзы второго уровня кредитным союзом, являющимся их членом, в том числе сумма внесенных паевых и иных взносов и сумма предоставленных кредитному союзу второго уровня займов, должна составлять не более 10 % суммы паевого фонда и привлеченных средств кредитного союза на момент принятия решения о направлении средств в кредитный союз второго уровня;



8) общая сумма денежных средств, направляемых кредитным союзом в течение отчетного периода на цели, не связанные с выдачей займов членам кредитного союза (пайщикам), не может составлять более 50 % общей суммы средств, привлеченных кредитным союзом от его членов в течение соответствующего отчетного периода.

Кредитные союзы вправе привлекать средства РФ, субъектов РФ, муниципальных образований, кредитных организаций и иных юридических лиц в случае, если учредительными документами указанных юридических лиц предусмотрено финансирование кредитных союзов.

В целях снижения рисков, обеспечения финансовой устойчивости кредитного союза и защиты интересов своих членов (пайщиков) кредитный союз вправе страховать свои имущественные интересы в страховых организациях и (или) обществах взаимного страхования.

Кредитный союз вправе страховать риск утраты (гибели), недостачи или повреждения имущества кредитного союза, а также риск ответственности кредитного союза за нарушение договоров, на основании которых привлекаются денежные средства членов кредитного союза (пайщиков).

При привлечении средств члена кредитного союза (пайщика) кредитный союз обязан предоставлять ему информацию о страховании риска ответственности кредитного союза за нарушение договора, на основании которого привлекаются денежные средства члена кредитного союза (пайщика).

Помимо новых требований, нормативов и ограничений в законе о кредитной кооперации появились нормы, определяющие особенности ведения кредитными союзами бухгалтерского учета, представления финансовой и статистической отчетности, а также нормы, устанавливающие перечень документации союза, подлежащей обязательному хранению.

Согласно указанным нормам кредитный союз ведет бухгалтерский учет и представляет финансовую (бухгалтерскую) и статистическую отчетность в соответствии с законодательством РФ.

Бухгалтерский учет и финансовая (бухгалтерская) отчетность кредитного союза подлежат обязательной аудиторской проверке в случае, если годовой объем выручки или сумма активов баланса кредитного союза предполагают проведение обязательного аудита в соответствии с законодательством РФ об аудиторской деятельности.

В том случае если количество физических лиц, являющихся его членами, превышает 2000 человек, бухгалтерский учет и финансовая (бухгалтерская) отчетность кредитного союза подлежат ежегодной обязательной аудиторской проверке.

Учет обязательств по договорам передачи личных сбережений ведется отдельно от обязательств кредитного союза по иным договорам.

В части хранения документации закон о кредитной кооперации возлагает на кредитный союз обязанность хранить следующие документы:

1) устав кредитного союза, а также изменения и дополнения, внесенные в него, зарегистрированные в установленном порядке;

2) документы, подтверждающие государственную регистрацию кредитного союза;

3) реестр членов кредитного союза (пайщиков);

4) финансовую (бухгалтерскую) отчетность кредитного союза, сметы доходов и расходов и отчеты об их исполнении, документы, подтверждающие права кредитного союза на имущество, находящееся на его балансе;

5) внутренние нормативные документы кредитного союза;

6) положения о своих филиалах и представительствах;

7) протоколы общих собраний членов кредитного союза (пайщиков), заседаний правления кредитного союза и контрольно-ревизионного органа кредитного союза, протоколы собраний членов кредитного союза (пайщиков) об избрании своих уполномоченных, бюллетени для голосования, а также доверенности (копии доверенностей) на участие в общем собрании членов кредитного союза (пайщиков);

8) приказы и распоряжения единоличного исполнительного органа кредитного союза;

9) другие документы, предусмотренные законодательством, иными федеральными законами, уставом кредитного союза и внутренними нормативными документами кредитного союза.

Хранение документов осуществляется по месту нахождения исполнительного органа кредитного союза в порядке и в течение сроков, которые установлены законодательством РФ.

Серьезному реформированию подверглись нормы, регулирующие вопросы объединений кредитных союзов и форм их реализации. Ранее действовавший Федеральный закон «О кредитных потребительских союзах граждан» от 07.08.2001 № 117-ФЗ определял лишь две возможные формы объединений кредитных союзов: вступление кредитных союзов в ассоциации (союзы) и образование кредитными союзами органов саморегулирования их деятельности в лице общественных организаций (объединений), ассоциаций и союзов юридических лиц, созданных и зарегистрированных в установленном законом порядке.

Несущественно изменились лишь нормы, регулирующие вопросы объединения кредитных союзов в союзы (ассоциации). Например, закон о кредитной

кооперации конкретизировал целевой характер объединения союзов в союзы (ассоциации) путем перечисления конкретных целей, преследуемых кредитным союзом при вступлении в союз (ассоциацию). Согласно данным положениям кредитные союзы на добровольной основе вправе объединяться в союзы (ассоциации) кредитных союзов в целях координации деятельности кредитных союзов, представления и защиты их интересов, оказания им информационных, правовых и других услуг, организации подготовки работников для кредитных союзов, повышения квалификации работников кредитных союзов, осуществления научно-исследовательской и иной деятельности.

Помимо этого в законе о кредитной кооперации появилась отсылочная норма, согласно которой порядок создания союза (ассоциации) кредитных союзов, его (ее) реорганизации и ликвидации, состав и полномочия его (ее) органов, взаимоотношения союза (ассоциации) кредитных союзов и его (ее) членов, другие вопросы создания и деятельности союза (ассоциации) кредитных союзов определяются федеральными законами и учредительными документами союза (ассоциации) кредитных союзов.

Абсолютной новацией в системе регулирования кредитных союзов стало появление в законе о кредитной кооперации такой формы объединений, как кредитные союзы второго уровня.

Закон о кредитной кооперации, предоставляет кредитным союзам, в целях удовлетворения своих финансовых потребностей и обеспечения своей финансовой устойчивости, право создавать кредитные союзы второго уровня.

Кредитные союзы второго уровня формируют предусмотренные их уставом фонды, привлекают денежные средства своих членов и иные денежные средства в порядке, определенном законом о кредитной кооперации и своими уставами, предоставляют займы своим членам в целях удовлетворения их финансовых потребностей, осуществляют иную деятельность, предусмотренную законом о кредитной кооперации и уставами кредитных союзов второго уровня.

Положения закона о кредитной кооперации, в том числе положения о деятельности кредитного союза, об обеспечении финансовой устойчивости кредитного союза, о создании, реорганизации и ликвидации кредитного союза, членстве в кредитном союзе, об органах кредитного союза, распространяются и на кредитные союзы второго уровня.

Кредитные союзы второго уровня создаются не менее чем пятью кредитными союзами на основе членства по территориальному (региональному, межрегиональному, федеральному) или иному принципу.

Кредитный союз обязан уведомлять о своем вступлении в кредитный союз второго уровня саморегулируемую организацию кредитных союзов, членом которой он является.

Кредитный союз второго уровня не вправе вступать в члены других кредитных союзов второго уровня.

Минимальный размер паевого фонда кредитного союза второго уровня должен составлять:

- 1) 10 млн руб. по истечении одного месяца с момента его создания;
- 2) 50 млн руб. по истечении одного года с момента его создания.

В случае если размер паевого фонда кредитного союза второго уровня по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности по окончании указанных временных периодов и каждого последующего квартала окажется меньше минимального размера паевого фонда, кредитный союз второго уровня в течение четырех календарных месяцев с даты окончания указанных периодов, указанного квартала должен принять решение о ликвидации, за исключением случая устранения данного несоответствия до истечения следующего квартала. В случае невыполнения данного требования ликвидация кредитного союза второго уровня осуществляется по решению суда.

До момента формирования минимального размера паевого фонда кредитного союза второго уровня его средства не могут быть использованы для предоставления займов его членам, размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях, направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций.

Средства кредитного союза второго уровня могут быть использованы для предоставления займов его членам, осуществления своих организационно-хозяйственных расходов; размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях; направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг или на приобретение долей в уставном капитале либо акций российских кредитных организаций с учетом ограничений и требований предъявляемых к обеспечению финансовой устойчивости кредитного союза. При этом максимальная сумма средств, направленная на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций, должна составлять не более 20 % величины активов кредитного союза второго уровня.

Бухгалтерский учет и финансовая (бухгалтерская) отчетность кредитного союза второго уровня подлежат ежегодной обязательной аудиторской проверке.

Будущее этого института представляется весьма туманным. Кредитный союз — это организация, которая целиком и полностью существует за счет своих участников, и вся ее деятельность основана только на обслуживании своих членов.

Кредитный потребительский союз ограничен деятельностью, предусмотренной законом о кредитной кооперации, и не вправе:

- 1) предоставлять займы лицам, не являющимся членами кредитного союза;
- 2) выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц, а также иным способом обеспечивать исполнение обязательств указанными лицами;
- 3) участвовать своим имуществом в формировании имущества коммерческих организаций;
- 4) выпускать эмиссионные ценные бумаги;
- 5) осуществлять операции с ценными бумагами (кроме государственных и муниципальных ценных бумаг);
- 6) привлекать денежные средства лиц, не являющихся членами кредитного союза, за исключением случаев, предусмотренных законом о кредитной кооперации;
- 7) осуществлять торговую и производственную деятельность;
- 8) осуществлять иные действия, определенные законом о кредитной кооперации.

Это говорит о том, что система работы кредитного союза исключает возможность оказания услуг не членам союза, следовательно, у него нет эффективных доходных источников, ведь основным источником потенциального инвестиционного дохода являются сами участники союза.

Для потенциального инвестора существует две возможности получить инвестиционный доход в рамках кредитного союза. Во-первых, получить доход от положительного изменения стоимости доли имущества кредитного союза, соответствующего доле паевого вклада инвестора (паенакопления), выплата которого будет осуществлена при выходе участника из состава союза. Во-вторых, став членом союза, под проценты передать ему в пользование свои временно свободные денежные средства. При этом в обоих случаях инвестирование будет неэффективным, поскольку извлечение доходов будет обеспечиваться за счет заимствующих членов союза либо за счет размещения средств в консервативные инструменты в виде депозитов, а также государственных и муниципальных ценных бумаг. В этом плане кредитный потребительский союз действует в рамках закона сообщающихся сосудов. В одном сосуде давление складывается из суммы обязательств союза перед займодавцами и объема расходов союза, а в другом — из обязательств заемщиков перед союзом. Потенциальный профицит, образуемый из разницы давления во втором и первом сосудах после обязательных вычетов, составит скудный доход. При этом одной из главнейших задач в рамках кредитного союза будет поиск оптимального баланса, поскольку

изменение давления (процентной ставки) в одном из сосудов создает неэффективное давление в другом.

Совокупность указанных негативных моментов, имеющиеся факты банкротства кредитных союзов, отсутствие планов государства по распространению на кредитные союзы системы раскрытия информации, низкий уровень квалификации менеджмента, неверно причисляющих кредитные союзы к разряду небанковских кредитных организаций, а также осуществление деятельности союзов вне публичного информационного пространства — все это не позволяет рассматривать кредитные союзы в качестве полноценной формы функционирования финансового института кредитного рынка и ограничивает перспективы их развития.

## Глава 4

# ИНСТИТУТЫ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### 4.1. КОЛЛЕКТИВНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ И ЕГО СУЩНОСТЬ

Отрасль коллективных инвестиций представляет самостоятельный сегмент финансовых рынков. Это обусловлено многими факторами и прежде всего спецификой представленных здесь финансовых институтов и спецификой оказываемых ими финансовых услуг. Ведь общие особенности регулирования этих институтов, организационное единство, механизмы деятельности, их место в перераспределительном процессе, целевое назначение и потребительская направленность услуг — все это не позволяет рассматривать данную отрасль вне отдельного сегмента финансовых рынков.

Коллективные инвестиции — это система инвестирования посредством использования финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала. Иными словами, базисом этой системы является идея консолидации однотипных активов разных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля.

История становления и развития данной отрасли началась с изменением политического строя и введением права частной собственности. Иными словами, ее образование было неотъемлемым элементом исторического процесса по переходу к капиталистическим принципам хозяйствования в национальной экономике.

Указ Президента РФ «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 07.08.1992 № 1186 сформировал первичный правовой базис отраслевого регулирования. На этом базисе были сформированы первые институты кол-



лективного инвестирования, представленные двумя разновидностями инвестиционных фондов — акционерными инвестиционными фондами (АИФы) и чековыми инвестиционными фондами (ЧИФы).

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

Данные государственные ценные бумаги целевого назначения безвозмездно передавались на руки населению, добрая часть которого мучилась вопросом, куда вложить доставшийся актив. В этой связи ко времени и к месту пришлось именно чековые фонды, ведь их особенностью являлось то, что в оплату уставного капитала наравне с денежными средствами, ценными бумагами и недвижимым имуществом принимались и приватизационные чеки.

Этот факт во многом определил глобальное распространение данной категории фондов, но большее влияние на их распространение оказал факт того, что организаторы фондов зачастую использовали их как «первый кирпич», закладываемый в основание финансовой «пирамиды». Поэтому в середине 1990-х гг. огромное количество сформированных фондов оказались несостоятельными, инвесторы потеряли свои активы, а вся инвестиционная деятельность фондов попадала в разряд криминала.

Именно тогда с принятием Указа Президента «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21.03.1996 № 408 в российском законодательстве впервые появляется термин «коллективное инвестирование». В этом смысле настоящий указ имел два основных момента: во-первых, констатировался факт того, что на российском финансовом рынке уже действует не эффективная, а требующая реструктуризации система коллективных инвестиций; во-вторых, определялись действующие и новые формы коллективного инвестирования, которые с точки зрения государства являются наиболее перспективными.

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

вносятся на рассмотрение уполномоченного органа вместе с экономическим обоснованием.

Применительно к отрасли коллективных инвестиций государство выработало четкую позицию, которая была сформулирована в Постановлении Правительства РФ «О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998–1999 годы» от 17.07.1998 № 785. Согласно этой позиции «суть коллективного инвестирования заключается в объединении средств отдельных инвесторов для осуществления эффективного управления ими профессионалами. Наиболее привлекательными являются схемы коллективного инвестирования для мелких инвесторов, которые не в состоянии участвовать в прямом инвестировании как из-за недостаточности средств, так и из-за недостаточности знаний. Таким образом, в участие в схемах коллективного инвестирования обычно вовлечены широкие массы инвесторов, в том числе физические лица».

Из сказанного выше следует, что государство рассматривает коллективные инвестиции как необходимый элемент экономики, который позволяет основной массе населения получить то, что им не могут дать инструменты, рассчитанные на частного инвестора.

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

Таким образом, на сегодняшний день в РФ действуют две формы коллективного инвестирования — инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды. Данные формы коллективного инвестирования обладают общими регулятивными и технологическими признаками.

В первую очередь это относится к тому, что деятельность всех указанных фондов основывается на прохождении процедур лицензионно-разрешительного порядка, отнесенного к компетенции Банка России.

Общие технологические признаки инвестиционных и пенсионных фондов касаются специфики инвестиционного процесса. Непосредственного участия

в процессе инвестирования сами фонды либо не принимают, либо обладают крайне ограниченными полномочиями. Функции по инвестированию возлагаются на управляющую компанию, обязательным условием деятельности которой является наличие лицензии на управление активами данных фондов — лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

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

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

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

Проверка достоверности финансовой и специализированной отчетности возлагается на аудиторскую организацию, обладающую лицензией на проведение обязательного аудита фондов и управляющих компаний.

В тех случаях когда для определения достоверной (рыночной) стоимости имущества, находящегося в фонде, необходимо заключение компетентного независимого лица, к оценке активов привлекается независимый оценщик. Участие независимого оценщика обусловлено невозможностью фондов определить стоимость актива самостоятельно (например, в отношении объектов недвижимого имущества).

Порядок, сроки и компетенция участия указанных субъектов определяются на основании законодательства и внутренних документов, регулирующих деятельность фондов.

## 4.2. АКЦИОНЕРНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Деятельность инвестиционных фондов регулируется Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ.

Согласно ст. 1 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ инвестиционный фонд — это находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах

акционеров данного акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Указанный закон предусматривает две разновидности инвестиционных фондов — акционерные инвестиционные фонды (АИФы) и паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Акционерный инвестиционный фонд — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты. Акционерный инвестиционный фонд не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности.

Одним из обязательных атрибутов акционерного фонда является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание на то, что данное акционерное общество является инвестиционным фондом.

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

Лицензионные требования и условия, предъявляемые к акционерным инвестиционным фондам:

1) соблюдение фондом требований к организационно-правовой форме (ОАО);

2) наличие у фонда на дату подачи документов в лицензирующий орган собственных средств в размере не менее 35 млн руб.;

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

4) соответствие содержания инвестиционной декларации фонда и соблюдение порядка ее утверждения требованиям законодательства;

5) наличие у лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, за исключением случаев передачи полномочий такого органа управляющей компании, высшего профессионального образования и его соответствие установленным Банком России квалификационным требованиям и требованиям к профессиональному опыту;

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

— работников специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора фонда, а также лиц, привлекаемых указанными организациями для выполнения работ по гражданско-правовым договорам;

- аффилированных лиц специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора фонда;
  - лиц, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа управляющей компании, специализированного депозитария, акционерного инвестиционного фонда, профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, страховой организации, негосударственного пенсионного фонда (далее — финансовые организации) в момент совершения финансовыми организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;
  - лиц, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации;
  - лиц, имеющих судимость за умышленные преступления;
- 7) отсутствие факта осуществления акционерным обществом иных видов предпринимательской деятельности, кроме деятельности инвестиционного фонда;
- 8) соблюдение акционерным фондом требований, предъявляемых к виду и категории ценных бумаг, эмитируемых фондом, а также соблюдение требований, предъявляемых к способу и порядку их размещения;
- 9) недопущение при осуществлении деятельности совершения сделки, в результате которой будут нарушены требования к составу активов акционерных инвестиционных фондов, установленные федеральными законами и актами Правительства Российской Федерации и федеральных органов исполнительной власти, принятыми на основе этих федеральных законов.
- 10) соблюдение требований к распространению, предоставлению и раскрытию информации, предусмотренных федеральными законами и нормативными правовыми актами Российской Федерации;
- 11) соблюдение сроков представления отчетов, предусмотренных федеральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами Российской Федерации, при осуществлении деятельности акционерного инвестиционного фонда;
- 12) соблюдение сроков представления уведомлений в Банк России, обязанность представления которых предусмотрена федеральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами Российской Федерации, при осуществлении деятельности акционерного инвестиционного фонда.

Условия, предъявляемые к акционерным инвестиционным фондам в процессе их деятельности:

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

— количество аффилированных лиц управляющей компании, а также работников управляющей компании или ее аффилированных лиц, включая лиц, привлекаемых ими для выполнения работ (оказания услуг) по гражданско-правовым договорам, не может составлять более одной четвертой от числа членов совета директоров (наблюдательного совета) и коллегиального исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда;

— обязательное использование акционерным инвестиционным фондом при взаимодействии с регистратором, специализированным депозитарием и управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда, документов в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью;

— наличие сайта в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому акционерному фонду;

— соблюдение фондом требований к передаче активов в доверительное управление управляющей компании, за исключением случая заключения с управляющей компанией договора о передаче ей полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда;

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

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

— соблюдение обязанности направлять в Банк России уведомления об изменении состава совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов акционерного инвестиционного фонда не позднее пяти рабочих дней с даты наступления указанных событий;

— соблюдение иных требований нормативных правовых актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов.

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

— описание целей инвестиционной политики акционерного инвестиционного фонда;

— перечень объектов инвестирования;

— описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты инвестирования;

— требования к структуре активов инвестиционного фонда.

Инвестиционная декларация, изменения или дополнения к ней утверждаются общим собранием акционеров акционерного инвестиционного фонда, если ее утверждение не отнесено его уставом к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) этого фонда. Инвестиционная декларация, а также все изменения или дополнения к ней в 10-дневный срок со дня утверждения представляются в Банк России.

Если же уставом акционерного инвестиционного фонда утверждение инвестиционной декларации (изменений и дополнений к ней) отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) акционерного инвестиционного фонда, текст инвестиционной декларации с учетом внесенных в нее изменений и дополнений доводится до сведения акционеров этого акционерного инвестиционного фонда в 10-дневный срок со дня утверждения советом директоров (наблюдательным советом) соответствующих изменений и дополнений в порядке, предусмотренном для сообщения о проведении общего собрания акционеров.

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

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

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

Устав акционерного инвестиционного фонда может предусматривать, а в случаях, установленных нормативными правовыми актами Банка России, должен предусматривать, что акции этого фонда предназначены для квалифицированных инвесторов.

Внесение в устав акционерного инвестиционного фонда или исключение из него указания на то, что акции акционерного инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, после размещения акций такого фонда не допускается.



Акции акционерного инвестиционного фонда, предназначенные для квалифицированных инвесторов, могут принадлежать только квалифицированным инвесторам. Указанное ограничение должно содержаться в соответствующем решении о выпуске акций такого акционерного инвестиционного фонда.

Сделки с акциями, ограниченными в обороте, т. е. с акциями инвестиционного фонда, предназначенными для квалифицированных инвесторов, при их обращении осуществляются с учетом ограничений и правил, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ для ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Говоря о сущности данной категории инвестиционных фондов, нужно сказать, что, по сути, акционерный инвестиционный фонд только аккумулирует те активы, которые были внесены акционерами. Непосредственное инвестирование имущества фонда осуществляет управляющая компания. Поэтому все имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на две категории.

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

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением активами акционерного инвестиционного фонда, открываются отдельные банковские счета, а для учета прав на ценные бумаги, составляющие активы акционерного инвестиционного фонда, — отдельные счета депо. Такие счета открываются на имя управляющей компании с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием наименования акционерного инвестиционного фонда.

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

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

При этом для расчетов по операциям с активами акционерного инвестиционного фонда открываются отдельные банковские счета, а для учета прав на ценные бумаги, составляющие активы акционерного инвестиционного

фонда, — отдельные счета депо. Такие счета открываются на имя акционерного инвестиционного фонда.

При рассмотрении данной категории фондов необходимо учитывать, что сочетание статуса инвестиционного фонда и статуса акционерного общества определяет двойственный характер их правового регулирования. Это значит, что в своей деятельности акционерный инвестиционный фонд должен руководствоваться в том числе Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ (далее — закон об акционерных обществах), но с учетом особенностей, установленных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ. Например, к таким особенностям относятся положения о выкупе инвестиционным фондом акций у своих акционеров, о проведении общего собрания акционеров, об исключительной компетенции совета директоров, а также нормы, регулирующие вопросы реорганизации и ликвидации акционерного инвестиционного фонда.

Акционеры акционерного инвестиционного фонда вправе требовать выкуп принадлежащих им акций в случаях, предусмотренных законом об акционерных обществах, а также в случае принятия общим собранием акционеров акционерного инвестиционного фонда решения об изменении инвестиционной декларации, если они голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании по этому вопросу. В случае если уставом акционерного инвестиционного фонда утверждение инвестиционной декларации (изменений и дополнений к ней) отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета), акционер вправе предъявить требование о выкупе акций в 45-дневный срок с даты принятия советом директоров (наблюдательным советом) соответствующего решения.

Выкуп акций у акционеров акционерного инвестиционного фонда осуществляется в порядке, предусмотренном законом об акционерных обществах.

К особенностям проведения общего собрания акционеров фонда относится то, что решение общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда может быть принято путем проведения заочного голосования по любым вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда.

Письменное уведомление о созыве общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда направляется специализированному депозитарию, оценщику и аудитору в порядке, форме и сроки, которые предусмотрены законом об акционерных обществах и уставом акционерного инвестиционного фонда для уведомления акционеров акционерного инвестиционного фонда.

Повторное общее собрание акционеров акционерного инвестиционного фонда, проведенное взамен несостоявшегося из-за отсутствия кворума,

за исключением общего собрания акционеров, повестка дня которого включала вопросы о реорганизации и ликвидации акционерного инвестиционного фонда, о назначении ликвидационной комиссии, о внесении изменений и дополнений в инвестиционную декларацию, правомочно независимо от количества акционеров, принявших в нем участие.

Повторное общее собрание акционеров акционерного инвестиционного фонда с числом акционеров более 10 тыс., созванное взамен несостоявшегося из-за отсутствия кворума, при принятии решений по любым вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда, правомочно независимо от количества акционеров, принявших в нем участие.

Особенностью положений об исключительной компетенции совета директоров (наблюдательного совета) акционерного инвестиционного фонда является то, что сюда наряду с решением вопросов, предусмотренных законом об акционерных обществах, отнесено принятие решений о заключении и прекращении соответствующих договоров с управляющей компанией, специализированным депозитарием, регистратором, оценщиком и аудитором.

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме слияния, разделения и выделения допускается при условии, что в результате такой реорганизации будет создан (будут созданы) акционерный инвестиционный фонд (акционерные инвестиционные фонды).

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме присоединения допускается при условии присоединения к реорганизуемому акционерному инвестиционному фонду другого акционерного инвестиционного фонда (акционерных инвестиционных фондов).

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме преобразования не допускается.

В случае добровольной ликвидации акционерного инвестиционного фонда ликвидационная комиссия (ликвидатор) этого фонда назначается по согласованию с Банком России.

О принятом решении о реорганизации или ликвидации акционерный инвестиционный фонд должен уведомить Банк России не позднее пяти рабочих дней с даты принятия указанного решения. К указанному уведомлению прилагаются копия принятого решения о реорганизации или ликвидации, копия устава вновь создаваемого акционерного инвестиционного фонда, заверенные уполномоченным органом акционерного инвестиционного фонда.

Размещение дополнительных акций, созданных путем реорганизации акционерных инвестиционных фондов, в том числе в форме слияния, разделения и выделения, может осуществляться только после государственной регистрации

выпуска акций таких фондов и получения лицензии акционерного инвестиционного фонда вновь созданными акционерными обществами.

В случае рассмотрения судом иска о реорганизации или ликвидации акционерного инвестиционного фонда Банк России может быть привлечен судом к участию в деле или вступать в дело по своей инициативе либо по инициативе лиц, участвующих в деле.

Завершая рассмотрение акционерных инвестиционных фондов, нужно заметить, что здесь проанализированы вопросы регулирования их деятельности с точки зрения сущности акционерных фондов. Иными словами, рассмотрены те положения законодательства, которые в основной своей массе применимы только к акционерным фондам. Однако законодательство об инвестиционных фондах содержит большое количество норм, которые определяют единые требования и к акционерным, и к паевым инвестиционным фондам. Это, например, требования к составу и структуре активов инвестиционных фондов, к порядку определения стоимости чистых активов фондов, к оценке активов, к управляющей компании, к контролю за распоряжением имуществом инвестиционных фондов и т. д. По этим вопросам регулирование деятельности акционерных инвестиционных фондов основывается на тех же нормах, что и регулирование закрытых паевых инвестиционных фондов. Поэтому их рассмотрение будет освещено в следующем разделе.

### **4.3. ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ**

Паевой инвестиционный фонд представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями (пайщиками) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, а также состоящий из имущества, полученного в процессе такого управления. При этом доля в праве собственности на это имущество удостоверяется ценной бумагой, именуемой инвестиционным паем.

Паевой инвестиционный фонд должен иметь название (индивидуальное обозначение), идентифицирующее его по отношению к иным паевым инвестиционным фондам.

Ни одно лицо, за исключением управляющей компании паевого инвестиционного фонда, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество, используя слова «паевой инвестиционный фонд» в любом сочетании.

Название (индивидуальное обозначение) паевого инвестиционного фонда должно содержать указание на состав и структуру его активов (далее — категория паевого инвестиционного фонда) в соответствии с нормативными правовыми актами Банка России и не может содержать недобросовестную, неэтичную, заведомо ложную, скрытую или вводящую в заблуждение информацию.

В отличие от акционерного инвестиционного фонда в основе паевого инвестиционного фонда лежит правовой институт доверительного управления. Иными словами, в рамках паевых фондов все инвестиционные отношения строятся на основе договора доверительного управления. Срок действия договора доверительного управления ограничен и составляет не более 15 лет с начала срока формирования паевого инвестиционного фонда. В отношении фондов закрытого типа законодательство также устанавливает минимальный срок действия договора доверительного управления, который составляет не менее 3 лет.

Если это предусмотрено правилами доверительного управления открытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами, срок действия соответствующего договора доверительного управления считается продленным на тот же срок, если владельцы инвестиционных паев не потребовали погашения всех принадлежащих им инвестиционных паев.

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

1) юридическое лицо — субъект права, т. е. является полноценным участником хозяйственных отношений, имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т. д.;

2) юридическое лицо — некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собой совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества;

3) юридическое лицо — совокупность персонала: директор, бухгалтеры, менеджеры и прочие сотрудники.

Паевой же фонд — это имущественный комплекс, представляющий собой совокупность денежных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от типа паевого инвестиционного фонда.

Изначально законодательством было установлено три типа паевых фондов, каждый из которых имеет определенную операционную структуру: 1) открытые, 2) интервальные и 3) закрытые. В основе их разграничения — ряд отличительных черт (табл. 3).

Таблица 3

**Отличительные черты типов паевых инвестиционных фондов**

| Наименование показателя       | Открытые (ОПИФ)   | Интервальные (ИПИФ)  | Закрытые (ЗПИФ)   |
|-------------------------------|---|--|---|
| Приобретение и погашение паев | В любой рабочий день  | В любой рабочий день в пределах интервала (но не реже 1 раза в год)  | Приобретение при размещении, погашение при прекращении фонда  |
| Форма оплаты паев             | Денежные средства   | Денежные средства  | Денежные средства и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией  |
| Возможность управления фондом | Не предусмотрена  | Не предусмотрена   | Собрание пайщиков   |
| Количество выдаваемых паев    | Не ограничено   | Не ограничено  | Определяется правилами доверительного управления  |
| Объекты инвестирования        | Государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ. Муниципальные ценные бумаги. Акции и облигации российских хозяйственных обществ. Ценные бумаги иностранных государств. Акции иностранных АО и облигации иностранных коммерческих организаций. Иные ценные бумаги, предусмотренные нормативно-правовыми актами Банка России | По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами Банка России | По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами Банка России + недвижимое имущество и имущественные права на него |

Окончание табл. 3

| Наименование показателя     | Открытые (ОПИФ)   | Интервальные (ИПИФ)   | Закрытые (ЗПИФ)   |
|-----------------------------|---|---|---|
| Выплата дохода (дивидендов) | Не предусмотрена  | Не предусмотрена  | Если это предусмотрено правилами доверительного управления фондом |
| Ограничение паев в обороте  | Может быть установлена федеральным законом  | Паи, предназначенные для квалифицированных инвесторов   | Паи, предназначенные для квалифицированных инвесторов             |
| Обмен паев                  | Обмен паев ОПИФа на паи другого ОПИФа этой же УК, но только если это предусмотрено правилами доверительного управления (ДУ) | Обмен паев ИПИФа на паи другого ИПИФа этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ | Не предусмотрен   |

Однако новации, внесенные впоследствии в законодательство, привели к образованию четвертого типа паевых инвестиционных фондов — биржевых. В части регулятивных принципов данный тип фондов ближе к закрытым паевым фондам. В частности, как и в случае с закрытыми фондами, в доверительное управление биржевым фондом могут передаваться не только денежные средства, но и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией. Более того, в отношении этих фондов также предусмотрена возможность выплаты доходов от доверительного управления владельцам паев.

Наиболее характерными чертами биржевых фондов являются иной подход к определению правового статуса пайщиков и взаимосвязанная с ним иная система формирования самих фондов. Если в трех предыдущих типах фондов владельцы паев равны по своему правовому статусу, т. е. обладают равными правами, то в случае с биржевыми фондами правовой статус зависит от категории пайщика. В частности, здесь появляется особая категория пайщиков — уполномоченные лица управляющей компании. Только указанные лица обладают правом на приобретение паев при их выдаче и правом предъявить управляющей компании требование о погашении паев. Владелец инвестиционного пая биржевого фонда, не являющийся уполномоченным лицом, соответственно обладает



правом предъявить требование о покупке (выкупе) пая уполномоченному лицу либо продать пай на бирже.

Допускается изменение типа паевого инвестиционного фонда с закрытого паевого инвестиционного фонда на интервальный паевой инвестиционный фонд или на открытый паевой инвестиционный фонд, с интервального паевого инвестиционного фонда на открытый паевой инвестиционный фонд. Указанные изменения осуществляются путем внесения изменений и дополнений в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Особое внимание необходимо обратить на такую отличительную черту закрытых паевых инвестиционных фондов, как возможность управления фондом со стороны пайщиков. Эта возможность реализуется путем созыва общего собрания пайщиков. Общее собрание владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда созывается управляющей компанией, а в случае, предусмотренном законом, — специализированным депозитарием или владельцами инвестиционных паев.

Созыв общего собрания управляющей компанией осуществляется по собственной инициативе или по письменному требованию владельцев инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания. Созыв общего собрания по требованию владельцев инвестиционных паев осуществляется в срок, который определен правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не может превышать 40 дней с даты получения такого требования, за исключением случаев, когда в созыве общего собрания было отказано. При этом такой отказ допускается в случае, если требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания не соответствует законодательству об инвестиционных фондах или ни один вопрос, предлагаемый для включения в повестку дня, не относится к компетенции общего собрания.

Созыв общего собрания осуществляется специализированным депозитарием для решения вопроса о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании по письменному требованию владельцев инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания, а в случае аннулирования лицензии управляющей компании — на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами или принятия судом решения о ликвидации управляющей компании — по собственной инициативе. Созыв общего собрания по требованию владельцев инвестиционных паев осуществляется в срок, определенный правилами доверительного управле-

ния паевым инвестиционным фондом, который не может превышать 40 дней с даты получения такого требования, за исключением случая, когда в созыве общего собрания было отказано. При этом такой отказ допускается в случае, если требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания не соответствует закону.

В случае аннулирования лицензии управляющей компании и лицензии специализированного депозитария общее собрание для принятия решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании может быть созвано владельцами инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания.

Специализированный депозитарий и владельцы инвестиционных паев, которые имеют право на созыв общего собрания, обладают полномочиями, необходимыми для созыва и проведения общего собрания.

Расходы, связанные с созывом и проведением управляющей компанией общего собрания, оплачиваются за счет имущества, составляющего закрытый паевой инвестиционный фонд, а в случае проведения общего собрания специализированным депозитарием или владельцами инвестиционных паев, которые имеют право на созыв общего собрания, возмещаются за счет указанного имущества.

Письменное требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания должно содержать повестку дня общего собрания. Письменное требование о созыве общего собрания должно быть направлено управляющей компании и специализированному депозитарию закрытого паевого инвестиционного фонда.

Сообщение о созыве общего собрания должно быть раскрыто в соответствии с требованиями закона, а в случае если инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда ограничены в обороте, сообщение предоставляется всем владельцам инвестиционных паев в порядке и форме, которые предусмотрены правилами доверительного управления таким паевым инвестиционным фондом. О созыве общего собрания должны быть уведомлены специализированный депозитарий этого фонда, а также Банк России.

Общее собрание принимает решения по вопросам:

1) утверждения изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, связанных:

— с изменением инвестиционной декларации, за исключением случаев, когда такие изменения обусловлены изменениями нормативных правовых

актов Банка России, которыми устанавливаются дополнительные ограничения состава и структуры активов паевых инвестиционных фондов;

— увеличением размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора;

— расширением перечня расходов управляющей компании, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего закрытый паевой инвестиционный фонд;

— введением скидок в связи с погашением инвестиционных паев или увеличением их размеров;

— изменением типа паевого инвестиционного фонда;

— введением, исключением или изменением положений о необходимости получения одобрения владельцев инвестиционных паев на совершение сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд;

— определением количества дополнительных инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, которые могут быть выданы после завершения (окончания) его формирования;

— изменением иных положений правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, предусмотренных нормативными правовыми актами Банка России;

2) передачи прав и обязанностей по договору доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании;

3) досрочного прекращения или продления срока действия договора доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Решение общего собрания может быть принято путем проведения заочного голосования.

Решение общего собрания принимается большинством голосов от общего количества голосов, предоставляемых их владельцам в соответствии с количеством принадлежащих им инвестиционных паев на дату принятия решения о созыве общего собрания, если большее количество голосов не предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При этом количество голосов, предоставляемых владельцу инвестиционных паев при голосовании, определяется количеством принадлежащих ему инвестиционных паев.

Копия протокола общего собрания должна быть направлена в Банк России не позднее трех рабочих дней со дня его проведения.

В случае принятия решения об утверждении изменений и дополнений в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом или решения о передаче прав и обязанностей по договору довери-

тельного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании владельцы инвестиционных паев, голосовавшие против принятия соответствующего решения, приобретают право требовать погашения инвестиционных паев. Порядок выплаты денежной компенсации в указанных случаях определяется в соответствии с нормативными правовыми актами Банка России.

Дополнительные требования к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания устанавливаются Банком России.

Инициатором создания паевого инвестиционного фонда выступает управляющая компания. Данный этап реализуется путем регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам Правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на основе которых в дальнейшем будут регулироваться все вопросы его существования и осуществления операций с его имуществом. Указанные правила отражают условия договора доверительного управления фондом, присоединение к которому осуществляется путем приобретения инвестиционных паев.

Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны содержать:

- 1) полное и краткое название паевого инвестиционного фонда;
- 2) тип и категорию паевого инвестиционного фонда;
- 3) полное фирменное наименование управляющей компании;
- 4) полное фирменное наименование специализированного депозитария;
- 5) полное фирменное наименование лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев;
- 6) полное фирменное наименование аудитора;
- 7) инвестиционную декларацию;
- 8) порядок и срок формирования паевого инвестиционного фонда, в том числе стоимость имущества, передаваемого в оплату инвестиционных паев, необходимую для завершения (окончания) формирования этого фонда;
- 9) права владельцев инвестиционных паев;
- 10) права и обязанности управляющей компании;
- 11) срок действия договора доверительного управления;
- 12) порядок подачи заявок на приобретение, заявок на погашение и заявок на обмен инвестиционных паев;
- 13) порядок и сроки передачи имущества в оплату инвестиционных паев, а также его возврата, если инвестиционные паи не могут быть выданы в соответствии с законом;
- 14) порядок и сроки включения имущества в состав паевого инвестиционного фонда;

15) порядок и сроки выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

16) порядок определения расчетной стоимости инвестиционного пая, суммы, на которую выдается инвестиционный пай, а также суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая;

17) порядок и сроки внесения в реестр владельцев инвестиционных паев записей о приобретении, об обмене и о погашении инвестиционных паев;

18) размер вознаграждения управляющей компании и общий размер вознаграждения специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора, а также оценщика, если инвестиционная декларация паевого инвестиционного фонда предусматривает возможность инвестирования в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком;

19) размер вознаграждения лица, осуществляющего прекращение паевого инвестиционного фонда;

20) перечень расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

21) основные сведения о порядке налогообложения доходов инвесторов;

22) порядок раскрытия и (или) предоставления информации о паевом инвестиционном фонде;

23) иные условия и (или) сведения в соответствии с законом.

Правила доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом дополнительно должны содержать сведения:

1) о сроках приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев, а также, если указанными правилами предусмотрен обмен инвестиционных паев, сведения о сроках приема заявок на обмен инвестиционных паев;

2) об оценщике, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает инвестирование в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом дополнительно должны содержать:

1) сведения о количестве выданных инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда;

2) положение о порядке созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев;

3) сведения об оценщике, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает инвестирование в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком;

4) положение о выплате не реже одного раза в год дохода от доверительного управления имуществом, составляющим данный фонд, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает сдачу недвижимого имущества в аренду и указанный фонд в соответствии с нормативными правовыми актами Банка России относится к категории рентных паевых инвестиционных фондов;

5) сведения о сроках приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев в соответствии с нормативными правовыми актами Банка России;

6) положение о преимущественном праве владельцев инвестиционных паев приобретать инвестиционные паи этого фонда, выдаваемые после завершения (окончания) его формирования, а также порядок осуществления указанного права.

Типовые правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом каждого типа утверждаются Правительством Российской Федерации. Правительство Российской Федерации вправе установить дополнительные к предусмотренным законом условия и (или) сведения, которые должны содержаться в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны соответствовать типовым правилам.

Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут предусматривать право управляющей компании провести дробление инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда. Условия и порядок дробления инвестиционных паев устанавливаются нормативными правовыми актами Банка России.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом могут предусматривать положения:

1) о количестве инвестиционных паев, которое управляющая компания вправе выдавать после завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда дополнительно к количеству выданных инвестиционных паев, указанных в правилах доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом (дополнительные инвестиционные паи);

2) о возможности оплаты инвестиционных паев, выдаваемых после завершения (окончания) формирования закрытого паевого инвестиционного фонда неденежными средствами в случаях, установленных нормативными правовыми актами Банка России;

3) о возможности досрочного частичного погашения инвестиционных паев в случаях и порядке, которые установлены нормативными правовыми актами Банка России;

4) об ограничениях управляющей компании по распоряжению недвижимым имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд;

5) иные положения, предусмотренные законом и типовыми правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом.

Управляющая компания вправе внести изменения и дополнения в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом. В случаях, предусмотренных законом, изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом утверждаются общим собранием владельцев инвестиционных паев этого фонда.

Внесение в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом или исключение из них указания на то, что инвестиционные паи этого фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, не допускается.

Управляющая компания обязана внести изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев, в течение шести месяцев с даты погашения части инвестиционных паев этого фонда, если по окончании указанного срока количество выданных инвестиционных паев не соответствует сведениям, содержащимся в правилах.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, дополнительно могут предусматривать:

1) неполную оплату инвестиционных паев при их выдаче;

2) необходимость одобрения всеми либо несколькими владельцами инвестиционных паев сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд.

Инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда, правила доверительного управления которым предусматривают неполную оплату инвестиционных паев при их выдаче, могут оплачиваться только денежными средствами. Правила доверительного управления таким фондом должны предусматривать обязанность владельцев инвестиционных паев оплатить неоплаченную часть каждого инвестиционного пая и срок исполнения этой обязанности, а если такой срок определен моментом предъявления управляющей компанией требования, должен быть определен срок, в течение которого владельцы инвестиционных паев обязаны исполнить указанное требование. При этом правилами доверительного управления таким фондом может быть предусмотрено взыскание неустойки за неисполнение обязанности оплатить неоплаченные части инвестиционных паев.

В случае неисполнения владельцем инвестиционных паев обязанности оплатить неоплаченные части инвестиционных паев в срок часть принадлежа-



щих ему инвестиционных паев погашается без выплаты денежной компенсации независимо от того, заявил ли владелец таких инвестиционных паев требование об их погашении. Количество инвестиционных паев, подлежащих погашению, определяется путем деления суммы денежных средств, подлежащих передаче в оплату инвестиционных паев, обязанность по передаче которых не исполнена в срок (с учетом неустойки), на стоимость одного инвестиционного пая. При этом стоимость одного инвестиционного пая определяется на дату окончания срока надлежащего исполнения указанной обязанности. Порядок расчета указанной стоимости устанавливается нормативными правовыми актами Банка России.

Не полностью оплаченные инвестиционные паи могут отчуждаться только владельцам инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда либо иным лицам с согласия всех владельцев инвестиционных паев этого фонда в порядке, предусмотренном правилами доверительного управления этим фондом, или в случае универсального правопреемства и при распределении имущества ликвидируемого юридического лица.

До полной оплаты всех инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда выдача инвестиционных паев этого фонда после завершения (окончания) его формирования осуществляется по стоимости, определенной в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом.

Если правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом предусмотрена необходимость одобрения всеми или несколькими владельцами инвестиционных паев (инвестиционный комитет) сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, указанными правилами должны быть определены:

- 1) сделки, совершение которых требует одобрения, а также порядок их одобрения;
- 2) порядок формирования инвестиционного комитета.

По сделкам, совершенным в нарушение положений, правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, предусматривающих одобрение сделок инвестиционным комитетом, управляющая компания несет обязательства лично и отвечает только принадлежащим ей имуществом. Долги, возникшие по таким обязательствам, не могут погашаться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.

Правилами доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, может быть предусмотрено максимальное количество инвестиционных паев, подлежащих погашению по окончании срока приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев, которое не может быть менее

20 % общего количества выданных инвестиционных паев этого фонда на дату начала срока приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев. Если общее количество инвестиционных паев, на которое поданы заявки на погашение, превышает количество инвестиционных паев, которое может быть погашено в соответствии с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, заявки на погашение инвестиционных паев удовлетворяются пропорционально заявленным требованиям.

Управляющая компания вправе предлагать заключить договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом только при условии регистрации Банком России правил доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Изменения и дополнения в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом вступают в силу при условии их регистрации Банком России.

Порядок регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них, включая требования к составу и содержанию представляемых на регистрацию документов, устанавливается Банком России.

Регистрация правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них осуществляется на основании заявления, подаваемого управляющей компанией.

Банк России несет ответственность за соответствие зарегистрированных им правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них требованиям закона.

Банк России должен принять решение о регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них либо принять мотивированное решение об отказе в их регистрации:

1) не позднее 25 рабочих дней со дня принятия документов, за исключением случаев, когда законом установлен срок в 5 рабочих дней;

2) не позднее 5 рабочих дней со дня принятия документов, если эти изменения и дополнения касаются исключительно следующих положений:

— изменения наименований управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, а также иных сведений об указанных лицах;

— количества выданных инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда;

— уменьшения размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, а также уменьшения размера

и (или) сокращения перечня расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

— отмены скидок (надбавок) или уменьшения их размеров;

— иных положений, предусмотренных нормативными правовыми актами Банка России.

В течение указанных сроков Банк России вправе проводить проверку сведений, содержащихся в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом и иных представленных документах. Уведомление Банка России о принятии решения о регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них либо об отказе в их регистрации направляется управляющей компанией в течение трех рабочих дней со дня принятия соответствующего решения.

В регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом либо изменений и дополнений, вносимых в них, может быть отказано в случаях:

1) несоответствия представленных документов закону, типовым правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом, нормативным правовым актам Банка России, а также несоответствия названия паевого инвестиционного фонда требованиям закона;

2) наличия в представленных документах сведений, не соответствующих действительности или вводящих в заблуждение;

3) отсутствия у управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев этого фонда, соответствующих лицензий, а также несоответствия оценщика или аудитора этого фонда требованиям федеральных законов, регулирующих их деятельность;

4) превышения количества дополнительных инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда по результатам их выдачи над количеством инвестиционных паев, которые могут быть выданы в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом.

Отказ в регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них, а также уклонение от принятия решения об их регистрации могут быть обжалованы в суде.

Банк России ведет реестр паевых инвестиционных фондов, правила доверительного управления которыми им зарегистрированы. Порядок ведения реестра паевых инвестиционных фондов и предоставления выписок из него устанавливается Банком России.

Сообщение о регистрации изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, раскрывается

в соответствии с требованиями закона, а если инвестиционные паи ограничены в обороте, указанное сообщение предоставляется всем владельцам таких инвестиционных паев в порядке и форме, которые предусмотрены правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по общему правилу вступают в силу со дня раскрытия сообщения об их регистрации, за исключением отдельных случаев, в том числе при внесении изменений и дополнений, связанных:

- 1) с изменением инвестиционной декларации;
- 2) увеличением размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора;
- 3) увеличением расходов и (или) расширением перечня расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;
- 4) введением скидок в связи с погашением инвестиционных паев или увеличением их размеров;
- 5) иными изменениями и дополнениями, предусмотренными нормативными правовыми актами Банка России.

Перечисленные изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, вступают в силу:

- 1) для открытого и закрытого паевых инвестиционных фондов — по истечении одного месяца со дня раскрытия сообщения о регистрации таких изменений и дополнений;
- 2) для интервального паевого инвестиционного фонда — со дня, следующего за днем окончания ближайшего после раскрытия указанного сообщения срока приема заявок, но не ранее трех месяцев со дня раскрытия указанного сообщения.

Те изменения и дополнения, в отношении которых закон устанавливает пятидневный срок принятия Банком России решения об их регистрации, вступают в силу со дня их регистрации.

Изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, вступают в силу со дня их регистрации, если более поздний срок не предусмотрен указанными правилами.

Приобретение, обмен и погашение инвестиционных паев осуществляется на основании безотзывных заявок, подаваемых в адрес управляющей компании и (или) агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда. В отношении инвестиционных паев, находящихся в обращении, операции, в результате которых указанные ценные бумаги

меняют своего владельца, осуществляются путем совершения соответствующих гражданско-правовых сделок. Иными словами, заявки являются правовым основанием для проведения операции с инвестиционными паями, где одной из сторон выступает управляющая компания этого инвестиционного фонда.

Проведение операций с инвестиционными паями сопровождается соответствующими записями в реестре владельцев инвестиционных паев. Реестр владельцев инвестиционных паев представляет собой систему записей о паевом инвестиционном фонде, общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев этого фонда, о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им инвестиционных паев, номинальных держателях и иных зарегистрированных лицах, о количестве зарегистрированных на них инвестиционных паев, дроблении инвестиционных паев, приобретении, обмене, передаче или погашении инвестиционных паев.

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

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, обязано зарегистрировать в федеральном органе исполнительной власти правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев, содержащие порядок ведения указанного реестра, формы применяемых документов и порядок документооборота. Изменения и дополнения, вносимые в указанные правила, вступают в силу при условии их регистрации в федеральном органе исполнительной власти.

На основании договора поручения или агентского договора с лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев, агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев вправе осуществлять сбор документов, необходимых для совершения операций, связанных с переходом права собственности на инвестиционные паи, проводить идентификацию лиц, подающих указанные документы, а также заверять и передавать выписки и информацию из реестра владельцев инвестиционных паев, которые получены от лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, обязано использовать при взаимодействии с управляющей компанией, специализированным депозитарием, агентом по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев, номинальными держателями инвестиционных паев документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, возмещает лицам, права которых учитываются на лицевых счетах в указанном реестре (в том числе номинальным держателям инвестиционных паев, доверительным управляющим и иным зарегистрированным лицам), а также приобретателям инвестиционных паев и иным лицам, обратившимся для открытия лицевого счета, убытки, возникшие в связи:

- 1) с невозможностью осуществить права на инвестиционные паи, в том числе в результате неправомерного списания инвестиционных паев с лицевого счета зарегистрированного лица;
- 2) невозможностью осуществить права, закрепленные инвестиционными паями;
- 3) необоснованным отказом в открытии лицевого счета в указанном реестре.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, несет ответственность, если не докажет, что надлежащее исполнение им обязанностей по ведению указанного реестра оказалось невозможным вследствие непреодолимой силы либо умысла владельца инвестиционных паев или иных лиц.

Управляющая компания несет субсидиарную с лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев, ответственность. Управляющая компания, возместившая убытки, имеет право обратного требования (регресса) к лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, в размере суммы, уплаченной ею владельцам инвестиционных паев или иным лицам.

Управляющая компания возмещает приобретателям инвестиционных паев или их владельцам убытки, причиненные в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанности по выдаче (погашению) инвестиционных паев, если не докажет, что надлежащее исполнение ею указанных обязанностей оказалось невозможным вследствие непреодолимой силы либо умысла приобретателя или владельца инвестиционных паев. Управляющая компания, возместившая убытки в этом случае, имеет право обратного требования (регресса) к лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, в размере суммы, уплаченной ею приобретателю или владельцу инвестиционных паев, если убытки причинены действием (бездействием) лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

Договор о ведении реестра владельцев инвестиционных паев не может ограничивать право обратного требования (регресса).

Суд вправе уменьшить размер возмещения, предусмотренного законодательством, если приобретатель или владелец инвестиционного пая умышленно

или по неосторожности содействовал увеличению причиненных ему убытков либо не принял разумных мер к их уменьшению.

Таким образом, учет прав на инвестиционные паи осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев и, если это предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев инвестиционных паев открываются лицевые счета номинальных держателей. При этом депозитарии, за исключением расчетных депозитариев, не вправе осуществлять учет прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов на счетах депо, открытых другим депозитариям, выполняющим функции номинальных держателей инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, принадлежащих их клиентам (депонентам).

В случаях если в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации требуется составление списка владельцев инвестиционных паев, депозитарий, которому в реестре владельцев инвестиционных паев открыт счет номинального держателя, обязан представить лицу, осуществляющему ведение указанного реестра, сведения, необходимые для составления списка владельцев инвестиционных паев, не позднее двух рабочих дней с даты получения соответствующего требования.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, предоставляющей право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда). К особенностям данной ценной бумаги относится то, что инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой, не имеет номинальной стоимости, а выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Инвестиционные паи свободно обращаются по окончании формирования паевого инвестиционного фонда. Ограничения обращения инвестиционных паев могут устанавливаться федеральным законом. В частности, ст. 14.1 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ определяет, что Правилами доверительного управления закрытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами может быть предусмотрено, а в случаях, установленных нормативными правовыми актами Банка России, должно быть предусмотрено, что инвестиционные паи таких фондов предназначены для квалифицированных инвесторов.



Инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда, предназначенные для квалифицированных инвесторов (инвестиционные паи, ограниченные в обороте), могут выдаваться (отчуждаться) только квалифицированным инвесторам, за исключением случаев, предусмотренных законом.

Признать лиц квалифицированными инвесторами при выдаче инвестиционных паев, ограниченных в обороте, вправе только управляющая компания в порядке, установленном законом о рынке ценных бумаг.

Сделки с инвестиционными паями, ограниченными в обороте, при их обращении осуществляются с учетом ограничений и правил, предусмотренных законом о рынке ценных бумаг для ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Последствием выдачи управляющей компанией паевого инвестиционного фонда инвестиционных паев, ограниченных в обороте, неквалифицированному инвестору является возложение на управляющую компанию следующих обязанностей:

1) погасить принадлежащие неквалифицированному инвестору инвестиционные паи интервального паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, в ближайший после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору срок, в который в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом у владельцев инвестиционных паев возникает право требовать от управляющей компании их погашения, а инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, не позднее шести месяцев после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору;

2) уплатить за свой счет сумму денежных средств, переданных неквалифицированным инвестором в оплату инвестиционных паев, ограниченных в обороте (включая величину надбавки, удержанной при их выдаче), и процентов на указанную сумму, размер и срок начисления которых определяются в соответствии с правилами ст. 395 Гражданского кодекса Российской Федерации, за вычетом суммы денежной компенсации, выплаченной при погашении инвестиционных паев, ограниченных в обороте, принадлежащих неквалифицированному инвестору.

Указанные обязанности управляющая компания исполняет независимо от того, заявил ли владелец инвестиционных паев, ограниченных в обороте, требование об их погашении.

Последствия выдачи управляющей компанией паевого инвестиционного фонда инвестиционных паев, ограниченных в обороте, неквалифицированному инвестору не применяются в случае признания управляющей компанией

лица квалифицированным инвестором на основании представленной этим лицом недостоверной информации. Признание управляющей компанией лица квалифицированным инвестором в результате представления этим лицом недостоверной информации не является основанием недействительности сделки по приобретению указанным лицом инвестиционных паев, ограниченных в обороте, при их выдаче.

Особенности учета и перехода прав на инвестиционные паи, ограниченные в обороте, лицами, осуществляющими ведение реестра владельцев инвестиционных паев, ограниченных в обороте, и депозитариями устанавливаются ЦБ РФ.

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

Дробное число, выражающее количество инвестиционных паев, может округляться с точностью, определенной правилами доверительного управления соответствующим паевым инвестиционным фондом, но не менее пяти знаков после запятой.

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

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

Управляющая компания обязана приступить к формированию паевого фонда не позднее шести месяцев с момента регистрации Банком России Правил доверительного управления. Иными словами, законодательство предоставляет управляющей компании возможность самостоятельно определить наиболее благоприятный период для размещения паев на рынке.

Срок непосредственного формирования паевого фонда составляет не более трех месяцев. Относительно закрытых паевых инвестиционных фондов в случа-

ях, предусмотренных нормативными актами Банка России, срок формирования не может превышать шести месяцев.

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда при его формировании, должны поступать на транзитный счет, открытый для формирования этого паевого инвестиционного фонда, бездокументарные ценные бумаги — на отдельный счет депо, открытый в специализированном депозитарии этого фонда (далее — транзитный счет депо), документарные ценные бумаги передаются на хранение в указанный специализированный депозитарий.

Договор об открытии транзитного счета (транзитного счета депо), а также договор хранения документарных ценных бумаг заключаются управляющей компанией для формирования одного паевого инвестиционного фонда без указания на то, что такая управляющая компания действует в качестве доверительного управляющего.

Транзитный счет депо открывается специализированным депозитарием на имя управляющей компании. Управляющая компания не является владельцем ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на транзитном счете депо.

Специализированный депозитарий при поступлении ценных бумаг на транзитный счет депо обязан открыть лицу, передавшему указанные ценные бумаги, субсчет депо для учета его прав на эти ценные бумаги (далее — субсчет депо). Открытие субсчета депо осуществляется на основании Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ без заключения депозитарного договора.

С момента зачисления ценных бумаг на субсчет депо производится блокирование операций по списанию и (или) обременению ценных бумаг по этому субсчету депо, за исключением совершения операций по списанию ценных бумаг в случаях обращения взыскания на эти ценные бумаги по долгам их владельца, конвертации эмиссионных ценных бумаг, а также в случае их включения в состав паевого инвестиционного фонда или возврата лицу, передавшему их в оплату инвестиционных паев.

Лица, права на ценные бумаги которых учитываются на субсчете депо, осуществляют все права, закрепленные указанными ценными бумагами.

До завершения (окончания) срока формирования паевого инвестиционного фонда доходы и иные выплаты по ценным бумагам, переданным в оплату инвестиционных паев, зачисляются на транзитный счет, а после завершения (окончания) срока его формирования включаются в состав этого фонда, за исключением случая, когда ценные бумаги, переданные в оплату инвестиционных паев, были возвращены лицу, передавшему их в оплату инвестиционных паев.

Учет имущества, переданного в оплату инвестиционных паев при формировании паевого инвестиционного фонда, осуществляется в отношении каждого лица, передавшего такое имущество в оплату инвестиционных паев. Управляющая компания обязана вести учет находящихся на транзитном счете денежных средств каждого лица, передавшего их в оплату инвестиционных паев.

Управляющая компания не вправе перечислять (передавать) на транзитный счет (транзитный счет депо) собственные денежные средства (ценные бумаги) или денежные средства (ценные бумаги), находящиеся у нее по иным основаниям.

На имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, в том числе находящееся на транзитном счете (транзитном счете депо), не может быть обращено взыскание по долгам управляющей компании или по долгам специализированного депозитария.

В случае признания управляющей компании или специализированного депозитария банкротом денежные средства (ценные бумаги), находящиеся на транзитном счете (транзитном счете депо), и иное имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, в конкурсную массу не включаются и подлежат возврату лицам, передавшим их в оплату инвестиционных паев.

Порядок и условия открытия транзитного счета депо, осуществления операций по указанному счету, порядок учета денежных средств, ценных бумаг и иного имущества каждого лица, передавшего указанное имущество в оплату инвестиционных паев, а также порядок передачи имущества, за исключением денежных средств, для включения его в состав паевого инвестиционного фонда, порядок определения стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, устанавливаются нормативными правовыми актами Банка России.

Управляющая компания не вправе распоряжаться имуществом, переданным в оплату инвестиционных паев, за исключением случая включения такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда или возврата лицу, передавшему указанное имущество в оплату инвестиционных паев.

Имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, включается в состав паевого инвестиционного фонда при его формировании только при соблюдении всех перечисленных ниже условий:

- 1) если приняты заявки на приобретение инвестиционных паев и документы, необходимые для открытия лицевых счетов в реестре владельцев инвестиционных паев;

- 2) если имущество, переданное в оплату инвестиционных паев согласно указанным заявкам, поступило управляющей компании, а если таким имуществом являются неденежные средства, также получено согласие специали-

зированного депозитария на включение такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда;

3) если стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, достигла размера, необходимого для завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда.

При формировании паевого инвестиционного фонда выдача инвестиционных паев должна осуществляться в день включения в состав этого фонда всего подлежащего включению имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, или в следующий за ним рабочий день.

Датой завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда является дата направления управляющей компанией в Банк России отчета о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда, а для закрытых паевых инвестиционных фондов — дата регистрации изменений и дополнений в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев этого фонда.

По результатам формирования фонда управляющая компания составляет отчет о завершении формирования фонда. Отчет о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда подписывается уполномоченными лицами управляющей компании и специализированного депозитария и направляется в Банк России не позднее трех рабочих дней с даты выдачи инвестиционных паев. Одновременно с отчетом о завершении (окончании) формирования закрытого паевого инвестиционного фонда в Банк России направляются изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев этого фонда, для их регистрации.

Банк России на основании отчета о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда вносит соответствующую запись в реестр паевых инвестиционных фондов, а также осуществляет регистрацию изменений и дополнений в правила закрытого паевого инвестиционного фонда в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев такого паевого инвестиционного фонда.

Основная задача управляющей компании в процессе формирования фонда — достичь установленного минимального норматива стоимости имущества, в противном случае фонд будет признан несформированным. Приказом ФСФР «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным» от 02.11.2006 № 06-125/пз-н для разных типов фондов установлены разные нормативы (руб.):

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

В случае если на определенную правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом дату окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, оказалась меньше стоимости имущества, необходимой для завершения (окончания) его формирования, управляющая компания обязана:

1) направить в Банк России уведомление об этом не позднее следующего рабочего дня с даты окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда;

2) возвратить имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, а также доходы, в том числе доходы и выплаты по ценным бумагам, лицам, передавшим указанное имущество в оплату инвестиционных паев, в порядке и сроки, которые установлены правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

После завершения процесса формирования управляющая компания приступает к этапу доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев одного паевого инвестиционного фонда после завершения (окончания) его формирования должны поступать на отдельный банковский счет, открытый управляющей компанией этого фонда на основании договора, заключенного без указания на то, что управляющая компания действует в качестве доверительного управляющего (далее — транзитный счет). Это требование не применяется в случае передачи денежных средств в оплату неоплаченной части инвестиционных паев.

Управляющая компания обязана вести учет находящихся на транзитном счете денежных средств каждого лица, передавшего их в оплату инвестиционных паев.

Управляющая компания не вправе давать распоряжение о перечислении на транзитный счет собственных денежных средств или денежных средств, находящихся у нее по иным основаниям.

На денежные средства, находящиеся на транзитном счете, не может быть обращено взыскание по долгам управляющей компании. В случае признания управляющей компании банкротом денежные средства, находящиеся на транзитном счете, в конкурсную массу не включаются.

Управляющая компания не вправе распоряжаться денежными средствами, находящимися на транзитном счете, за исключением случаев:

1) перевода денежных средств на отдельный банковский счет, открытый для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым

инвестиционным фондом, для включения в состав паевого инвестиционного фонда;

2) выплаты надбавки к расчетной стоимости выдаваемых инвестиционных паев, если такая надбавка предусмотрена правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

3) возврата лицу, внесшему их в оплату инвестиционных паев, в случае, предусмотренном законом;

4) выплаты денежной компенсации владельцам инвестиционных паев при погашении инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда, осуществления обязательных платежей, связанных с указанной выплатой, если возможность выплаты денежной компенсации и осуществления платежей с транзитного счета предусмотрена правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При этом осуществление таких выплат (платежей) производится в порядке, установленном нормативными правовыми актами Банка России, в пределах суммы, подлежащей включению в состав паевого инвестиционного фонда.

Включение денежных средств, переданных в оплату инвестиционных паев, в состав паевого инвестиционного фонда осуществляется на основании надлежаще оформленной заявки на приобретение инвестиционных паев и документов, необходимых для открытия приобретателю (номинальному держателю) лицевого счета в реестре владельцев инвестиционных паев.

При выдаче инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда после завершения (окончания) его формирования, если правилами доверительного управления указанным фондом предусматривается возможность оплаты таких паев неденежными средствами, передача имущества в оплату инвестиционных паев, а также включение его в состав паевого инвестиционного фонда осуществляются в соответствии с правилами, предусмотренными для этапа формирования фонда.

Доверительное управление паевым инвестиционным фондом осуществляется путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества.

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



Непосредственная реализация этапа управления фондом осуществляется путем накопления инвестиционного дохода в результате инвестирования средств фонда в активы, соответствующие категории фонда и предусмотренные его инвестиционной декларацией. Категории фондов определяются нормативными актами Банка России<sup>34</sup>. Особенностью регулирования категорий фондов является то, что к фондам предъявляются требования о составе активов к каждой категории фондов, также предъявляются требования о структуре активов, т. е. требования о максимальной, а в некоторых случаях и минимальной доле конкретного актива в структуре инвестиционного портфеля фонда.

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

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, открывается отдельный банковский счет (счета), а для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, — отдельный счет (счета) депо. Такие счета, за исключением случаев, установленных законодательством Российской Федерации, открываются на имя управляющей компании паевого инвестиционного фонда с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием названия паевого инвестиционного фонда. Имена (наименования) владельцев инвестиционных паев при этом не указываются. При государственной регистрации прав на недвижимое имущество для включения такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда в подразделе II Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним указывается название паевого инвестиционного фонда, в состав которого включается данное имущество, и делается отметка; собственники данного объекта недвижимости и данные о них устанавливаются на основании данных лицевых счетов владельцев инвестиционных паев в реестре владельцев инвестиционных паев и счетов депо владельцев инвестиционных паев. Орган, осуществляющий государственную регистрацию прав на недвижимое имущество, после завершения (окончания)

---

<sup>34</sup> См.: Указание Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

формирования паевого инвестиционного фонда вправе требовать от лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, список владельцев инвестиционных паев, содержащий данные о них, предусмотренные законом. Указанное лицо обязано представить этот список не позднее пяти рабочих дней с даты получения требования.

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

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

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет перед владельцами инвестиционных паев ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения законодательства РФ и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, в том числе за неправильное определение суммы, на которую выдается инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая, а в случае нарушения требований, установленных в отношении паев, предназначенных для квалифицированных инвесторов, — в размере, предусмотренном законом для данного нарушения.

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

Прекращение деятельности паевого инвестиционного фонда осуществляется в случаях, если:

- принята (приняты) заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев;
- аннулирована лицензия управляющей компании открытого или интервального паевого инвестиционного фонда;
- аннулирована лицензия управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда и права и обязанности данной управляющей компании по договору доверительного управления этим фондом в течение трех месяцев со дня аннулирования указанной лицензии не переданы другой управляющей компании;

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

— истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом;

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

— наступили иные основания, предусмотренные законодательством.

Прекращение паевого инвестиционного фонда, в том числе реализация имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, удовлетворение требований кредиторов, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и распределение денежных средств между владельцами инвестиционных паев осуществляется управляющей компанией, за исключением случаев, установленных законодательством.

В случае аннулирования лицензии управляющей компании прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет специализированный депозитарий этого фонда в соответствии с законом.

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

Размер вознаграждения лица, осуществляющего прекращение паевого инвестиционного фонда, за исключением установленных законом случаев, определяется правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не может превышать 3 % от суммы денежных средств, составляющих паевой инвестиционный фонд и поступивших в него после реализации составляющего его имущества, за вычетом:

1) задолженности перед кредиторами, требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

2) сумм вознаграждений управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, начисленных им на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда;

3) сумм, предназначенных для выплаты денежной компенсации владельцам инвестиционных паев, заявки которых на погашение инвестиционных

паев были приняты до дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда.

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

Со дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда не допускается распоряжение имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, за исключением его реализации и распределения в соответствии с законом.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано:

- 1) в течение пяти рабочих дней со дня возникновения основания прекращения этого фонда уведомить об этом Банк России;
- 2) раскрыть в соответствии с законом сообщение о прекращении паевого инвестиционного фонда;
- 3) принять меры по выявлению кредиторов, требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и погашению дебиторской задолженности.

Срок предъявления кредиторами требований, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, не может быть менее двух месяцев со дня раскрытия сообщения о прекращении паевого инвестиционного фонда.

По окончании срока предъявления кредиторами требований, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и до начала расчетов с ними лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, составляет и направляет в Банк России баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, который должен содержать сведения об имуществе, составляющем паевой инвестиционный фонд, о предъявленных кредиторами требованиях и результатах их рассмотрения. Если прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет управляющая компания, указанный баланс должен быть согласован со специализированным депозитарием.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и осуществить расчеты в срок, не превышающий шести месяцев со дня раскрытия сообщения о прекращении паевого инвестиционного фонда. Указанный срок может быть продлен по решению Банка России, если прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется в связи с аннулированием лицензии управляющей компании.

Специализированный депозитарий при осуществлении прекращения паевого инвестиционного фонда действует от своего имени и осуществляет полномочия управляющей компании по прекращению паевого инвестиционного фонда, в том числе совершает от своего имени сделки по реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, включая недвижимое имущество, распоряжается денежными средствами на счетах и во вкладах в банках и иных кредитных организациях, а также совершает операции с ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, без поручения (распоряжения) управляющей компании. Государственная регистрация сделок и (или) перехода прав собственности на недвижимое имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, осуществляется при предоставлении специализированным депозитарием заверенной Банком России копии решения об аннулировании лицензии управляющей компании.

При осуществлении специализированным депозитарием прекращения паевого инвестиционного фонда списание денежных средств, находящихся на транзитном счете или банковском счете, открытом управляющей компанией, производится по распоряжению специализированного депозитария. Указанные операции проводятся банком или иной кредитной организацией при предоставлении специализированным депозитарием заверенной Банком России копии решения об аннулировании лицензии управляющей компании.

Временная администрация при осуществлении прекращения паевого инвестиционного фонда действует от имени управляющей компании без доверенности и осуществляет полномочия управляющей компании по прекращению паевого инвестиционного фонда, в том числе совершает от имени управляющей компании сделки по реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, включая недвижимое имущество, распоряжается денежными средствами на счетах и во вкладах в банках и иных кредитных организациях, а также ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд. Вознаграждение временной администрации не выплачивается.

В случае прекращения паевого инвестиционного фонда имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит реализации.

Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

- 1) в первую очередь — кредиторам (за исключением управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда), требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, в том числе специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору воз-

награждений, начисленных им на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, а также лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, причитающихся им денежных компенсаций;

2) во вторую очередь — лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда, соответствующего вознаграждения, за исключением случаев, когда в соответствии с законом выплата вознаграждения не производится;

3) в третью очередь — управляющей компании вознаграждения, начисленного ей на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, а также специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору вознаграждений, начисленных им после дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда;

4) в четвертую очередь — владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, может получить причитающееся ему вознаграждение за исполнение обязанностей по прекращению паевого инвестиционного фонда только после завершения всех расчетов в соответствии с указанной очередностью.

После завершения расчетов лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, составляет отчет о прекращении паевого инвестиционного фонда и представляет его в Банк России.

Требования к отчету о прекращении паевого инвестиционного фонда и к порядку его представления устанавливаются Банком России.

Банк России утверждает отчет о прекращении паевого инвестиционного фонда и принимает решение об исключении паевого инвестиционного фонда из реестра паевых инвестиционных фондов.

Инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда при его прекращении подлежат погашению одновременно с выплатой денежной компенсации независимо от того, заявил ли владелец таких инвестиционных паев требование об их погашении.

#### 4.4. НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ

Согласно п. 1 ст. 2 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 № 75-ФЗ негосударственный пенсионный фонд — это организация, исключительными видами деятельности которой являются:

- деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения (НПО);

- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с законодательством и договорами об обязательном пенсионном страховании (ОПС).

Деятельность фонда по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда осуществляется на добровольных началах и включает в себя аккумулирование пенсионных взносов, размещение и организацию размещения пенсионных резервов, учет пенсионных обязательств фонда, назначение и выплату негосударственных пенсий участникам фонда.

Деятельность фонда в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию включает в себя аккумулирование средств пенсионных накоплений, организацию инвестирования средств пенсионных накоплений, учет средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, назначение и выплату накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам.

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

Негосударственный пенсионный фонд действует на основании лицензии Банка России, руководствуясь при осуществлении своей деятельности законодательством, уставом и правилами фонда.

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

Требования, предусмотренные лицензионными условиями при предоставлении лицензии:

- организационно-правовая форма фонда;
- пенсионные правила фонда, а если фонд предполагает осуществлять деятельность по обязательному пенсионному страхованию, также страховые правила;
- требования к лицу, осуществляющему функции единоличного исполнительного органа, к членам коллегиального исполнительного органа, главному бухгалтеру, а также к контролеру или руководителю и сотрудникам службы внутреннего контроля фонда;



- организация внутреннего контроля фонда;
- величина денежной оценки имущества для обеспечения уставной деятельности фонда.

Фонд в соответствии с уставом выполняет следующие функции:

- разрабатывает правила фонда;
- заключает пенсионные договоры, договоры об обязательном пенсионном страховании и договоры о создании профессиональных пенсионных систем;
  - аккумулирует пенсионные взносы и средства пенсионных накоплений;
  - ведет пенсионные счета негосударственного пенсионного обеспечения;
  - ведет пенсионные счета накопительной части трудовой пенсии с учетом требований Федерального закона от 01.04.1996 № 27-ФЗ «Об индивидуальном (персонифицированном) учете в системе обязательного пенсионного страхования»;
  - ведет пенсионные счета профессиональных пенсионных систем;
  - информирует вкладчиков, участников и застрахованных лиц о состоянии указанных счетов;
  - заключает договоры с иными организациями об оказании услуг по организационному, информационному и техническому обеспечению деятельности фонда;
  - определяет инвестиционную стратегию при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений;
  - формирует имущество, предназначенное для обеспечения уставной деятельности, и инвестирует составляющие его активы;
  - формирует пенсионные резервы, организует размещение средств пенсионных резервов и размещает пенсионные резервы;
  - организует инвестирование средств пенсионных накоплений;
  - заключает договоры с управляющими компаниями, специализированными депозитариями, другими субъектами и участниками отношений по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию;
  - рассматривает отчеты управляющей компании (управляющих компаний) и специализированного депозитария о финансовых результатах деятельности по размещению средств пенсионных резервов и инвестированию средств пенсионных накоплений;
  - расторгает договоры с управляющей компанией (управляющими компаниями) и специализированным депозитарием по основаниям, предусмотренным законодательством;

- принимает меры, предусмотренные законодательством, для обеспечения сохранности средств фонда, находящихся в распоряжении управляющей компании (управляющих компаний), с которой (которыми) расторгается (прекращается) договор доверительного управления;
- ведет в установленном порядке бухгалтерский и налоговый учет;
- ведет обособленный учет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, средств пенсионных резервов и средств пенсионных накоплений;
- осуществляет актуарные расчеты;
- производит назначение и осуществляет выплаты негосударственных пенсий участникам;
- производит назначение и осуществляет выплаты накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам или выплаты их правопреемникам;
- производит назначение и осуществляет выплаты профессиональных пенсий;
- осуществляет выплаты выкупных сумм вкладчикам и (или) участникам (их правопреемникам) или перевод выкупных сумм в другой фонд, а также перевод средств пенсионных накоплений в случае перехода застрахованного лица в другой фонд или Пенсионный фонд Российской Федерации;
- принимает меры по обеспечению полной и своевременной уплаты вкладчиками пенсионных взносов;
- предоставляет информацию о своей деятельности в порядке, установленном уполномоченным федеральным органом;
- осуществляет иные функции для обеспечения уставной деятельности фонда.

Если рассматривать систему работы негосударственного пенсионного фонда по обязательному пенсионному страхованию и по негосударственному пенсионному обеспечению, то на первый взгляд различий мало. В обоих случаях основанием по возникновению обязательств фонда перед физическими лицами по выплате пенсии (НПО) или по выплате накопительной части трудовой пенсии (ОПС) является договор. Обе системы предполагают передачу активов в доверительное управление управляющей компании, обязательное участие специализированного депозитария, ограничения для инвестирования активов и т. д. Более того, в обеих системах присутствуют одинаковые или схожие элементы, носящие разные наименования (табл. 4).

Однако более подробное рассмотрение данных систем позволяет выявить их кардинальные различия. В первую очередь это касается статуса систем. Как было указано ранее, негосударственное пенсионное обеспечение рассматривается как дополнительное по отношению к основному. В связи с этим пенсионное

страхование носит обязательный характер, в его основе лежит обязанность работодателя или иного лица, предусмотренного законом, перечислять страховые взносы. Негосударственное пенсионное обеспечение, наоборот, носит добровольный характер, в его основе лежит реализация заинтересованным лицом права на формирование дополнительной пенсии в пользу третьих лиц либо в свою пользу.

Таблица 4

#### Сравнительная характеристика элементов пенсионных систем

| Элемент                 | НПО  | ОПС  |
|-------------------------|--|--|
| Основание               | Пенсионный договор                           | Договор об ОПС                                   |
| Взносы                  | Пенсионные                                   | Страховые  |
| Плательщик взносов      | Вкладчик (физическое лицо, юридическое лицо) | Страхователь (физическое лицо, юридическое лицо) |
| Получатель пенсии       | Участник                                     | Застрахованное лицо                              |
| Активы                  | Пенсионные резервы                           | Пенсионные накопления                            |
| Правила деятельности    | Пенсионные правила                           | Страховые правила                                |
| Распоряжение средствами | Размещение                                   | Инвестирование                                   |
| Статус системы          | Право вкладчика                              | Обязанность страхователя                         |

Отсюда вытекает еще одно немаловажное различие. Согласно ст. 3 Федерального закона о негосударственных пенсионных фондах договор негосударственного пенсионного обеспечения (пенсионный договор) — это соглашение между фондом и вкладчиком фонда, в соответствии с которым вкладчик обязуется уплачивать пенсионные взносы в фонд, а фонд обязуется выплачивать участнику (участникам) фонда негосударственную пенсию.

В свою очередь, договор об обязательном пенсионном страховании — это соглашение между фондом и застрахованным лицом в пользу застрахованного лица или его правопреемников, в соответствии с которым фонд обязан при наступлении пенсионных оснований осуществлять назначение и выплату застрахованному лицу накопительной части трудовой пенсии или выплаты его правопреемникам.

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

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

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

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

Методика работы негосударственного пенсионного фонда по системе негосударственного пенсионного обеспечения предполагает, что с момента заключения пенсионного договора вкладчики начинают отчислять в фонд пенсионные взносы в соответствии с той схемой, которая отражена в договоре.

Пенсионная схема представляет собой совокупность условий, определяющих порядок уплаты пенсионных взносов и выплат негосударственных пенсий. В результате негосударственная пенсия формируется в процессе аккумулирования пенсионных взносов, их инвестирования и начисления по ним инвестиционного дохода. При этом все операции, будь то поступление взносов, начисление дохода, выплата пенсии или выплата выкупной суммы, учитываются на соответствующем пенсионном счете. Если на одном счете ведется аналити-

ка по нескольким участникам, то счет является солидарным, если аналитика ведется только по одному участнику, то счет является именованным.

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

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

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

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

После заключения договора застрахованным лицом в адрес Пенсионного фонда Российской Федерации направляется заявление о переходе в негосударственный пенсионный фонд. По итогам рассмотрения указанного заявления в реестре застрахованных лиц делаются соответствующие записи и производится перечисление средств пенсионных накоплений застрахованного лица. Все процессуальные действия осуществляются в порядке и в сроки, установленные законодательством.

Договор об обязательном пенсионном страховании вступает в силу со дня зачисления перечисленных предыдущим страховщиком средств пенсионных накоплений на счет нового страховщика.

Назначение и выплата накопительной части трудовой пенсии застрахованному лицу осуществляется после наступления пенсионных оснований.

Для управления негосударственным пенсионным фондом и контроля за его деятельностью в фонде формируются соответствующие органы.

Состав и структура органов управления фонда определяются уставом в соответствии с законодательством. Структура органов управления фонда должна в обязательном порядке включать коллегиальный орган — совет фонда, формируемый в соответствии с порядком, установленным уставом фонда.

Уставом фонда должно предусматриваться обязательное формирование попечительского совета — также коллегиального органа, выполняющего надзорные функции и обеспечивающего общественный контроль за деятельностью фонда.

В целях обеспечения оперативного контроля за деятельностью исполнительного органа фонда его уставом должно также предусматриваться создание ревизионной комиссии.

Высшим органом управления фонда является совет фонда, который осуществляет общее руководство деятельностью фонда. Структура, порядок формирования, полномочия и срок полномочий совета фонда, порядок принятия им решений определяются уставом фонда в соответствии с законодательством.

Члены совета фонда могут получать вознаграждение за выполнение ими своих обязанностей только в случае, если это предусмотрено уставом фонда. Размер вознаграждения членов совета фонда должен устанавливаться в виде фиксированной суммы.

Для осуществления оперативного управления деятельностью фонда уставом фонда может предусматриваться создание единоличного исполнительного органа фонда (исполнительный директор, президент) или единоличного исполнительного органа фонда и коллегиального исполнительного органа фонда (исполнительная дирекция).

Исполнительный орган фонда осуществляет свои функции в пределах компетенции, установленной законодательством и уставом фонда, и действует на основании устава фонда и положения об исполнительном органе фонда, утверждаемого советом фонда.

В целях надзора за деятельностью фонда и защиты интересов вкладчиков и участников фонд создает попечительский совет, члены которого исполняют свои обязанности безвозмездно.

Порядок формирования и полномочия попечительского совета определяются уставом фонда и положением о попечительском совете, утверждаемым советом фонда. В попечительский совет фонда включаются полномочные представители вкладчиков, участников и застрахованных лиц, которым при принятии решений принадлежит не менее половины голосов.

## 4.5. СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ДЕПОЗИТАРИИ

Как было указано ранее, в процессе инвестирования учет и хранение активов инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также контроль за распоряжением имущества осуществляются особым юридическим лицом — специализированным депозитарием. Деятельность специализированного депозитария может осуществляться только на основании лицензии специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

Учет и хранение имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, могут производиться соответственно только одним специализированным депозитарием.

Специализированный депозитарий не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом, принадлежащим акционерному инвестиционному фонду, и имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд.

Права на ценные бумаги, принадлежащие акционерному инвестиционному фонду, либо права на ценные бумаги, составляющие имущество паевого инвестиционного фонда, должны учитываться на счете депо в специализированном депозитарии, за исключением прав на государственные ценные бумаги.

Специализированный депозитарий вправе привлекать к исполнению своих обязанностей по хранению и (или) учету прав на ценные бумаги, принадлежащие акционерному инвестиционному фонду или составляющие имущество паевого инвестиционного фонда, другой депозитарий, если это предусмотрено договором с акционерным инвестиционным фондом или правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Специализированный депозитарий отвечает за действия определенного им депозитария как за свои собственные. Акционерный инвестиционный фонд и управляющая компания паевого инвестиционного фонда несут ответственность за действия определенного ими депозитария в случае, если привлечение депозитария производилось по их письменному указанию.

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением:

- 1) управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда закона, принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Банка России, положений инвестиционной декларации акционерного инвестиционного фонда, договора доверительного управления акционерного инвестиционного фонда с управляющей компанией;

- 2) акционерным инвестиционным фондом закона, принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Банка России, а также положений



инвестиционной декларации акционерного инвестиционного фонда в случае передачи управляющей компании полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда;

3) управляющей компанией паевого инвестиционного фонда закона, принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Банка России и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Специализированный депозитарий дает управляющей компании согласие на распоряжение активами акционерного инвестиционного фонда (паевого инвестиционного фонда) или денежными средствами (ценными бумагами), находящимися на транзитном счете (транзитном счете депо), если такое распоряжение не противоречит закону, нормативным правовым актам Банка России, инвестиционной декларации акционерного инвестиционного фонда, договору акционерного инвестиционного фонда с управляющей компанией и правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Предусмотренное согласие на распоряжение денежными средствами дается путем подписания специализированным депозитарием платежного документа, в соответствии с которым банку или иной кредитной организации управляющей компанией дается распоряжение о перечислении денежных средств. Если специализированным депозитарием является кредитная организация, в которой открыты транзитные счета и счета, открытые для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, и для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, специализированный депозитарий вправе исполнять распоряжение о перечислении денежных средств, если оно соответствует правовым нормам. При этом подписание таким специализированным депозитарием платежного документа не требуется.

Правила осуществления специализированным депозитарием учета и хранения имущества, правила осуществления контроля, а также требования к регламенту специализированного депозитария устанавливаются нормативными правовыми актами Банка России.

В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения специализированным депозитарием обязанностей по учету и хранению имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду (составляющего паевой инвестиционный фонд), а также по осуществлению контроля специализированный депозитарий несет солидарную ответственность с управляющей компанией перед акционерным инвестиционным фондом или перед владельцами инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда.

Специализированным депозитарием акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда может быть только депозитарий,

являющийся акционерным обществом или обществом с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданным в соответствии с законодательством Российской Федерации, имеющий лицензию специализированного депозитария.

Только специализированный депозитарий может использовать в своем фирменном наименовании слова «инвестиционный фонд», «акционерный инвестиционный фонд» или «паевой инвестиционный фонд» в сочетании со словами «специализированный депозитарий» или «депозитарий».

Деятельность специализированного депозитария осуществляется по договору:

- 1) с акционерным инвестиционным фондом, если функции единоличного исполнительного органа этого фонда переданы управляющей компании;
- 2) управляющей компанией, если последняя осуществляет доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда или активами паевого инвестиционного фонда;
- 3) иными лицами в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Срок действия договора специализированного депозитария с управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда не может быть менее срока действия договора доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Не допускается заключение договоров со специализированным депозитарием, если:

- 1) управляющая компания и специализированный депозитарий являются основным и дочерним либо преобладающим и зависимым по отношению друг к другу обществами;
- 2) специализированный депозитарий является владельцем акций акционерного инвестиционного фонда, с которым или с управляющей компанией которого заключается договор;
- 3) специализированный депозитарий является владельцем инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, в отношении которого с управляющей компанией заключается договор.

Деятельность специализированного депозитария может совмещаться только:

- 1) с деятельностью кредитной организации;
- 2) профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, за исключением деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг, клиринговой деятельности, деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, а также депозитарной деятельности, если последняя связана с проведением депозитарных операций по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через организатора торговли на рынке ценных бумаг на основании договоров,

заклученных с таким организатором торговли и (или) клиринговой организацией.

При осуществлении кредитными организациями и профессиональными участниками рынка ценных бумаг деятельности специализированного депозитария последняя должна осуществляться отдельным структурным подразделением.

В связи с осуществлением своей деятельности специализированный депозитарий вправе:

1) оказывать лицам, заключившим с ним договор, на основании которого осуществляются учет, хранение имущества (активов) и контроль за его (их) распоряжением, консультационные и информационные услуги, а также услуги по ведению бухгалтерского учета;

2) вести реестр владельцев инвестиционных паев;

3) являться оператором информационной системы, используемой лицами, по договору с которыми осуществляется деятельность специализированного депозитария;

4) осуществлять иную деятельность, предусмотренную законом.

Специализированный депозитарий вправе осуществлять инвестирование собственных денежных средств, совершать сделки по передаче имущества в пользование, а также осуществлять деятельность, предусмотренную законом, при условии соблюдения требований нормативных правовых актов Банка России по предупреждению конфликта интересов.

Лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа специализированного депозитария, членом совета директоров (наблюдательного совета), членом коллегиального исполнительного органа, руководителем филиала специализированного депозитария (руководителем отдельного структурного подразделения организации, осуществляющего деятельность специализированного депозитария) не могут являться лица:

1) которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа финансовых организаций в момент совершения этими организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;

2) в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации.

Лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, руководитель филиала специализированного депозитария (руководитель отдельного структурного подразделения организации, осуществляющего деятельность специализированного депозитария) должны иметь высшее

профессиональное образование и соответствовать установленным Банком России квалификационным требованиям и требованиям к профессиональному опыту.

Лицом, владеющим (осуществляющим доверительное управление) 5 % и более обыкновенных акций (долей) специализированного депозитария, не может быть:

1) юридическое лицо, у которого за совершение нарушения была аннулирована лицензия на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации;

2) юридическое лицо, у основных либо преобладающих обществ которого за совершение нарушения была аннулирована лицензия на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации;

3) физическое лицо, которое в соответствии с законом не может осуществлять функции единоличного исполнительного органа специализированного депозитария, членом совета директоров (наблюдательного совета), членом коллегиального исполнительного органа, руководителем филиала специализированного депозитария (руководителем отдельного структурного подразделения организации, осуществляющего деятельность специализированного депозитария).

Лицо, владеющее (осуществляющее доверительное управление) 5 % и более обыкновенных акций (долей) специализированного депозитария, обязано уведомлять специализированный депозитарий и Банк России в порядке и сроки, которые установлены нормативными правовыми актами Банка России:

1) о приобретении в собственность или в состав имущества, находящегося у него в доверительном управлении, обыкновенных акций (долей) специализированного депозитария;

2) о своем соответствии (несоответствии) требованиям закона, перечисленным выше.

Лицо, не направившее уведомление специализированному депозитарию или не соответствующее требованиям закона, имеет право голоса только по голосующим акциям (долям) специализированного депозитария, не превышающим 5 % размещенных обыкновенных акций (долей) специализированного депозитария. При этом остальные акции (доли), принадлежащие этому лицу, при определении кворума для проведения общего собрания участников специализированного депозитария не учитываются.

Положения устанавливающие требования к лицу, владеющему (осуществляющему доверительное управление) 5 % и более обыкновенных акций (долей) специализированного депозитария, а также устанавливающие обязанность такого лица уведомлять специализированный депозитарий и Банк России,

не распространяются на кредитные организации, осуществляющие деятельность специализированного депозитария.

Специализированный депозитарий обязан организовать внутренний контроль за соответствием своей деятельности, осуществляемой на основании лицензии специализированного депозитария, требованиям федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, договорам, заключенным специализированным депозитарием при осуществлении указанной деятельности, а также учредительным документам и внутренним документам специализированного депозитария (внутренний контроль специализированного депозитария).

Внутренний контроль специализированного депозитария должен осуществляться должностным лицом (контролер специализированного депозитария) или отдельным структурным подразделением специализированного депозитария (служба внутреннего контроля специализированного депозитария). Контролер специализированного депозитария или руководитель службы внутреннего контроля специализированного депозитария назначается на должность и освобождается от должности на основании решения совета директоров (наблюдательного совета), а при его отсутствии — решения общего собрания акционеров (участников) специализированного депозитария. Контролер специализированного депозитария или руководитель службы внутреннего контроля специализированного депозитария подотчетен соответственно совету директоров (наблюдательному совету) или общему собранию акционеров (участников) специализированного депозитария.

Контролер специализированного депозитария или руководитель службы внутреннего контроля специализированного депозитария должен иметь высшее профессиональное образование и соответствовать установленным Банком России квалификационным требованиям. Контролером специализированного депозитария, руководителем и сотрудниками службы внутреннего контроля специализированного депозитария, которые осуществляют внутренний контроль специализированного депозитария, не могут являться:

- 1) лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа специализированного депозитария, а также руководитель филиала специализированного депозитария (руководитель отдельного структурного подразделения организации, осуществляющего деятельность специализированного депозитария);

- 2) лица, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа финансовых организаций в момент совершения этими организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответст-

вующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;

3) лица, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации.

Правила организации и осуществления внутреннего контроля специализированного депозитария утверждаются советом директоров (наблюдательным советом), а при его отсутствии — общим собранием акционеров (участников) специализированного депозитария.

Правила осуществления деятельности специализированного депозитария и оказания услуг, связанных с ее осуществлением, формы применяемых документов и порядок документооборота при осуществлении указанной деятельности устанавливаются регламентом специализированного депозитария.

Правила внутреннего контроля специализированного депозитария и регламент специализированного депозитария, а также вносимые в них изменения подлежат регистрации в Банке России в установленном им порядке.

Специализированный депозитарий должен действовать исключительно в интересах акционеров акционерного инвестиционного фонда и владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда.

Обязанности специализированного депозитария:

1) принимать на хранение и хранить имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;

2) принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;

3) представлять в ревизионную комиссию (ревизору) акционерного инвестиционного фонда документы, необходимые для ее (его) деятельности;

4) регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, принадлежащих акционерному инвестиционному фонду, либо ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, если иной порядок учета прав на ценные бумаги не предусмотрен законодательством Российской Федерации;

5) осуществлять контроль за распоряжением имуществом, принадлежащим акционерному инвестиционному фонду, и имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, в том числе контроль за определением стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов и чистых активов паевых инвестиционных фондов, а также расчетной стоимости инвестиционного пая,

количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

6) направлять в Банк России уведомления о выявленных им в ходе осуществления контроля нарушениях не позднее трех рабочих дней со дня выявления указанных нарушений;

7) направлять в Банк России уведомления об изменении состава совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов специализированного депозитария, руководителя его филиала (руководителя отдельного структурного подразделения организации, осуществляющего деятельность специализированного депозитария) в течение пяти рабочих дней с даты наступления указанных событий;

8) использовать при взаимодействии с управляющей компанией, регистратором акционерного инвестиционного фонда, лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев, агентом по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев, а также с иными лицами при осуществлении деятельности на основании лицензии специализированного депозитария документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью;

9) соблюдать иные требования, предусмотренные законом и нормативными правовыми актами Банка России.

Специализированный депозитарий акционерного инвестиционного фонда (паевого инвестиционного фонда) не вправе приобретать акции (инвестиционные паи) этого фонда.

Договор со специализированным депозитарием прекращается:

1) по соглашению сторон с момента, предусмотренного таким соглашением;

2) в случае ликвидации акционерного инвестиционного фонда с момента завершения его ликвидации;

3) в случае прекращения паевого инвестиционного фонда с момента его прекращения;

4) в случае аннулирования лицензии у специализированного депозитария с момента вступления в силу решения об аннулировании лицензии;

5) в случае ликвидации специализированного депозитария с момента принятия решения о такой ликвидации;

6) в случае отказа одной стороны от договора с момента, предусмотренного договором;

7) по истечении срока договора.

Сведения о прекращении договора со специализированным депозитарием незамедлительно представляются акционерным инвестиционным фондом



или управляющей компанией паевого инвестиционного фонда в Банк России с указанием причин прекращения договора.

В случае прекращения договора со специализированным депозитарием последний обязан передать все имеющиеся у него документы, связанные с исполнением указанного договора, другому специализированному депозитарию, с которым акционерный инвестиционный фонд или управляющая компания заключили договор.

При отказе одной стороны от договора другая сторона должна быть уведомлена об этом не менее чем за три месяца до прекращения данного договора, если иной срок не предусмотрен федеральными законами.

Поскольку на негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды распространяются однотипные регулятивные требования, все функции и полномочия специализированных депозитариев, описанные в этом параграфе применительно к инвестиционным фондам, в полной мере распространяются и на негосударственные пенсионные фонды.

#### **4.6. УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ**

Управляющей компанией может быть только созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации акционерное общество или общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью.

Управляющая компания может использовать в своем наименовании слова «инвестиционный фонд», «акционерный инвестиционный фонд» или «паевой инвестиционный фонд» в сочетании со словами «управляющая компания».

Управление (доверительное управление) активами акционерного инвестиционного фонда и доверительное управление паевым инвестиционным фондом могут осуществляться только на основании лицензии управляющей компании. На основании указанной лицензии может также осуществляться доверительное управление иными активами в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Деятельность управляющей компании может быть совмещена только с деятельностью по управлению ценными бумагами, осуществляемой в соответствии с законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

Управляющая компания вправе производить инвестирование собственных средств, совершать сделки по передаче имущества в пользование, а также оказывать консультационные услуги в области инвестиций при соблюдении требований нормативных правовых актов Банка России по предупреждению конфликта интересов.

Управляющая компания должна обеспечить постоянное руководство своей текущей деятельностью. Полномочия единоличного исполнительного органа управляющей компании не могут быть переданы юридическому лицу.

В случае принятия решения о приостановлении или досрочном прекращении полномочий единоличного исполнительного органа управляющая компания обязана одновременно с принятием указанного решения принять решение об образовании соответственно временного единоличного исполнительного органа или нового единоличного исполнительного органа. При этом функции временного единоличного исполнительного органа могут осуществляться только лицом, которое состоит в штате работников управляющей компании либо входит в состав ее совета директоров (наблюдательного совета) или коллегиального исполнительного органа. Лицо, осуществляющее функции временного единоличного исполнительного органа управляющей компании, должно отвечать установленным законом требованиям.

Лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа управляющей компании, должно иметь высшее профессиональное образование и соответствовать установленным Банком России квалификационным требованиям и требованиям к профессиональному опыту.

Лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа управляющей компании, членом совета директоров (наблюдательного совета), коллегиального исполнительного органа и руководителем филиала управляющей компании не могут являться:

1) лица, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа финансовых организаций в момент совершения этими организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;

2) лица, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации;

3) лица, имеющие судимость за умышленные преступления.

Российская Федерация, субъекты Российской Федерации и муниципальные образования не вправе являться участниками управляющей компании.

Лицом, владеющим (осуществляющим доверительное управление) 5 % и более обыкновенных акций (долей) управляющей компании, не может быть:

1) юридическое лицо, у которого за совершение нарушения была аннулирована лицензия на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации;

2) юридическое лицо, у основных либо преобладающих обществ которого за совершение нарушения была аннулирована лицензия на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации;

3) физическое лицо, которое, в силу закона, не имеет права осуществлять функции единоличного исполнительного органа управляющей компании, быть членом совета директоров (наблюдательного совета), коллегиального исполнительного органа и руководителем филиала управляющей компании.

Лицо, владеющее (осуществляющее доверительное управление) 5 % и более обыкновенных акций (долей) управляющей компании, обязано уведомлять управляющую компанию и Банк России в порядке и сроки, которые установлены нормативными правовыми актами Банка России:

1) о приобретении в собственность или в состав имущества, находящегося у него в доверительном управлении, обыкновенных акций (долей) управляющей компании;

2) о своем соответствии (несоответствии) предъявляемым к нему требованиям.

Лицо, не направившее уведомление управляющей компании или не соответствующее требованиям, имеет право голоса только по голосующим акциям (долям) управляющей компании, не превышающим 5 % размещенных обыкновенных акций (долей) управляющей компании. При этом остальные акции (доли), принадлежащие этому лицу, при определении кворума для проведения общего собрания участников управляющей компании не учитываются.

Управляющая компания обязана организовать внутренний контроль за соответствием деятельности, осуществляемой на основании лицензии управляющей компании, требованиям федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом, иным договорам, заключенным управляющей компанией при осуществлении указанной деятельности, а также учредительным документам и внутренним документам управляющей компании (внутренний контроль).

Внутренний контроль должен осуществляться должностным лицом (контролером) или отдельным структурным подразделением управляющей компании (службой внутреннего контроля). Контролер (руководитель службы внутреннего контроля) назначается на должность и освобождается от должности на основании решения совета директоров (наблюдательного совета), а при его отсутствии — на основании решения общего собрания акционеров (участников) управляющей компании. Контролер (руководитель службы внутреннего контроля) подотчетен совету директоров (наблюдательному совету) или общему собранию акционеров (участников) управляющей компании.

Контролер (руководитель службы внутреннего контроля) должен иметь высшее профессиональное образование и соответствовать установленным Банком России квалификационным требованиям. Контролером (руководителем службы внутреннего контроля) и сотрудниками службы внутреннего контроля, осуществляющими внутренний контроль, не могут являться:

- 1) лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа;
- 2) лица, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа финансовых организаций в момент совершения этими организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;
- 3) лица, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации;
- 4) лица, имеющие судимость за умышленные преступления.

Правила организации и осуществления внутреннего контроля в управляющей компании (далее — правила внутреннего контроля) утверждаются советом директоров (наблюдательным советом), а при его отсутствии — общим собранием акционеров (участников) управляющей компании и подлежат регистрации Банком России.

Управляющая компания обязана действовать разумно и добросовестно при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей.

Обязанности управляющей компании:

- 1) передавать имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для учета и (или) хранения специализированному депозитарию, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;
- 2) передавать специализированному депозитарию незамедлительно с момента их составления или получения копии всех первичных документов в отношении имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;
- 3) представлять в Банк России отчетность в установленном им порядке;
- 4) раскрывать информацию об акционерном инвестиционном фонде и о паевом инвестиционном фонде в соответствии с законом, за исключением случаев, предусмотренных законом;
- 5) иметь сайт в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этой управляющей компании (сайт управляющей компании);

б) осуществлять учет операций с имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда и (или) активы паевого инвестиционного фонда, а также с иным имуществом, доверительное управление которым она осуществляет на основании лицензии управляющей компании, в порядке, установленном нормативными правовыми актами Банка России;

7) направлять в Банк России уведомление об изменении состава совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов управляющей компании в течение пяти рабочих дней со дня наступления указанных событий;

8) использовать документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью при взаимодействии с лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев (регистратором акционерного инвестиционного фонда), специализированным депозитарием, агентом по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев, а также с лицами, доверительное управление имуществом которых она осуществляет на основании лицензии управляющей компании, за исключением приобретателей и владельцев инвестиционных паев;

9) соблюдать иные требования, предусмотренные законом и нормативными правовыми актами Банка России.

Управляющая компания акционерного инвестиционного фонда вправе в случаях, предусмотренных федеральными законами, отказаться от исполнения своих обязанностей, предусмотренных законодательством об инвестиционных фондах и договором с акционерным инвестиционным фондом.

В случае отказа от исполнения своих обязанностей управляющая компания акционерного инвестиционного фонда обязана:

1) не менее чем за 60 дней до дня прекращения исполнения своих обязанностей в письменной форме уведомить об этом совет директоров (наблюдательный совет) акционерного инвестиционного фонда и Банк России;

2) в течение пяти рабочих дней со дня прекращения исполнения своих обязанностей передать все имеющиеся у нее документы, имущество (включая денежные средства), принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, вновь назначенной управляющей компании.

Решение о добровольной ликвидации управляющей компании не может быть принято до прекращения всех паевых инвестиционных фондов, доверительное управление которыми она осуществляет, и (или) до передачи прав и обязанностей по всем договорам доверительного управления, заключенным на основании лицензии управляющей компании, другой управляющей компании (другим управляющим компаниям).

Управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или активами паевого инвес-

тиционного фонда либо осуществляя функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, не вправе совершать следующие сделки или давать поручения на совершение следующих сделок:

1) по приобретению объектов, не предусмотренных законодательством об инвестиционных фондах, актами Банка России, инвестиционной декларацией акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда;

2) по безвозмездному отчуждению активов акционерного инвестиционного фонда или имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

3) в результате которых управляющей компанией принимается обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет активы акционерного инвестиционного фонда или паевой инвестиционный фонд, за исключением сделок, совершаемых на торгах организатора торговли на рынке ценных бумаг, при условии осуществления клиринга по таким сделкам;

4) по приобретению имущества, являющегося предметом залога или иного обеспечения, в результате которых в состав активов акционерного инвестиционного фонда или в состав паевого инвестиционного фонда включается имущество, являющееся предметом залога или иного обеспечения;

5) договоров займа или кредитных договоров, а также договоров репо. Указанное правило не распространяется на случаи получения денежных средств для обмена или погашения инвестиционных паев при недостаточности денежных средств, составляющих этот паевой инвестиционный фонд, и заключения договоров репо в случаях, установленных нормативными правовыми актами Банка России. При этом совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по всем договорам займа и кредитным договорам не должен превышать 20 % стоимости чистых активов этого паевого инвестиционного фонда. Срок привлечения заемных средств по каждому договору займа и кредитному договору (включая срок продления) не может превышать шести месяцев;

6) по приобретению имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, и имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных законодательством об инвестиционных фондах;

7) по отчуждению имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда или паевой инвестиционный фонд, в состав имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, или в состав имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного

исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных законодательством об инвестиционных фондах;

8) по приобретению ценных бумаг, выпущенных (выданных) ее участниками, основным и преобладающим хозяйственными обществами участника, ее дочерними и зависимыми обществами, специализированным депозитарием, аудитором акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда, регистратором акционерного инвестиционного фонда, лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев, либо долей в уставном капитале любого из указанных лиц, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;

9) по приобретению имущества, принадлежащего этой управляющей компании, ее участникам, основным и преобладающим хозяйственным обществам участника, ее дочерним и зависимым обществам, либо по отчуждению имущества указанным лицам, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;

10) по приобретению имущества у специализированного депозитария, оценщика и аудитора, с которыми управляющей компанией заключены договоры в соответствии с законом, владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда, доверительное управление которым осуществляет эта управляющая компания, либо по отчуждению имущества указанным лицам, за исключением случаев выдачи инвестиционных паев указанным владельцам и иных случаев, предусмотренных законодательством;

11) по приобретению ценных бумаг, выпущенных (выданных) этой управляющей компанией, а также акционерным инвестиционным фондом, активы которого находятся в доверительном управлении этой управляющей компании или функции единоличного исполнительного органа которого осуществляет эта управляющая компания.

Управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда либо осуществляя функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, вправе при условии соблюдения установленных нормативными правовыми актами Банка России требований, направленных на ограничение рисков, заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Управляющая компания не вправе:

1) приобретать акции акционерного инвестиционного фонда, активы которого находятся в ее доверительном управлении или функции единоличного исполнительного органа которого она исполняет, а также инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда, находящегося в ее доверительном управлении;



2) распоряжаться активами акционерного инвестиционного фонда или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, без предварительного согласия специализированного депозитария, за исключением сделок, совершаемых на торгах фондовой биржи или иного организатора торговли на рынке ценных бумаг;

3) распоряжаться денежными средствами (ценными бумагами), находящимися на транзитном счете (транзитном счете депо), а также иным имуществом, переданным в оплату инвестиционных паев и не включенным в состав паевого инвестиционного фонда, без предварительного согласия специализированного депозитария;

4) использовать имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, для обеспечения исполнения собственных обязательств или обязательств третьих лиц, а также имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для обеспечения исполнения собственных обязательств, не связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, или для обеспечения исполнения обязательств третьих лиц;

5) взимать проценты за пользование денежными средствами управляющей компании, предоставленными для выплаты денежной компенсации владельцам инвестиционных паев или для проведения обмена инвестиционных паев, в случаях, предусмотренных законодательством об инвестиционных фондах.

Ограничения на совершение сделок, установленные пп. 6, 7, 9 и 10, не применяются, если:

1) сделки с ценными бумагами совершаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг на основе заявок на покупку (продажу) по наилучшим из указанных в них ценам при условии, что заявки адресованы всем участникам торгов и информация, позволяющая идентифицировать подавших заявки участников торгов, не раскрывается в ходе торгов другим участникам;

2) сделки совершаются с ценными бумагами, входящими в состав паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого могут быть обменены на инвестиционные паи другого фонда, в состав которого приобретаются указанные ценные бумаги.

Ограничения на совершение сделок, установленные пп. 8, не применяются, если указанные сделки:

1) совершаются с ценными бумагами, включенными в котировальные списки российских фондовых бирж;

2) совершаются при размещении дополнительных ценных бумаг акционерного общества при осуществлении управляющей компанией права акционера на преимущественное приобретение акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции этого акционерного общества;

3) являются сделками по приобретению акций (долей) в хозяйственных обществах, которые на момент совершения сделок являлись зависимыми (дочерними) хозяйственными обществами управляющей компании в силу приобретения последней указанных акций (долей) в имущество, составляющее активы акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда.

Ограничение на совершение сделок, установленное пп. 3, не применяется к сделкам по отчуждению имущества, совершаемым управляющей компанией, осуществляющей функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда или действующей в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого ограничены в обороте.

Ограничения на совершение сделок, установленные пп. 5 и 8, не применяются к сделкам, совершаемым управляющей компанией, осуществляющей функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда или действующей в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого ограничены в обороте, в случаях, установленных Банком России.

Ограничения на совершение сделок с владельцами инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, установленные подпунктом 10, не применяются к сделкам, совершаемым управляющей компанией, осуществляющей функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда или действующей в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого ограничены в обороте, в случаях, установленных Банком России.

По сделкам, совершенным в нарушение указанных требований, управляющая компания обязывается перед третьими лицами лично и отвечает только принадлежащим ей имуществом.

Вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, выплачиваются за счет имущества акционерного инвестиционного фонда и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и их сумма не должна превышать 10 % среднегодовой стоимости чистых активов акционерного инвестиционного фонда и чистых активов паевого инвестиционного фонда. Порядок расчета среднегодовой стоимости чистых активов акционерного инвестиционного фонда и чистых активов паевого инвестиционного фонда определяется Банком России.

Размер вознаграждения управляющей компании и (или) порядок его определения, а также перечень расходов, связанных с доверительным управлением активами акционерного инвестиционного фонда или паевым инвестиционным фондом, предусматриваются договором управляющей компании с акционерным инвестиционным фондом или правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Вознаграждение управляющей компании может быть установлено в виде фиксированной суммы или доли среднегодовой стоимости чистых активов акционерного инвестиционного фонда (паевого инвестиционного фонда) и (или) доли дохода от управления акционерным инвестиционным фондом (доверительного управления паевым инвестиционным фондом). Размер вознаграждения управляющей компании, определяемого как доля дохода от управления акционерным инвестиционным фондом (дохода от доверительного управления паевым инвестиционным фондом), не может превышать 20 % указанного дохода, порядок расчета которого устанавливается нормативными правовыми актами Банка России.

В случае если акции акционерного инвестиционного фонда или инвестиционные паи ограничены в обороте, общие правила о вознаграждении не применяются. При этом порядок определения размера вознаграждения управляющей компании устанавливается инвестиционной декларацией акционерного инвестиционного фонда или правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом в соответствии с требованиями нормативных правовых актов Банка России.

Расходы, связанные с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, оплачиваются за счет указанного имущества. Перечень таких расходов устанавливается нормативными правовыми актами Банка России. Оплата и возмещение иных расходов, понесенных управляющей компанией в связи с доверительным управлением активами акционерного инвестиционного фонда или паевым инвестиционным фондом, за счет активов акционерного инвестиционного фонда или имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, соответственно не допускаются.

Уплата неустойки и возмещение убытков, возникших в результате неисполнения обязательств по договорам, заключенным управляющей компанией в качестве доверительного управляющего паевым инвестиционным фондом или активами акционерного инвестиционного фонда, осуществляются за счет собственного имущества управляющей компании.

## Глава 5

# РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ И ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

### 5.1. ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Итак, в очередной раз необходимо акцентировать внимание на том, что финансовый рынок — это рынок особого товара, представленного ценными бумагами и финансовыми инструментами, которые неразрывно связаны с финансовой услугой.

Традиционно при рассмотрении объектов финансового рынка оперируют терминами «финансовые инструменты» и «финансовые услуги», опуская или вообще не используя при этом термин «финансовые активы». Дело в том, что тенденцией последних лет явилось стремление под категорией «финансовые инструменты» обобщить всю совокупность товарной номенклатуры финансовых рынков. Между тем нужно понимать, что финансовый актив играет на финансовом рынке первостепенное значение и указание на него является принципиальным. Это обусловлено тем, что финансовый актив представляет собой один из классических (базисных) объектов рынка — ценную бумагу, деньги, валюту, страховую защиту и т. д. В отличие от финансового актива финансовый инструмент всегда имеет производную природу или синтетический характер. Более того, в системе нормативно-правового регулирования финансовые активы и финансовые инструменты также отграничиваются друг от друга. При дальнейшем рассмотрении отдельных ценных бумаг и производных финансовых инструментов мы будем использовать объединяющие термины: «товарные объекты», «финансовые активы», «финансовые инструменты».

Все товарные объекты финансового рынка имеют некие общие характеристики, которые позволяют объединить их внутри классификационных групп. При этом используются разнообразные классификационные критерии.

По периоду обращения выделяют следующие виды товарных объектов:

— краткосрочные финансовые активы и инструменты — товарные объекты с периодом обращения до одного года;

— долгосрочные финансовые активы и инструменты — товарные объекты с периодом обращения более одного года. К этому виду финансовых активов и инструментов относятся и так называемые бессрочные финансовые активы и инструменты, конечный срок погашения которых не установлен. Финансовые активы и инструменты данного вида обслуживают операции на рынке капитала.

По характеру обязательств эмитента финансовые активы и инструменты подразделяются на три подгруппы:

1) активы и инструменты, последующие финансовые обязательства по которым не возникают. Они являются, как правило, предметом осуществления самой финансовой операции и при их передаче покупателю не несут дополнительных финансовых обязательств со стороны продавца (например, валюта, золото и т. п.);

2) долговые финансовые активы и инструменты. Эти активы и инструменты характеризуют кредитные отношения между их покупателем и продавцом, обязывают должника погасить в предусмотренные сроки их номинальную стоимость и заплатить дополнительное вознаграждение в виде процента (если оно не входит в состав погашаемой номинальной стоимости долгового финансового актива и инструмента). Примером долговых финансовых активов и инструментов выступают облигации, векселя, чеки и т. п.;

3) долевые финансовые активы и инструменты. Такие финансовые активы и инструменты подтверждают право их владельца на долю в уставном фонде компании-эмитента и на получение соответствующего дохода (в форме дивиденда, процента и т. п.). Долевыми финансовыми активами и инструментами являются, как правило, ценные бумаги соответствующих видов: акции, инвестиционные паи и т. п.

По характеру возникновения финансовых обязательств классифицируют базисные активы и производные инструменты.

Базисные финансовые активы — это такие финансовые активы, которые характеризуются выпуском их в обращение первичным эмитентом и подтверждают прямые имущественные или обязательственные права.

Производные финансовые инструменты (деривативы) характеризуют исключительно синтетический или синтезированный товарный объект, подтверждающий право или обязательство их владельца купить или продать обращаю-

щиеся базисные активы (ценные бумаги, валюта, товары или нематериальные активы) на заранее определенных условиях в будущем. Такие финансовые инструменты используются для проведения спекулятивных финансовых операций и операций страхования ценового риска (хеджирования). В зависимости от состава базисных финансовых активов, по отношению к которым они выпущены в обращение, деривативы подразделяются на фондовые, валютные, страховые, товарные и т. п. Основными видами деривативов являются опционы, свопы, фьючерсные и форвардные контракты.

По гарантированности уровня доходности финансовые активы и инструменты подразделяются на товарные объекты с фиксированным и неопределенным доходом.

Финансовые активы и инструменты с фиксированным доходом — это активы и инструменты с гарантированным уровнем доходности при их погашении (или в течение периода их обращения) вне зависимости от конъюнктурных колебаний ставки ссудного процента (нормы прибыли на капитал) на финансовом рынке.

Финансовые активы и инструменты с неопределенным доходом — это активы и инструменты, уровень доходности которых может изменяться в зависимости от финансового состояния эмитента (обыкновенные акции) или в связи с изменением конъюнктуры финансового рынка, как, например, долговые финансовые активы и инструменты с плавающей процентной ставкой, привязанной к установленной учетной ставке, курсу определенной (твердой) иностранной валюты и т. п.

По уровню риска выделяют пять подгрупп финансовых активов и инструментов.

*Первая* — безрисковые финансовые активы и инструменты. К ним относят обычно государственные краткосрочные ценные бумаги, краткосрочные депозитные сертификаты наиболее надежных банков, «твердую» иностранную валюту, золото и другие ценные металлы, приобретенные на короткий период.

Термин «безрисковые» является в определенной мере условным, так как потенциальный финансовый риск несет в себе любой из перечисленных видов финансовых активов и инструментов; они служат лишь для формирования точки отсчета измерения уровня риска по другим финансовым активам и инструментам.

*Вторая* — финансовые активы и инструменты с низким уровнем риска. Как правило, это группа краткосрочных долговых финансовых активов и инструментов, обслуживающих рынок денег, выполнение обязательств по которым гарантировано устойчивым финансовым состоянием и надежной репутацией заемщика («первоклассный заемщик»).

*Третья* — финансовые активы и инструменты с умеренным уровнем риска. Подгруппа финансовых активов и инструментов, уровень риска по которым примерно соответствует среднерыночному.

*Четвертая* — финансовые активы и инструменты с высоким уровнем риска. К ним относятся финансовые активы и инструменты, уровень риска по которым существенно превышает среднерыночный.

*Пятая* — финансовые активы и инструменты с очень высоким уровнем риска («спекулятивные»). Такие финансовые активы и инструменты используются обычно для осуществления наиболее рискованных спекулятивных операций на финансовом рынке. Примером таких высокорискованных финансовых активов и инструментов являются акции венчурных (рисковых) предприятий; облигации с высоким уровнем процента, эмитированные предприятием, находящимся в кризисном финансовом состоянии; опционные и фьючерсные контракты и т. п.

Приведенная классификация отражает деление финансовых активов и инструментов лишь по наиболее существенным (общим) критериям. Каждая из описанных групп финансовых активов и инструментов, в свою очередь, классифицируется по отдельным специфическим признакам, отражающим особенности их выпуска, обращения и погашения.

Конкретные виды финансовых активов и финансовых инструментов формируются в разрезе сегментов финансовых рынков.

***Товарные объекты кредитного рынка*** — это деньги и расчетные документы, обращающиеся на денежном рынке. К основным видам товарных объектов кредитного рынка относятся активы, инструменты и обязательства, вытекающие из займа, кредита, банковского вклада (депозита), банковского счета, поручительства и банковской гарантии либо представленные денежными активами, чеками, аккредитивами, векселями, залоговыми документами и т. д. Помимо этого сюда нередко относят активы, инструменты и обязательства, вытекающие из факторинга и лизинга.

Займ, согласно российскому гражданскому законодательству, представляет собой соглашение, в рамках которого одна сторона (заимодавец) передает в собственность другой стороне (заемщику) деньги или другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить заимодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей такого же рода и качества. Тут необходимо пояснить, что к сфере финансового рынка относятся только те заемные отношения, предметом которых является финансовый актив, т. е. деньги, ценные бумаги и т. д. Также стоит отметить, что независимо от экономического характера предмета заемных отношений передать в займ индивидуально-определенную вещь с точки зрения юриспруден-



ции нельзя, а с точки зрения экономики невозможно. Например, деньги — это вещь (имущество), определенная родовыми признаками, а банкнота — вещь индивидуально определенная, поскольку помимо родовых признаков (валюта, номинал и т. д.) имеет и индивидуальные признаки (серийный номер). При заимствовании индивидуально-определенной вещи отсутствует экономическая целесообразность, ведь на заемщике лежит обязательство возвратить вещь такого же рода и качества. В случае с индивидуально-определенной вещью, во-первых, заемщик не сможет использовать ее экономические свойства и задействовать ее в экономическом обороте; во-вторых, заемщик должен возвратить не аналогичную, а именно эту вещь.

Кредит представляет собой особую вариацию займа. К числу его особенностей относится то, что к нему применяется обязательное требование о письменной форме юридического оформления. Также он имеет ограничения: по статусу выпускающего субъекта — кредитором должен выступать банк или иная кредитная организация; по предмету — предметом могут быть только деньги. Также отличительным элементом кредита является его безусловный возмездный характер, предопределенный обязательным условием о процентах за пользование кредитными ресурсами.

**Банковский вклад (депозит).** Согласно российскому гражданскому законодательству по договору банковского вклада (депозита) одна сторона (банк), принявшая поступившую от другой стороны (вкладчика) или поступившую для нее денежную сумму (вклад), обязуется возвратить сумму вклада и проценты на условиях и в порядке, предусмотренных договором. Очень часто депозит рассматривают как отношения, обратные кредиту, поскольку здесь в роли заемщика выступает вкладчик, а в роли кредитора — банк.

По общему правилу депозитные отношения фиксируются в форме договора. К специфической форме фиксации относится именная сберегательная книжка. Помимо этого депозитные отношения следуют из таких финансовых активов, как сберегательный и депозитный сертификат<sup>35</sup>.

**Договор банковского счета.** По договору банковского счета банк обязуется принимать и зачислять поступающие на счет, открытый клиенту (владельцу счета), денежные средства, выполнять распоряжения клиента о перечислении и выдаче соответствующих сумм со счета и о проведении других операций по счету.

**Поручительство и банковская гарантия.** По поручительству поручитель обязуется перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним

---

<sup>35</sup> В соответствии со ст. 844 ГК РФ указанные финансовые активы являются ценными бумагами.

его обязательств полностью или частично. Поручительство, по которому обязательства принимает на себя кредитная организация, именуется банковской гарантией. Иными словами, суть этих финансовых инструментов сводится к тому, что при неисполнении должником своих обязательств у поручителя (гаранта) немедленно возникает финансовое обязательство погасить долг, а у кредитора — финансовое требование к поручителю (гаранту).

**Чеки.** Представляют собой денежный документ установленной формы, содержащий приказ владельца текущего счета в банке (или другом кредитно-финансовом институте) о выплате при его предъявлении обозначенной в нем суммы денег. Различают *именной чек* (без права передачи и индоссамента), *чек на предъявителя* (который не требует передаточной надписи при его передаче другому владельцу) и *ордерный чек* (переводной чек, который может быть передан другому владельцу с помощью передаточной надписи — индоссамента).

**Аккредитивы.** Представляют собой денежное обязательство коммерческого банка, выдаваемое им по поручению клиента-покупателя, произвести расчет в пользу покупателя или другого коммерческого банка в пределах определенной в нем суммы против указанных документов. Различают отзывные и безотзывные аккредитивы, а также аккредитивы простые и переводные.

**Векселя.** Представляют собой безусловное денежное обязательство должника или требование кредитора уплатить после наступления обозначенного в нем срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю). В современной практике используются следующие виды векселей: коммерческий (оформляющий расчетное денежное обязательство покупателя продукции по товарному кредиту); банковский (или финансовый) (оформляющий денежное обязательство коммерческого банка или другого кредитно-финансового института по полученному финансовому кредиту). При совершении финансовых операций на кредитном рынке могут применяться процентный вексель (выписанный на номинальную сумму долга и предусматривающий начисление процента на эту сумму в размере, согласованном сторонами вексельной сделки); дисконтный вексель (доход по такому векселю составляет разница между его номинальной стоимостью и ценой его приобретения).

**Залоговые документы** — оформленное долговое обязательство, обеспечивающее полученный финансовый или коммерческий кредит в форме залога или заклада. В случае нарушения заемщиком условий кредитного соглашения владелец этого долгового обязательства имеет право продать его в счет погашения долга или получить оговоренную в нем собственность.

**Товарные объекты рынка ценных бумаг** — это разнообразные ценные бумаги и производные инструменты, обращающиеся на этом рынке. Состав

ценных бумаг и производных инструментов по их видам, особенностям эмиссии и обращения утверждается соответствующими нормативно-правовыми актами.

В соответствии с российским законодательством ценной бумагой признаются документы, соответствующие установленным законодательством требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги), а также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии с законодательством (бездокументарные ценные бумаги).

В настоящее время согласно действующему законодательству существуют следующие виды ценных бумаг:

- 1) акция;
- 2) вексель;
- 3) закладная;
- 4) инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда;
- 5) коносамент;
- 6) облигация;
- 7) чек;
- 8) иные финансовые активы, отнесенные к ценным бумагам законодательством или признанные ценными бумагами в установленном законодательством порядке.

Перечень видов ценных бумаг является открытым, поскольку Гражданский кодекс РФ указывает, что законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке к числу ценных бумаг могут быть отнесены также и другие документы.

Ценные бумаги могут классифицироваться в зависимости от целой совокупности общих критериев.

*По критерию природы и характера финансовых активов и инструментов* существующие в современной мировой практике ценные бумаги делятся на два больших класса:

- 1) основные ценные бумаги;
- 2) производные ценные бумаги (производные инструменты, деривативы).

**Основные ценные бумаги** — это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разбить на две подгруппы:

- 1) первичные ценные бумаги, основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги, например, акции, облигации, векселя;

2) вторичные ценные бумаги — ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг, например опцион эмитента, облигации, обеспеченные ценными бумагами, депозитарные расписки, подписные права на акции и др. В соответствии с законодательством РФ к ценным бумагам относятся только опцион эмитента и облигации, обеспеченные ценными бумагами.

**Производные ценные бумаги** (производные инструменты, деривативы) — это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе этих инструментов актива, который называется базисным активом. К производным инструментам относятся фьючерсы (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и опционные контракты, свопы. Базовый актив может быть инструментом как финансового, так и товарного рынков. Следует отметить, что не во всех странах деривативы относятся к ценным бумагам.

В зависимости от *способа фиксации прав управомоченного лица по ценной бумаге* их можно разделить на следующие виды:

— **ценные бумаги на предъявителя** (предъявительские ценные бумаги). Права, удостоверенные предъявительской ценной бумагой, принадлежат предъявителю ценной бумаги;

— **именные ценные бумаги**. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, принадлежат названному в ценной бумаге лицу;

— **ордерные ценные бумаги**. Права, удостоверенные ордерной ценной бумагой, принадлежат названному в ценной бумаге лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим приказом другое управомоченное лицо.

*По способу выпуска* ценные бумаги подразделяются на эмиссионные и неэмиссионные.

**Эмиссионные ценные бумаги** — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: 1) закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленной формы; 2) размещается выпусками; 3) имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценных бумаг; 4) требуется государственная регистрация выпуска.

К эмиссионным ценным бумагам относятся государственные облигации, облигации, акции, опционы эмитента и жилищные сертификаты. Эмиссионные ценные бумаги обладают родовыми признаками и могут быть объектом договора займа.

**Неэмиссионные ценные бумаги** — все остальные виды ценных бумаг. Неэмиссионные ценные бумаги обладают видовыми признаками, выпускаются и обращаются в «штучном» порядке и закрепляют за их обладателем индивидуальный объем прав.

По форме выпуска ценные бумаги делятся на документарные и бездокументарные.

**Документарные ценные бумаги** — это бумаги, которые выпускаются в виде отдельного документа на бумажном носителе. Объем прав, удостоверенных ценной бумагой, указывается в самом документе. К документарной форме выпуска относят форму выпуска эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо. В этом случае права, закрепленные ценной бумагой, удостоверяются сертификатом и решением о выпуске.

**Бездокументарные ценные бумаги** — это бумаги, в которых форма фиксации прав (а также форма хранения и передачи информации, содержащейся в ценной бумаге) осуществляется с помощью электронных носителей. Лицо, осуществляющее фиксацию прав в бездокументарной форме, обязано по требованию обладателя права выдать ему документ, свидетельствующий о закрепленном праве. При бездокументарной форме выпуска права закрепляются только решением о выпуске.

Документарные и бездокументарные ценные бумаги можно подразделить на следующие подгруппы:

- 1) предъявительские документарные (документарные на предъявителя) (например, простое складское свидетельство);
- 2) именные документарные (например, жилищный сертификат);
- 3) именные бездокументарные (например, акция);
- 4) ордерные документарные (например, вексель).

Действующее законодательство определяет следующие возможные формы эмиссионных ценных бумаг:

- 1) предъявительские документарные (документарные на предъявителя) (например, облигация);
- 2) именные бездокументарные (например, акция, облигация, опцион эмитента);
- 3) именные документарные — в случаях, предусмотренных федеральными законами (например, государственные облигации ГКО).

В зависимости от выпускавшего лица ценные бумаги делятся на *публичные* (государственные и муниципальные) и *частные*.

В зависимости от вида удостоверяемых имущественных прав ценные бумаги делятся на следующие группы:

— **долговые.** Удостоверяют отношения займа и право требования возврата долга и уплаты процентов за пользование займом. К долговым ценным бумагам относятся государственная и муниципальная облигация, облигация, в том числе жилищный сертификат, вексель, закладная. Часть долговых ценных бумаг, к которой относится ипотечная облигация, облигация с ипотечным покрытием и закладная, обеспеченная ипотекой, входят в группу ипотечных ценных бумаг, т. е. ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и/или ипотечными кредитами;

— **долевые.** Удостоверяют право на долю (в том числе в будущем) в праве собственности на имущество, а также право на долю в прибыли. К долевым ценным бумагам относятся акции, инвестиционные паи и ипотечный сертификат участия;

— **вкладные.** Удостоверяют право истребования денежного вклада, внесенного в банк или другое финансово-кредитное учреждение на определенных условиях, и процентов по вкладу. К вкладным ценным бумагам относятся депозитный и сберегательный сертификаты, чек;

— **запродажные.** Удостоверяют право требований действий по заключению договора купли-продажи определенного предмета по условленной цене. К запродажным ценным бумагам относятся опцион эмитента и приватизационные ценные бумаги;

— **товарораспорядительные.** Удостоверяют право истребования индивидуализированной вещи или определенной доли из некоторой индивидуализированной массы однородных вещей. К товарораспорядительным ценным бумагам относят коносамент, а также простое и двойное складское свидетельство.

Стоит еще раз отметить, что приведенная классификация носит общий теоретический характер. Между тем наибольшее практическое значение имеет классификация ценных бумаг по их конкретным видам и подвидам.

Начать необходимо с основного финансового инструмента, обращающегося на рынке ценных бумаг, а именно с акции. Ею признается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция выпускается в бездокументарной форме и является именно ценной бумагой. В зависимости от объема и порядка реализации прав акции бывают следующих видов: размещенные и объявленные, обыкновенные и привилегированные, кумулятивные и конвертируемые (рис. 2).

Владельцы **обыкновенных акций** в соответствии с федеральным законодательством и уставом общества имеют право участвовать в общем собрании

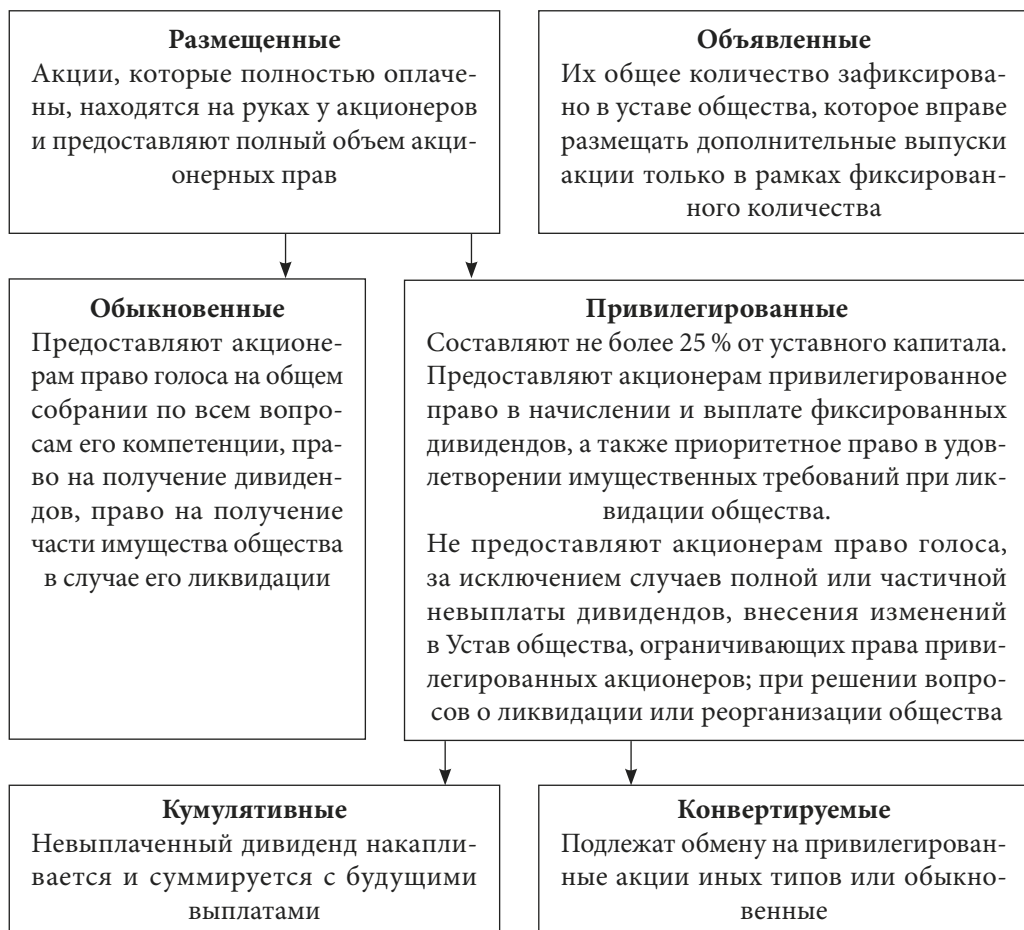


Рис. 2. Виды акций

акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества — право на получение части его имущества.

Владельцы **привилегированных акций** не имеют права голоса на общем собрании акционеров, за исключением случаев, определенных законом. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам — их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества. Размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа, должны быть определены в уставе общества. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной



стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Виды и порядок выпуска акций, порядок создания и деятельности акционерных обществ, защита прав и интересов акционеров регулируются ГК РФ и Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ.

Следующей ценной бумагой является облигация, которой признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации является процент и/или дисконт.

Облигации классифицируются на подвиды по различным основаниям.

В зависимости *от способа выплаты* процентов:

1. Процентные облигации:

- купонные облигации (облигации с периодическими выплатами купона);
- облигации с кумулятивным купоном (при погашении инвестор получает номинальную стоимость облигации и совокупный купонный доход).

2. Бескупонные (дисконтные) облигации (облигации с нулевым купоном).

При выпуске бескупонных облигаций доход по ним выплачивается, как правило, в форме разницы между номиналом облигации и ценой ее размещения.

В зависимости *от способа формирования дохода*:

1. Облигации с фиксированным купоном (ставка купона не изменяется):

- облигации с постоянным номиналом;
- облигации с нарастающим номиналом (номинал облигации индексируется).

2. Облигации с плавающим купоном (номинал не изменяется):

- облигация с индексируемым купоном;
- облигации с аукционным определением купона.

3. Индексируемые облигации (изменяются номинал и купон). Основой для индексации является изменение базового индикатора. Базовым индикатором могут быть инфляционный ценовой индекс, ставка рефинансирования, доходность государственных бумаг. Эмитент привязывает купонные платежи (проценты) и/или основную сумму долга (сумма к погашению) к этому индикатору.

В зависимости *от характера эмитента*:

1. Государственные (федеральные и субфедеральные) облигации.

2. Муниципальные облигации.
3. Облигации государственных учреждений.
4. Коммерческие (корпоративные и банковские) облигации.
5. Облигации иностранных эмитентов.

В зависимости от варианта фиксации права управомоченного лица на ценную бумагу:

1. Именные облигации. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат названному в облигации лицу.

2. Облигации на предъявителя. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат предъявителю облигации.

3. Облигация с отрывным купоном. Права, удостоверенные облигацией, принадлежат названному в облигации лицу, а права, удостоверенные купоном, принадлежат предъявителю купона.

*По способу погашения номинала:*

1. Облигации с погашением номинала разовым платежом в конце срока.

2. Облигации с распределением погашения во времени (облигации с аннуитетом). Это облигации не с единовременным, а постепенным погашением. Под аннуитетом понимается современная стоимость серии регулярных выплат, производимых с определенной периодичностью в течение срока, установленного условиями выпуска. Аннуитеты могут быть с постоянной и переменной величиной выплат. Периодичность текущих выплат определяется условиями выпуска.

3. Облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы).

*В зависимости от возможности досрочного погашения:*

1. Облигации с запретом досрочного выкупа (облигации без права досрочного отзыва эмитентом). Погашаются полностью в момент истечения срока действия.

2. Облигации с правом досрочного выкупа:

— отзывные облигации (облигации с call-опционом). Это облигации с возможностью их выкупа эмитентом до наступления срока погашения. Облигации с двумя датами погашения являются разновидностью отзывных облигаций и имеют две даты, между которыми эмитент должен произвести погашение;

— облигации с правом досрочного погашения (облигации с put-опционом, облигации с офертой). Они предоставляют право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее оговоренной стоимости. При эмиссии облигаций с офертой эмитент (или иной гарант, например, инвестиционный банк) берет на себя обязательство, что в определенные даты он выкупит любое число предъявленных ему облигаций

по заранее определенной цене, периодически публикует оферту, в которой обязуется выкупить облигации в строго оговоренный срок;

— облигации с правом досрочно выкупа с двух сторон.

В зависимости *от возможности продления срока*:

1. Непродлеваемые облигации.

2. Продлеваемые (продлонгируемые) облигации. Предоставляют возможность продления срока своего обращения. При этом:

— право на продление срока имеет эмитент;

— право на продление имеет инвестор; данный тип облигации похож на облигации с put-опционом, только в данном случае инвестор имеет право не досрочно погасить облигацию с большим сроком до погашения, а, наоборот, продлить срок действия облигации с небольшим сроком до погашения.

В зависимости *от срока погашения* (мировая практика):

1. Краткосрочные (1–5 лет).

2. Среднесрочные (5–12 лет).

3. Долгосрочные (12–30 лет).

4. Бессрочные:

— с put-опционом (инвестор имеет возможность в определенные моменты погасить облигацию);

— с call-опционом (эмитент имеет возможность в определенные моменты выкупить облигацию).

*По степени обеспеченности:*

1. Необеспеченные облигации.

2. Обеспеченные облигации:

— облигации с залоговым обеспечением, в том числе с ипотекой или ипотечным покрытием; предмет залога могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество;

— облигации, обеспеченные поручительством;

— облигации, обеспеченные банковской гарантией (срок, на который выдается банковская гарантия, должен не менее чем на 6 месяцев превышать дату (срок окончания) погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией);

— облигации, обеспеченные государственной или муниципальной гарантией.

*По характеру обращения:*

1. Неконвертируемые.

2. Конвертируемые (по желанию владельца могут быть обращены (конвертированы) в определенное количество акций того же или другого эмитента).

*По формам возмещения суммы займа:*

1. Возмещаемые в денежной форме.

2. Натуральные (товарные) займы, погашаются определенным видом товара или услугами повышенного спроса; по сути, это срочная сделка с оплатой на условиях коммерческого кредита. Например, автомобильные облигации, телефонные облигации, активно выпускающиеся региональными отделениями электросвязи в период с 1995 по 1999 г. Возможность погашения облигаций имуществом предусмотрена стандартами эмиссии ценных бумаг. Возможность погашения облигаций услугами не предусмотрена в настоящее время российским законодательством.

3. Облигации с оплатой по выбору. Владелец облигации может получать процентный доход наличными денежными средствами или облигациями новых выпусков.

В зависимости от валюты займа:

1. Облигации, номинированные в валюте РФ.
2. Облигации, номинированные в иностранной валюте.

Из перечисленных подвидов облигаций особой конкретизации требуют государственные и муниципальные облигации, жилищные сертификаты, ипотечные облигации.

Данный вид ценных бумаг отличается от всех других тем, что их эмитентами являются Российская Федерация или субъекты РФ и муниципальные образования в лице органов исполнительной власти или исполнительного органа местного самоуправления.

Правовое регулирование отношений по госзайму осуществляется не только ГК РФ, но и Бюджетным кодексом РФ.

Государственные и муниципальные ценные бумаги удостоверяют право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бумаг денежных средств или, в зависимости от условий эмиссии этих ценных бумаг, иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями указанной эмиссии.

Эмитентом ценных бумаг РФ является федеральный орган исполнительной власти, к функциям которого решением Правительства РФ отнесено составление и/или исполнение федерального бюджета.

Следующим видом ценных бумаг, которым стоит уделить внимание, являются ипотечные бумаги.

**Ипотечные ценные бумаги** — облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.

**Облигация с ипотечным покрытием** — облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или в части залогом ипотечного покрытия;

**Ипотечный сертификат участия** — именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное по-

крытие, 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 соответствующим законодательством. Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте РФ или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество.

Достаточно специфичным финансовым активом является 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. Опцион эмитента является именной ценной бумагой.

Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом цена размещения акций во исполнение требований по опционам эмитента определяется в соответствии с ценой, определенной в таком опционе.

Чуть ранее обращалось внимание на сберегательные и депозитные сертификаты. Сберегательный и депозитный сертификат — это именные документарные ценные бумаги, удостоверяющие факт внесения вкладчиком в банк суммы вклада на условиях, указанных в соответствующем сертификате, и право владельца такого сертификата на получение по истечении установленного сертификатом срока суммы вклада и обусловленных сертификатом процентов в банке, выдавшем сертификат.

Если владельцем сберегательного сертификата может быть только физическое лицо, то владельцем депозитного сертификата — только юридическое лицо.

Такому товарному объекту, как депозитарная расписка, нужно уделить особое внимание.

**Российская депозитарная расписка** — это именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представля-

емых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, указанная ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей.

Эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством РФ, отвечающий установленным нормативными правовыми актами Банка России требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществляющий депозитарную деятельность не менее трех лет.

Вообще такой товарный объект, как депозитарная расписка, достаточно известный и широко используемый инструмент. В то же время как российский инструмент депозитарная расписка является для инвестора сравнительно новым объектом для инвестиций. Это обусловлено тем, что первые депозитарные расписки были эмитированы в 20-х гг. прошлого века, в то время как российская депозитарная расписка впервые была эмитирована лишь в конце прошлого десятилетия.

Таким образом, на сегодняшний день основу сектора депозитарных расписок на финансовом рынке составляют американские (ADR)<sup>36</sup> и глобальные (GDR)<sup>37</sup> депозитарные расписки. При этом стоит отметить, что закрепление в наименовании депозитарной расписки фактора национальной или глобальной принадлежности указывает на ту юрисдикцию, в которой они выпускаются и преимущественно обращаются.

Соответственно депозитарная расписка есть именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости; удостоверяющая право собственности на определенное количество ценных бумаг, выпущенных эмитентом, который по отношению к юрисдикции обращения расписок зарегистрирован в иностранной юрисдикции; закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента расписок получения взамен нее соответствующего количества ценных бумаг, лежащих в ее основе, и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

Технически процесс выпуска депозитарных расписок сводится к тому, что ценная бумага (акция) иностранной компании передается на депозитарное хранение банку-кастодиану, находящемуся в стране их выпуска. После этого

---

<sup>36</sup> ADR — American Depositary Receipt.

<sup>37</sup> GDR — Global Depositary Receipt.

банк-депозитарий, находящийся в иностранной юрисдикции, осуществляет выпуск и размещение депозитарных расписок среди инвесторов, функционирующих в одной с ним юрисдикции.

Основные правомочия владельца депозитарной расписки сводятся к обладанию следующими правами:

- правом получать дивиденды в валюте страны обращения депозитарных расписок;

- правом участвовать в собраниях акционеров компании — эмитента акций, лежащих в основе депозитарной расписки, или передавать право голоса по доверенности;

- правом получать информацию об итогах финансово-хозяйственной деятельности (годовые отчеты) компании — эмитента акций, лежащих в основе депозитарной расписки.

Для обеспечения прав владельца депозитарных расписок банки, участвующие в процессе их выпуска, выполняют распределенные между ними функции.

К функциям банка-кастоди относятся:

- учет и перерегистрация акций, лежащих в основе депозитарной расписки;

- представительство в реестре акционеров компании-эмитента путем регистрации в качестве номинального держателя акций, лежащих в основе депозитарной расписки;

- получение дивидендов по акциям в национальной валюте страны их выпуска и перевод их в банк-депозитарий в валюте страны обращения депозитарных расписок.

К функциям банка-депозитария относятся:

- ведение реестра владельцев депозитарных расписок;

- распространение среди владельцев депозитарных расписок отчетности компании-эмитента и другой важной информации;

- передача владельцам депозитарных расписок дивидендов и других имущественных прав по акциям, лежащих в основе депозитарной расписки.

Здесь нужно отметить, что владелец депозитарной расписки обладает, по сути, теми же правомочиями, что и владелец ценной бумаги, выпущенной иностранным эмитентом. При этом депозитарные расписки предоставляют их владельцам определенные преимущества. Во-первых, владение ими не требует регистрации прав собственности реестродержателем в стране выпуска акций. Во-вторых, опосредованное владение акциями в некоторых случаях позволяет оставаться за пределами действия налогового законодательства страны-эмитента. В-третьих, отчетность и иная информация эмитента акций, лежащих



в основе депозитарной расписки, раскрывается в соответствии со стандартами страны обращения депозитарных расписок.

На американском рынке по критерию участия компании эмитента акций депозитарные расписки подразделяются на спонсируемые и неспонсируемые.

Неспонсируемые депозитарные расписки выпускаются банком-депозитарием только на акции, находящиеся в обращении, при этом без юридического согласия эмитента акций. Они допускаются к обращению на внебиржевом организованном рынке с определенными ограничениями.

Спонсируемые депозитарные расписки предполагают определенную степень участия компании — эмитента акций в процессе выпуска и дальнейшего обращения депозитарных расписок. В зависимости от данного фактора, а также от требований, предъявляемых национальным законодательством страны выпуска к эмиссии и обращению этого инструмента, выделяют три уровня депозитарных расписок.

**Депозитарные расписки 1-го уровня** представляют собой начальный уровень данного финансового инструмента. Они могут быть выпущены банком-депозитарием только на ранее выпущенные эмитентом акции, обращающиеся на внебиржевом рынке данной юрисдикции. Участие эмитента акций предполагает предоставление в органы регулирования финансовых рынков небольшого количества специализированной отчетности и информации по самой компании и по эмитированным ею акциям. Так же как и неспонсируемые расписки, они допускаются к обращению на внебиржевом организованном рынке, но с ограничениями.

**Депозитарные расписки 2-го уровня** выпускаются банком-депозитарием на ранее выпущенные эмитентом акции, обращающиеся на фондовых биржах и внебиржевых площадках данной юрисдикции. Здесь участие эмитента акций в процессе эмиссии и обращения депозитарных расписок предполагает прохождение им процедуры регистрации в органах регулирования финансовых рынков, а также предоставления форм финансовой отчетности в соответствии со стандартами, действующими в стране их обращения. Данные депозитарные расписки допускаются к обращению на внебиржевых торговых площадках и фондовых биржах.

**Депозитарные расписки 3-го уровня** выпускаются банком-депозитарием на акции, находящиеся в обращении, либо на акции новых выпусков. Относительно данного уровня участие эмитента акций предполагает полную его вовлеченность в процесс эмиссии. Это обусловлено тем, что эмитенту необходимо пройти ряд регистрационных процедур в органах регулирования финансовых рынков и в дальнейшем предоставлять финансовую и специализированную

отчетность и раскрывать информацию в соответствии со стандартами, действующими в стране обращения депозитарных расписок.

Помимо указанных депозитарных расписок предусматривается выпуск этих финансовых инструментов по так называемым ограниченным программам.

Одной из таких программ является размещение по Правилу 144-А (Rule 144А). Выпускаемые по этой программе финансовые инструменты являются спонсируемыми расписками, размещение и обращение которых возможно только среди QIB — квалифицированных институциональных покупателей (инвесторов)<sup>38</sup>. При выпуске и обращении депозитарных расписок по данной программе компания — эмитент акций освобождается от прохождения регистрационных процедур и предоставления финансовой отчетности.

Еще одним примером ограниченных программ является выпуск и обращение финансовых инструментов по программе «Regulation S». Суть этой программы сводится к тому, что эмитенты, инвесторы и операции, осуществляемые ими с финансовыми инструментами, должны соответствовать двум условиям: 1) операции должны проводиться вне американской юрисдикции; 2) риски, связанные с финансовым инструментом, не могут ложиться на американских резидентов (инвесторов). В связи с этим выпускаемые по данной программе расписки размещаются за пределами Соединенных Штатов и среди лиц, не являющихся резидентами Соединенных Штатов, поскольку они не могут владеть или торговать расписками данной категории.

Нужно сказать, что вообще категория деривативов (производных инструментов) требует более широкого освещения.

Итак, производный финансовый инструмент — это договор, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем

---

<sup>38</sup> QIB (англ. *qualified institutional buyer* — квалифицированный институциональный покупатель) — особый статус частных субъектов и институциональных инвесторов, признаваемый за ними при условии соответствия размера и/или структуры их капитала законодательным требованиям.

исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными правовыми актами Банка России и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

К производным относят финансовые инструменты, предусматривающие возможность покупки/продажи права на приобретение/поставку базового актива или получение/выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива. Таким образом, в отличие от первичного финансового актива дериватив не подразумевает predetermined операции непосредственно с базовым активом. Эта операция лишь возможна, причем будет иметь место только при стечении определенных обстоятельств. С помощью деривативов продаются не собственно активы, а права на операции с ними или получение соответствующего дохода.

Производный финансовый инструмент имеет два основных признака производности: во-первых, в основе подобного инструмента всегда лежит некий базовый актив (товар, акция, облигация, валюта, индекс фондового рынка и др.); во-вторых, его цена чаще всего определяется на основе цены базового актива. Поскольку базовый актив — это некий рыночный товар или характеристика рынка, цена производного финансового инструмента постоянно варьирует. Этим предопределяется то обстоятельство, что данные инструменты могут выступать в роли самостоятельных объектов рыночных отношений, т. е. служить объектами купли-продажи.

**Форвардные контракты.** Это двусторонние внебиржевые контракты, по которым стороны (покупатель и продавец) обязуются совершить сделку в отношении базового актива в определенный срок в будущем по зафиксированной в контракте цене; это индивидуальные контракты, соответствующие потребностям контрагентов. Они заключаются для осуществления реальной продажи или покупки базисного актива и страхования продавца или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. В мировой практике широкое развитие получил форвардный валютный рынок, форвардные контракты активно используются для хеджирования валютного риска.

**Фьючерсные контракты.** Представляют собой стандартный биржевой договор купли-продажи прав на биржевой актив, сделка с которым будет осуществлена в определенный момент времени в будущем по цене, установленной сторонами в момент его заключения. В основе контракта могут лежать как товары, так и финансовые инструменты. Контракты, базисными активами которых являются финансовые инструменты, а именно ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы, называются финансовыми фьючерсными контрактами. Контракты, базисными активами которых выступают собственно товары, называются товарными фьючерсными контрактами. Современный фьючерсный рынок развивается в первую очередь за счет роста торговли финансовыми фьючерсными контрактами.

Фьючерсные контракты могут быть поставочными и беспоставочными, или расчетными. По поставочному фьючерсу предусматривается физическая поставка базисного актива. Беспоставочный фьючерс предполагает расчеты между участниками только в денежной форме, а поставка базисного актива отсутствует. Как правило, фьючерсный контракт делают расчетным, если неудобно осуществлять поставку базисного актива.

Свободнообращающийся опционный контракт (биржевой опцион) — это стандартизированный биржевой договор, дающий своему покупателю право выбора — заключать сделку (покупки или продажи) с базовым активом или отказаться от нее. Продавец опциона в случае требования покупателя всегда обязан исполнять опцион. Право на покупку базового актива называется call-опционом, право на продажу базового актива — put-опционом.

**Варрант** в буквальном смысле означает гарантирование какого-либо события (например, продажи или покупки товара). Фактически варрант представляет собой ценную бумагу, дающую право купить или продать фиксированную сумму финансовых инструментов в течение определенного периода.

Существуют разные виды варрантов. В наиболее типичном случае владелец варранта приобретает возможность купить оговоренное число акций по оговоренной цене в течение определенного времени. Бывают бессрочные

варранты, дающие право покупать определенный финансовый инструмент в любое время. Варрант не дает права на проценты или дивиденды и не обладает правом голоса, датой и стоимостью погашения. Варрант может выпускаться одновременно с финансовыми инструментами, привлекательность которых хотят повысить, или отдельно от них. В любом случае по прошествии некоторого времени он начинает обращаться как самостоятельная ценная бумага. Как правило, варранты выпускаются сравнительно редко и только крупными фирмами. В отличие от прав на покупку, выпускаемых на непродолжительный срок (несколько месяцев), срок действия варранта может исчисляться годами. Кроме того, фиксированная цена, или цена исполнения, указанная в праве на покупку, которая устанавливается в момент эмиссии этого финансового инструмента, обычно ниже текущей курсовой стоимости акции, в то время как цена исполнения в варранте обычно на 10–20 % выше курсовой.

Обычно варранты выпускаются вместе с облигационными займами данной компании. Этим достигается привлекательность облигационного займа, а значит, и успешность его размещения. После того как варрант отделяется от финансового инструмента, вместе с которым он эмитирован, он начинает обращаться на рынке ценных бумаг самостоятельно.

**Свопы** (англ. *swap*) — операция по обмену активами между сторонами сделки в целях снижения процентного или валютного риска. Рассматривается как единая бартерная сделка. Может использоваться для улучшения качества либо структуры портфеля ценных бумаг, а также при изменении инвестиционного плана. Валютный своп — это комбинированная срочная валютная сделка (покупка валюты на условиях «спот» и одновременная ее продажа на условиях форвардной сделки). Аналогично конструируется процентный своп.

Товарные объекты рынка коллективных инвестиций — ценные бумаги и инвестиционные продукты, основанные на системе коллективного инвестирования. К основным видам товарных объектов рынка коллективных инвестиций относятся активы, инструменты и обязательства, вытекающие из отношений по пенсионному обеспечению или пенсионному страхованию, либо представленные инвестиционными паями и акциями инвестиционных фондов.

**Договор о негосударственном пенсионном обеспечении** (пенсионный договор) представляет собой соглашение между негосударственным пенсионным фондом и вкладчиком фонда, по которому вкладчик обязуется уплачивать пенсионные взносы в фонд, а фонд обязуется выплачивать участнику негосударственную пенсию.

**Договор об обязательном пенсионном страховании** представляет собой соглашение между негосударственным пенсионным фондом и застрахованным лицом в пользу застрахованного лица или его правопреемников, в соответствии

с которым фонд обязан при наступлении пенсионных оснований осуществлять назначение и выплату застрахованному лицу накопительной части трудовой пенсии и/или срочной пенсионной выплаты или единовременной выплаты либо осуществлять выплаты правопреемникам застрахованного лица.

**Инвестиционный пай** представляет собой именную ценную бумагу, удостоверяющую долю ее владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого фонда.

**Акция инвестиционного фонда** — это именная эмиссионная ценная бумага, выпущенная акционерным инвестиционным фондом.

**Товарные объекты валютного рынка** — иностранная валюта, расчетные валютные документы, а также отдельные виды производных инструментов, обслуживающих этот рынок.

Валютные активы в форме наличных и безналичных денежных средств составляют основной объект финансовых операций на валютном рынке.

Документарный валютный аккредитив используется в расчетах по внешнеторговым предприятиям (платежи по этому документу производятся при условии предоставления в банк требуемых коммерческих документов: счета-фактуры, транспортных и страховых документов, сертификатов качества и др.).

**Валютный банковский чек** представляет собой письменный приказ банка — владельца валютных активов за границей своему банку-корреспонденту о перечислении оговоренной в нем суммы с его текущего счета держателю чека.

**Валютный банковский вексель** представляет собой расчетный документ, выставленный банком на своего зарубежного корреспондента.

**Переводной валютный коммерческий вексель** — это расчетный документ, выписанный импортером на кредитора или прямого экспортера продукции.

**Валютный фьючерсный контракт** представляет собой финансовый инструмент осуществления сделок на валютной бирже.

**Валютный опционный контракт** заключается на валютном рынке с правом отказа на покупку или продажу валютных активов по ранее предусмотренной цене.

**Валютный своп** обеспечивает паритетный обмен валютами разных стран в процессе осуществления сделки.

Другие финансовые инструменты валютного рынка: договор репо на валюту, валютные дивизы и т. п.



**Товарные объекты страхового рынка** — предлагаемые к продаже страховые услуги (страховые продукты), а также расчетные документы и отдельные виды производных инструментов, обслуживающих этот рынок.

**Контракты на конкретные виды страховых услуг** (страховых продуктов) составляют основной объект финансовых операций с клиентами на страховом рынке. Эти контракты оформляются в виде специального свидетельства — страхового полиса, передаваемого страховой компанией лицу, получающему страховую защиту.

**Договоры перестрахования** используются при формировании финансовых взаимоотношений между страховыми компаниями.

**Аварийная подписка** (аварийный бонд) — финансовое обязательство грузополучателя уплатить свою долю убытка от общей аварии при перевозке груза.

**Товарные объекты рынка инвестиционных металлов** — номенклатура драгоценных металлов, приобретаемых для целей формирования финансовых резервов и тезаврации, а также обслуживающие этот рынок расчетные документы и производные инструменты. Финансовые активы представлены здесь непосредственно драгоценными металлами, выступающими как финансовый авуар. Финансовые инструменты представлены здесь системой разнообразных деривативов, в том числе опционами и фьючерсами на золото.

## 5.2. РЫНОК АКЦИЙ

Рынок акций — это секция биржевого фондового рынка, на которой проводятся торги акциями различных эмитентов. Акции являются эмиссионными ценными бумагами, закрепляющими права их владельцев (акционеров, инвесторов) на получение части прибыли акционерного общества — эмитента в форме дивидендов; на участие в управлении эмитентом; на часть имущества, остающегося после ликвидации эмитента. Терминология, положения об эмиссии, требования к эмитентам и обращению акций закреплены Федеральным законом № 39-ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг».

Исходя из назначения и экономической сущности, акциям присущи следующие фундаментальные свойства:

- акции — это титулы собственности на имущество акционерного общества-эмитента;
- классические акции не имеют конечного срока обращения, это непогашаемая ценная бумага;
- акционеры несут ответственность, ограниченную инвестированным в ценные бумаги капиталом;



- инвесторы не отвечают по обязательствам компании-эмитента;
- права, закрепленные за владельцами акций, неделимы.

Создание акционерных обществ обусловлено эмиссией акций, используемых для формирования акционерного капитала, который мог увеличиваться как за счет изменения номинала акций, так и за счет эмиссии новых траншей бумаг, обращение которых на рынке ценных бумаг позволяло использовать бумаги для финансовых операций и получения дополнительных сделок — залоговых, при которых можно использовать бумаги в качестве обеспечения гарантий по обязательствам.

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

Обязательные реквизиты акции как ценной бумаги:

- 1) фирменное наименование и местонахождение эмитента;
- 2) наименование бумаги и ее вид — обыкновенная (или привилегированная) акция;
- 3) порядковый номер;
- 4) дата эмиссии;
- 5) номинальная стоимость (если данная характеристика присуща этому типу акций);
- 6) имя держателя, если это именная бумага;
- 7) размер уставного капитала на дату эмиссии (если это акция);
- 8) количество акций данной эмиссии;
- 9) дата, порядок и форма выплаты дивидендов (если они предусмотрены);
- 10) размер дивиденда (только для привилегированных акций, в обычных зависит от прибыли);
- 11) подписи/печати;
- 12) предприятие — изготовитель бланка.

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

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

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

Поскольку традиционные акции бессрочны, то, как правило, они не покупаются акционерным обществом (при определенных обстоятельствах такое бывает), акционеры отвечают по обязательствам эмитента только в размере

инвестиций. При банкротстве акционерного общества не существует гарантий возврата инвестированных средств.

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

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

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

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

Рыночная стоимость — это цена акций на вторичном рынке, когда она покупается и продается исходя из рыночной конъюнктуры. Сумма рыночных стоимостей всех акций эмитента формирует его капитализацию. Акции крупных процветающих компаний пользуются повышенным спросом, поэтому инвесторы готовы покупать их по цене, которую запрашивает продавец. Эмитенты, финансовое состояние которых нестабильно или зависит от нерыночных (политических, например) факторов, вынуждены снижать цену на свои акции.

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

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

Норма дивидендного дохода (доходность) отражает годовой доход, который получает инвестор в форме дивидендов, — это отношение годовых дивидендов на одну акцию к ее стоимости. Инвесторы рассматривают показатель доходности как свой риск, поскольку важнейшим показателем развития компании

является ее будущее развитие. Это как раз показывает доходность — долю полученной прибыли, выплачиваемой акционерам. Остальная прибыль реинвестируется и позволяет компании не прибегать к использованию заемных источников. Высокие значения коэффициента «цена — прибыль» и нормы дивидендного дохода свидетельствуют о повышенном инвестиционном риске, поскольку первый показатель говорит о переоценке рынком стоимости акций, а второй — о том, что эмитент недальновидно использует прибыль, расходуя ее на текущее потребление, а не на развитие.

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

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

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

1. По форме собственности различают:

— именные акции, которые имеют форму с указанием владельца — конкретного лица, что в некоторой степени ограничивает возможности их обращения на рынке ценных бумаг, поскольку они обременены при покупке и продаже необходимостью перерегистрации;

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

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

— обыкновенные (простые) акции — долевые ценные бумаги, которые дают своим держателям право голоса при управлении компанией-эмитентом

на общем собрании акционеров, но величина дивидендного дохода по ним назначается по итогам финансового периода и зависит от финансовых результатов и стратегии развития компании.

Акционеры, владеющие обыкновенными акциями, имеют остаточное право на оставшиеся при ликвидации компании активы.

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

— привилегированные (преферентные) акции — по ним выплачивается фиксированный дивидендный доход, который не зависит от финансовых результатов деятельности акционерного общества.

При этом такие акции обычно не дают своим владельцам права участия в управлении компанией-эмитентом, т. е. это не голосующие акции. К числу привилегий относится и преимущественное право преферентных акционеров на получение в случае банкротства компании доли ее имущества ранее обычных акционеров.

Привилегированные акции, в свою очередь, подразделяются в зависимости от их качеств:

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

б) некумулятивные, по которым назначены фиксированные дивиденды, составляющие либо оговоренную сумму, либо процент от номинальной стоимости акции. Если эмитентом принято решение о невыплате дивидендов по таким акциям, то накопление по ним не происходит — выплаты пропускаются;

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

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

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

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

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

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

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

В зависимости от формы получаемого дохода принято подразделять акционеров:

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

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

Прогнозирование инвестиционных характеристик акций связано с прогнозированием их рыночной стоимости и основано на фундаментальном анализе.

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

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

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

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

Фундаментальный анализ проводится по трем основным направлениям:

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

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

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

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

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

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

Фундаментальный анализ позволяет получить более объективную оценку деятельности и финансового состояния компании-эмитента с учетом его места в отрасли, что, в свою очередь, позволяет достаточно точно спрогнозировать настроения существующих и потенциальных акционеров. Как известно, рынок, способный адекватно отреагировать на оперативную информацию, является эффективным.

В рамках фундаментального анализа, проводя расчеты по формулам, точно спрогнозировать рыночную цену акции нельзя, но можно установить ориентировочный уровень ее изменения. Исходя из диаграммы доходов и расходов инвестора, рыночную стоимость акции можно определить равной дисконтированной сумме будущих дивидендов. Цена покупки акции должна компенсироваться полученными дивидендами, которые, с учетом неопределенного срока функционирования предприятия ( $n \rightarrow \infty$ ), образуют своеобразную финансовую ренту.

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

$$P = d/r,$$

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

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

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



1. Доходность за период владения акцией:

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

2. Текущая доходность акции:

$$\begin{aligned} & \text{Текущая доходность акции} = \\ & = (\text{дивиденд текущего года/текущий курс покупки}) \cdot 100 \%. \end{aligned}$$

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

Надежность акции определяется в соответствии с принадлежностью к той или иной классификационной группе. Надежность обыкновенных акций определяется финансовым состоянием компании-эмитента, надежность привилегированных акций определяется с помощью следующих критериев:

— обеспеченность активами (покрытием активами) разнесрочных обязательств.

Обеспеченность привилегированных акций активами (покрытие активами) определяется с помощью следующего коэффициента:

$$\begin{aligned} \text{Покрытие активами} = & \text{общая стоимость активов предприятия} - \text{убытки} - \\ & - \text{общая задолженность} - \text{задолженность акционеров по оплате акций} \\ & \text{(по взносам в уставный фонд);} \end{aligned}$$

— дивидендное покрытие.

Дивидендное покрытие привилегированных акций определяется с помощью следующего коэффициента:

$$\begin{aligned} \text{Дивидендное покрытие} = & (\text{балансовая прибыль} - \text{налоги} - \\ & - \text{процентные платежи по прибыли}) / \text{сумма дивидендов} \\ & \text{по привилегированным акциям;} \end{aligned}$$

— возможность конверсии бумаг.

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

— свойство кумуляции.

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

— структура капитала эмитента по видам эмитированных бумаг.

Существует несколько моделей расчета стоимости цены акции:

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

$$P_a = \sum(d_i / (1 + r)^i),$$

где  $P_a$  — теоретическая цена акции в текущий момент времени;  $d_i$  — дивиденд по акции в  $i$ -м периоде.

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

$$P_a = d/r,$$

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

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

$$P_a = d_1 / (r - g),$$

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

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

2. Модель оценки капитальных активов, согласно которой для оценки долгосрочных активов, таких как акции, при определении их ожидаемой доходности следует учитывать индивидуальный, недиверсифицируемый риск, которым обладают акции, по следующей формуле:

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

где  $r_a$  — ожидаемая рыночная доходность акции;  $r$  — безрисковая ставка доходности;  $rp$  — ожидаемая доходность рыночного портфеля;  $\beta$  — коэффициент, измеряющий рыночный риск.

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

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

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

где  $r_i$  — премия за риск  $i$ -го макроэкономического фактора;  $\beta_i$  — коэффициент чувствительности акции к  $i$ -му макроэкономическому фактору.

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

Проблемой арбитражной теории является то, что в ней нет обоснования перечня факторов (инфляция, изменение объемов промышленного производства, разность доходности облигаций низко- и высококачественных, изменение структуры процентных ставок, уровень цен на нефть и т. п.).

### 5.3. РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Рынок облигаций — это секция биржевого фондового рынка, на которой проводятся торги государственными, региональными и муниципальными облигациями, корпоративными и биржевыми облигациями, еврооблигациями и суверенными еврооблигациями РФ. Традиционно данную секцию также именуют долговым рынком.

Облигация — это свидетельство долговых отношений между эмитентом бумаги — заемщиком и ее держателем — кредитором. Свидетельство предоставления кредита дает облигационеру (владельцу облигации) право на получение фиксированного процентного дохода за предоставление средств.

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

- не являются титулами собственности на имущество эмитента — это удостоверение займа;
- не дают право на участие в управлении эмитентом;

- имеют срок обращения и погашения;
- обладают преимущественным правом при выплате доходности и в удовлетворении обязательств при ликвидации эмитента по отношению к долевым бумагам;

- эмитенты облигаций являются заемщиками по отношению к держателям облигаций — кредиторам.

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

Законодательством о рынке ценных бумаг облигация определяется как эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок номинальной стоимости и фиксированного процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

Важнейшими свойствами облигаций являются:

- долговой характер отношений, закрепляемых ценной бумагой;
- обязательства эмитента по выплатам держателю облигации ее номинала, указанного (в случае документарной формы) на ее титуле (лицевой стороне);
- выплаты фиксированного дохода в виде процента или другого имущественного эквивалента.

Облигации являются главным инструментом заимствования денежных средств следующими эмитентами:

- правительством;
- государственными органами;
- муниципальными образованиями;
- частными компаниями.

Облигации в качестве ценных бумаг выполняют следующие функции:

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

2) источником финансирования инвестиций частных корпоративных структур;

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

По номенклатуре и объемам рынок облигаций значительно шире рынка акций. Типологическая классификация облигаций включает множество признаков, однако в целях подробного рассмотрения рынка облигаций обратим внимание на отдельные облигации, классифицируемые по рыночному типу.

Прежде всего обратим внимание на категорию — *корпоративные облигации*, отечественный рынок которых начал полноценно развиваться в конце 90-х гг. прошлого века, с момента внесения новаций в налоговое законодательство, согласно которым эмитенты смогли учитывать проценты по облигациям, торгуемым на бирже, в составе расходов. В первый же год с момента принятия указанных новаций на Московской бирже были размещены корпоративные облигации на десятки миллиардов рублей.

Корпоративные облигации бывают полностью именованными, именованными только в отношении основной суммы, на предъявителя.

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

Корпоративные облигации, как и другие бумаги, различаются по срокам:

- краткосрочные (от 1 года до 5 лет);
- среднесрочные (от 5 до 10 лет);
- долгосрочные (свыше 10 лет).

Корпоративные облигации могут обеспечиваться всем имущественным комплексом либо отдельными объектами имущества как самого эмитента, так и сторонних компаний (поручителей). Выпуски корпоративных облигаций, не имеющих специального обеспечения, основываются на репутации эмитента, кредитном или инвестиционном рейтинге. При планировании эмиссии облигаций формируется выкупной фонд, чаще всего — при эмиссии необеспеченных облигаций, назначение которого — обеспечение погашения долга. Погашение таких облигаций может начаться до истечения срока их обращения за счет средств выкупного фонда. Наличие выкупного фонда существенно повышает надежность и ликвидность облигаций, делает их более привлекательными для инвесторов.

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

Корпоративные облигации различаются по качеству и надежности, от которых зависят их статус и условия обращения на рынке ценных бумаг; это рейтинг, который определяет вероятность возврата основной суммы кредита и выплаты процентов эмитентом. Рейтинги публикуются независимыми иностранными агентствами, такими как Standard & Poor's, Moody's, Fitch, и российскими АКРА, РА «Эксперт».

При оценке надежности эмитента ценных бумаг рейтинговые агентства учитывают:

- доходы эмитента прошлых периодов, текущие и прогнозные;
- репутацию (гудвилл) эмитента и его продукцию;
- отраслевые перспективы;
- качество корпоративного управления;
- политические риски на территории инкорпорации;
- обеспеченность предыдущих траншей облигаций основным капиталом, чистыми ликвидными активами, финансовыми показателями эмитента.

Традиционно для рейтингов используются буквенные обозначения латинского алфавита в комбинациях по три буквы от А до D включительно: AAA, BBB, CCC, DDD.

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

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

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

Многие российские корпоративные облигации имеют опфтеры, или put-опционы, что дает держателю право предъявить облигации к выкупу по номиналу в определенный момент времени, т. е. досрочно вернуть заимствованные средства. Такое право может быть предусмотрено эмитентом, когда ставка

купонов определена не для всех купонных периодов. Это обусловлено тем, что при объявлении эмитентом ставок на следующий купонный период они могут оказаться невыгодными для владельцев, а у них, в свою очередь, должна быть возможность вернуть свои вложения, для чего используются оферты.

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

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

Московская биржа проводит расчет эффективной доходности, которая учитывает доходность реинвестирования купонов по тем же ставкам, по которым были сделаны первоначальные инвестиции, по сути это капитализация процентов депозита. Очевидным является то, что с капитализацией доходность выше.

Расчет эффективной доходности основан на ряде допущений:

- возможность реинвестирования купонов по той же ставке, что на практике, далеко не всегда осуществима;
- эффективная доходность рассчитывается относительно рыночной цены, а не номинальной. Такое случается, если текущая рыночная стоимость бумаги выше ее номинала, эта переплата снижает эффективную доходность.

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

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

В ракурсе корпоративных облигаций особое значение имеет категория «Кредитный риск». Это риск дефолта эмитента, т. е. риск того, что эмитент откажется выплачивать купонную доходность и/или погасить номинальную стоимость облигации. Кредитный риск оценивается по кредитному рейтингу



международных рейтинговых агентств, но некоторые транши облигаций могут иметь собственные рейтинги. Наличие рейтинга международного агентства уже свидетельствует об определенном качестве бумаг эмитента.

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

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

Еще одним типом рыночных облигаций являются биржевые облигации. **Биржевые облигации** — это разновидность финансовых инструментов, эмиссия которых не требует государственной регистрации, ее осуществляет биржа при условии уплаты государственной пошлины.

Особенности биржевых облигаций:

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

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

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

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

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

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

7. Погашение биржевых облигаций может осуществляться только деньгами.

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

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

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

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

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

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

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

Упрощенная процедура выпуска биржевых облигаций накладывает на эмитента определенные ограничения:

- компания-эмитент должна существовать минимум три года;
- акции эмитента или другие облигации к моменту выпуска биржевых облигаций должны котироваться на данной бирже;
- срок обращения биржевых облигаций не должен превышать трех лет;
- выплата доходности и погашение номинала могут осуществляться только в денежной форме;
- биржевые облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии.

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

Следующим рыночным долговым инструментом, выпускаемым в форме облигаций, является их особый вид — **еврооблигации**.

Мировое финансовое пространство расширяется и изменяется качественно, появляются новые, технически сложные продукты. Для международного масштаба переливов капитала используется такой инструмент, как еврооблигации, которые эмитируются правительствами стран, транснациональными банками и корпорациями, международными финансово-кредитными организациями. Кредитование посредством еврооблигаций используется в целях финансирования, когда ограничены другие источники денежных ресурсов — развивающимися странами с невысоким кредитным рейтингом: странами Восточной Европы, группы BRICS, Латинской Америки. Развитие рынка еврооблигаций породило практику обмена суверенного долга на еврооблигации по номиналу. Процентные ставки доходности по таким бумагам ниже рыночных, реализуемых через фиксированные купонные выплаты. Распространение еврооблигации получили в 1980–1990-х гг. для реконструкции долгов стран, столкнувшихся с невозможностью их погашения перед международными финансовыми институтами, и стали называться облигациями Брейди — по имени министра финансов США Н. Ф. Брейди, который предложил этот метод реструктуризации суверенных долгов. Данные бумаги выпускаются на продолжительный срок — 25–30 лет при условии деноминации в доллары, что обеспечивает эмитентам льготные условия погашения долговых обязательств и одновременно не подвергает дополнительно риску кредиторов.

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

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

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

Еврооблигации, в отличие от иностранных облигаций, могут быть номинированы в «чужой» для страны-кредитора валюте: на территории Европейского союза или Китая — в долларах. Обычно еврооблигации размещаются на национальных рынках нескольких государств, и валюта их номинала является

иностранной для кредиторов, но это обстоятельство и делает данные бумаги удобными с позиции более высокой ликвидности, привлекательными для инвесторов.

На европейском рынке обращаются следующие основные виды еврооблигаций:

- с фиксированной ставкой доходности, реализуемой посредством купонных выплат;
- с плавающей ставкой доходности, по которым купонные выплаты складываются из переменной части (может быть привязана к ставке ЦБ) и фиксированной положительной маржи, остающейся неизменной; обычно период обращения таких бумаг 5–15 лет;
- конвертируемые в обыкновенные акции эмитента или в облигации с варрантами, которые по аналогии с call-опционами могут исполняться в течение относительно продолжительного срока, что также повышает инвестиционную привлекательность этих бумаг.

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

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

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

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

Кроме указанных бумаг на международном финансовом рынке получили распространение евродепозитные сертификаты, предназначенные главным образом для крупных институциональных инвесторов. Главными эмитентами сертификатов выступают отделения ведущих американских, английских, канадских, японских, европейских банков. Выпускаются евродепозитные сер-

тификуты на короткий срок 3–6 месяцев и имеют фиксированную доходность, евродепозитные сертификаты с более продолжительным сроком обращения обычно эмитируются с плавающей процентной ставкой.

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

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

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

Экономический смысл облигации как ценной бумаги состоит в удостоверении ею факта внесения владельцем денежных средств и подтверждает обязательство эмитента вернуть держателю бумаги номинальную стоимость облигации в определенный срок с уплатой установленной доходности. Именно доходность есть цель инвестиций, условия получения которой составляют основу отношений между эмитентами и кредиторами, поэтому особое значение в процессе рассмотрения рынка облигаций имеет рассмотрение вопросов о доходности облигаций и о показателях, ее характеризующих.

Мировой практикой выработаны основные принципы выплаты доходов по облигациям:

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

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

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

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

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

Принципиально иной способ получения дохода связан с такой стратегией владения бумагами, как «игра» на разнице котировок: являясь объектом купли-продажи, рыночные облигации меняют рыночную стоимость под влиянием спроса и предложения на них. Операции с ценными бумагами, осуществляемые по итогу изменения стоимости, приносят трейдерам инвестиционный доход (покупка и продажа).

Под курсовой стоимостью облигаций понимают покупную цену одной облигации в расчете на 100 денежных единиц номинала. Курс облигации определяется средней величиной ссудного рыночного процента, установившегося в конкретный момент от даты ее погашения, от надежности и финансовой устойчивости ее эмитента и многих других факторов.

Расчет курса облигации определяется формулой

$$P_k = (P/N) \cdot 100,$$

где  $P_k$  — курс облигации;  $P$  — рыночная цена;  $N$  — номинальная цена облигации.

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

1) из купонной доходности, т. е. из процента и периодичности его выплат, что указано на бумаге. Так, если указана купонная доходность 11,75 % годовых при номинале облигации 1000 руб. и в год выплачиваются два купона, то доход составит  $(1,0 \cdot 0,1175 \cdot 0,50) \cdot 2$  раза в год = 117,5 руб.;

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

$$i_m = (N \cdot k) / P = (g / P_k) \cdot 100,$$

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

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

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

Доходность к погашению представляет собой процентную ставку в формуле коэффициента дисконтирования, устанавливающего соотношение между текущей стоимостью денежного потока платежей по облигации и ее рыночной ценой ( $P$ ):

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1 + YTM)^t} + \frac{N}{(1 + YTM)^n},$$

где  $YTM$  — доходность к погашению;  $t$  и  $n$  — временные периоды;  $CF$  и  $N$  — денежные потоки, приносимые облигацией в разные временные периоды.

Основное свойство доходности к погашению состоит в том, что она является внутренней доходностью инвестиций ( $IRR$ ), но реальная доходность облигации к погашению будет равна  $YTM$ , если выполнены условия:

- облигация хранится до срока погашения;
- полученный купонный доход реинвестируется под ставку  $r = YTM$ .

В табл. 5 представлен расчет доходности к погашению облигации, приобретенной в момент выпуска по номиналу в 1000 руб. с погашением через 20 лет и ставкой купона 8 %, который выплачивается один раз в год при разных ставках реинвестирования.



Представленные расчеты показывают, что доходность к погашению (УТМ) зависит от ставки реинвестирования купонного дохода ( $r$ ). Снижение ставки реинвестирования приводит к снижению доходности бумаги к погашению и наоборот.

Таблица 5

**Расчет доходности к погашению  
при изменении ставки реинвестирования**

| Ставка реинвестирования ( $r$ ), % | Купонный доход за 20 лет, руб. | Общий доход по облигации за 20 лет, руб. | Доходность к погашению, % |
|------------------------------------|--------------------------------|--|---------------------------|
| 0                                  | 1600                           | 1600                                     | 4,84                      |
| 6                                  | 1600                           | 3016                                     | 7,07                      |
| 8                                  | 1600                           | 3801                                     | 8,00                      |
| 10                                 | 1600                           | 4832                                     | 9,01                      |

Существует полная доходность, которая учитывает все источники дохода, из которых складывается доходность облигации, ее иногда называют «ставкой помещения». Эта ставка определяется методом простых или сложных процентов, начисляемых на цену приобретения, и дает доход, эквивалентный фактически получаемому по бумаге доходу за весь период ее обращения до даты погашения. Ставка помещения — это расчетная величина, которая не «назначается» явно и не фигурирует на рынке ценных бумаг.

При исчислении доходности по облигациям во внимание принимается цена их приобретения ( $P$  — рыночная цена), в свою очередь определяемая широким спектром факторов. Инвестор, приобретая бумагу, рассчитывает на получение дохода в виде фиксированных выплат в течение всего срока ее обращения и погашения ее номинальной стоимости.

Если ежегодно получаемые по облигациям выплаты будут размещены на банковском депозите или инвестированы в какой-то другой инструмент, то процентный годовой доход составит  $I = N \cdot g$ . Стоимость облигации будет складываться из текущей стоимости ее аннуитетов, текущей рыночной стоимости ее номинала:

$$P = N \cdot g \cdot a_{n,i} + N \cdot (1 + i)^{-n}$$

или

$$P_k = \left[ g \cdot a_{n,i} + (1 + i)^{-n} \right] \cdot 100,$$

где  $P$  — рыночная цена облигации;  $P_k$  — курс облигации;  $N$  — номинал облигации;  $g$  — купонная ставка;  $n$  — время обращения облигации;  $i$  — банковский процент на момент продажи облигации.

Пусть по облигации номиналом 10 000 руб. в течение 10-летнего срока обращения выплачиваются один раз в год процентные платежи в сумме 1000 руб. (доходность  $g = 10\%$ ), которые могут, будучи помещенными на банковский депозит, приносить 11 % годовых. Определение рыночной цены облигации при разных процентных ставках может быть проведено следующим образом:

$$\begin{aligned} P &= 10\,000 \cdot 0,1 \cdot a_{10,11} + 10\,000(1 + 0,1) = \\ &= 1,0 \cdot 5,8892 + 10\,000 \cdot 0,3522 = 9,4110. \end{aligned}$$

Рыночный курс облигации составит

$$P = (9,4110/10\,000) \cdot 100 = 94,11.$$

## 5.4. РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Рынок производных финансовых инструментов (деривативов) можно трактовать в широком и узком смысле. В широком смысле рынок деривативов — это сектор финансового рынка, где обращаются соответственно биржевые и внебиржевые производные финансовые инструменты. В узком смысле рынок деривативов — это секция биржевой торговли на конкретной торговой площадке, в рамках которой проводятся операции с финансовыми инструментами срочных сделок. Обычно в деловой практике и официальной терминологии для обозначения данной категории финансового рынка используют термин «срочный рынок».

Итак, производные финансовые инструменты (деривативы) — бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены, лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива.

Цель обращения деривативов — извлечение прибыли из колебаний цен соответствующего биржевого актива, а также защита (хеджирование) от нежелательного изменения рыночных цен на соответствующий биржевой актив.

Особенности деривативов:

- их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива, в качестве такого актива могут выступать в том числе и другие ценные бумаги;
- внешняя форма обращения деривативов аналогична обращению основных ценных бумаг;
- имеют ограниченный временной период существования (от нескольких минут до нескольких месяцев) по сравнению с периодом жизни самого биржевого актива;

— их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях по сравнению с другими ценными бумагами, поскольку инвестор оплачивает не всю стоимость актива, а только гарантийный (маржевой) взнос.

Как уже было отмечено ранее, к основным видам деривативов относят форвардные и фьючерсные контракты, свободнообращающиеся биржевые опционы, своповые контракты и контракты FRA (Forward Rate Agreement — соглашение о будущей процентной ставке). Опять же акцентируем внимание на том, что все указанные финансовые инструменты также объединяют термином «срочные контракты». Это объясняется тем, что существует определенный срок с момента заключения контракта и определения всех его существенных условий, включая цену, до момента его исполнения сторонами или ликвидации позиции по нему. Наиболее точно данный вид инструментов можно определить следующим образом. Срочный контракт — это соглашение о поставке в будущем предмета контракта на условиях, устанавливаемых в момент его заключения.

Обратимся к рассмотрению основных видов срочных контрактов.

**Форвардный контракт** — это двусторонний контракт, по которому стороны (покупатель и продавец) обязуются совершить сделку в отношении базового актива в определенный срок в будущем по зафиксированной в контракте цене. Отличительные особенности форварда:

- не обращается на бирже;
- представляет собой взаимное обязательство покупателя и продавца, т. е. продавец обязан продать базисный актив, а покупатель купить его;
- исполнение форварда заканчивается поставкой базисного актива;
- в основе форварда находятся, как правило, конкретный товар или финансовые активы.

Еще раз напомним, что форвардный контракт заключается для осуществления реальной продажи или покупки базисного актива и страхования продавца или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены.

Форвардные контракты активно используются для хеджирования валютного риска. Приведем несколько примеров страхования валютного риска с помощью валютного форварда.

**Пример.** Компания-импортер планирует через три месяца закупить за границей товары. Для проведения торговой операции ей будет необходима валюта к моменту совершения сделки. Чтобы снизить свои риски, руководство компании решает хеджировать покупку валюты трехмесячным форвардом на доллар США. Банки предлагают трехмесячные контракты по цене 72 руб. за 1 долл. Импортер покупает контракт по данной котировке, т. е. заключает с банком контракт, в рамках

которого обязуется купить доллары. Проходит три месяца, импортер уплачивает по контракту 72 руб. за 1 долл. и получает контрактную сумму.

В этот момент конъюнктура на спотовом рынке может оказаться любой. Допустим, курс доллара составил 73 руб. Однако по контракту импортер получает доллары по курсу 72 руб.

Пусть курс доллара через 3 месяца равен 71 руб., но импортер обязан выполнить условия сделки и купить доллары за 72 руб.

Таким образом, заключение форвардного контракта застраховало импортера от неблагоприятной конъюнктуры, но не позволило воспользоваться благоприятной ситуацией.

В данном примере возникает общая закономерность для срочных контрактов: если страхуются от роста цены базисного актива, то покупают контракт.

**Пример.** В данном примере рассмотрим компанию-экспортера, которая через три месяца должна получить валютную выручку и конвертировать ее в рубли. Чтобы снизить свои риски, компания-экспортер хеджирует будущую продажу долларов форвардным контрактом. Она продает форвард на доллары банку, т. е. заключает с банком срочный контракт, в рамках которого обязуется продать валюту банку по цене 72 руб. за доллар.

По истечении трех месяцев компания-экспортер поставляет по контракту доллары по цене 72 рубля за 1 долл. США и получает контрактную сумму.

Конъюнктура на спотовом рынке в этот момент может оказаться любой. Допустим, курс доллара составил 71 руб. Однако по контракту экспортер продает доллары по курсу 72 руб.

Пусть курс доллара через три месяца равен 73 руб., но экспортер обязан выполнить условия сделки и продать доллары за 72 руб.

Таким образом, заключение форвардного контракта застраховало экспортера от неблагоприятной конъюнктуры, но не позволило воспользоваться благоприятной ситуацией.

В данном примере проявляется общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если страхуются от падения цены базисного актива, то продают контракт.

Несмотря на то что форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, контрагенты не застрахованы от его неисполнения в силу, например, банкротства или недобросовестности одного из участников сделки.

Форвардный контракт может заключаться с целью игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает

на рост цены базисного актива, лицо, открывающее короткую позицию, — на понижение его цены. Поясним сказанное на примерах.

**Пример.** Игра на повышение.

В данном примере рассматриваем спекулянта, который ожидает, что курс доллара через три месяца составит 73 руб. Поэтому спекулянт покупает контракт с котировкой 32 руб. за 1 долл.

Через три месяца курс доллара на спотовом рынке равен 73 руб. Спекулянт покупает доллары по контракту за 72 руб. и сразу продает его на спотовом рынке по 73 руб., выигрывая на 1 долл. 1 руб.

Если курс доллара к этому моменту упал до 71 руб., спекулянт проигрывает 1 руб. Он обязан исполнить форвардный контракт, т. е. купить доллары по курсу 72 руб., а продать их может сейчас только за 71 руб.

В данном примере проявляется общая закономерность для срочных контрактов, а именно: если играют на повышение, то покупают контракт и выигрывают от роста цены и проигрывают от ее падения.

**Пример.** Игра на понижение.

В данном примере рассматриваем спекулянта, который ожидает падения курса доллара через три месяца до 71 руб. Он играет на понижение, т. е. продает контракт.

Через три месяца доллар стоит 71 руб. Спекулянт покупает его на спотовом рынке по курсу 71 руб. и поставяет по форвардному контракту за 72 руб., выигрывая рубль.

Пусть доллар стоит 73 руб. Чтобы исполнить контракт, спекулянт вынужден купить доллары на спотовом рынке по курсу 73 руб. и поставить его по контракту за 72 руб. Его проигрыш равен 1 руб.

В данном примере проявляется общая закономерность для срочных контрактов: если играют на понижение, то продают контракт и выигрывают от снижения цены и проигрывают от ее роста.

По своим характеристикам форвардный контракт — это контракт индивидуальный. Поэтому вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов не развит или развит слабо. Исключение составляет форвардный валютный рынок. При заключении форвардного контракта согласовывается цена, по которой будет исполнена сделка. Ее называют ценой поставки. Она остается неизменной в течение всего времени действия контракта. Для каждого момента времени существует также понятие форвардной цены базисного актива. Для каждого момента времени форвардная цена базисного

актива — это цена поставки форвардного контракта, который был заключен в этот момент.

В общем виде можно сказать, что форвардная цена — это ожидания участников рынка в момент заключения форвардного контракта относительно цены спот базисного актива на дату истечения контракта. В следующий момент времени конъюнктура рынка и ожидания изменятся, поэтому в новых контрактах будет возникать новая цена поставки и соответственно новая форвардная цена базисного актива.

Таким образом, на рынке в каждый момент времени для определенной даты в будущем существует форвардная цена и она равна цене поставки форвардных контрактов, заключаемых в этот момент.

**Пример.** 01.03 заключается форвардный контракт на поставку акции компании А 01.07 по цене 100 руб. В момент заключения контракта форвардная цена акции с поставкой 01.07 равна цене поставки, т. е. 100 руб.; 01.04 заключается еще один контракт на поставку акции компании А 01.07 по цене 120 руб. В новом контракте появилась новая цена поставки, так как изменились ожидания участников рынка относительно будущей цены-спот акции. Таким образом, форвардная цена акции 01.04 равна цене поставки второго контракта, т. е. 120 руб. В этом случае цена поставки для первого контракта остается равной 100 руб., но форвардная цена акции с поставкой 01.07 составляет уже 120 руб.

С точки зрения теории в вопросе определения форвардной цены можно выделить две концепции. Первая состоит в том, что форвардная цена возникает как следствие ожиданий участников рынка относительно будущей цены-спот базисного актива. Вторая концепция строится на арбитражном подходе.

Что касается первого взгляда, он вполне понятен. Участники экономических отношений стремятся учесть всю доступную им информацию относительно будущей конъюнктуры и определить будущую цену-спот. Арбитражный подход строится на взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценой, которая определяется существующей на рынке краткосрочной процентной ставкой без риска. В его основе лежит положение о том, что инвестор с точки зрения финансового решения должен быть безразличен в вопросе приобретения базисного актива на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. В силу того что ценообразование на форвардные контракты аналогично данному процессу с фьючерсными контрактами, конкретные формулы и механизм расчета цен для контрактов на различные виды базисных активов будут подробно проанализированы при рассмотрении фьючерсных контрактов.

**Фьючерсный контракт** — стандартный биржевой договор купли-продажи прав на биржевой актив, сделка с которым будет осуществлена в определенный момент времени в будущем по цене, установленной сторонами в момент его заключения. Отличительные особенности фьючерса:

— заключение и обращение фьючерсных контрактов происходит только на биржах; каждая биржа самостоятельно разрабатывает форму фьючерсных контрактов, обращающихся на ее площадке;

— фьючерсный контракт стандартизирован по всем параметрам, кроме цены. Он унифицирован по потребительской стоимости первичного актива, лежащего в его основе, по количеству актива, месту и сроку поставки, срокам и форме расчетов, штрафным санкциям и арбитражу;

— исполнение и все расчеты по фьючерсному контракту гарантированы биржей и ее клиринговой палатой;

— фьючерсный контракт предполагает возможность досрочного прекращения обязательств по нему путем заключения офсетной сделки;

— в отличие от форвардного контракта фьючерсный контракт имеет своей целью не куплю-продажу базисного актива, а получение прибыли от сделок на фьючерсном рынке и имеет преимущественно спекулятивный характер.

Фьючерсные контракты обычно являются краткосрочными. С момента, когда биржа открывает торговлю фьючерсным контрактом, и до момента его истечения, как правило, проходит 9 месяцев. Однако на практике существуют и долгосрочные фьючерсы, срок действия которых насчитывает несколько лет. Котировка фьючерсного контракта дается в расчете на единицу базисного актива.

В основе контракта могут лежать как товары, так и финансовые инструменты. Контракты, базисными активами которых являются финансовые инструменты, а именно ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы, называются финансовыми фьючерсными контрактами. Контракты, базисными активами которых выступают собственно товары, называются товарными фьючерсными контрактами (рис. 3).

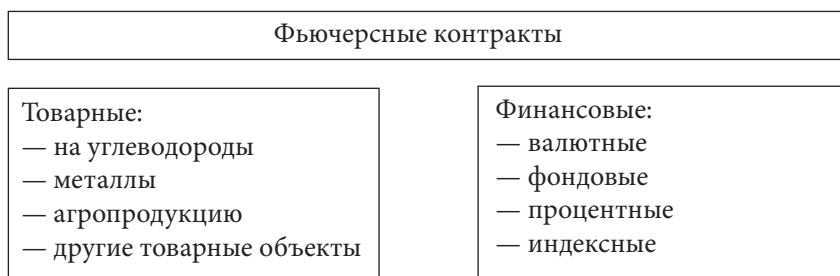


Рис. 3. Виды фьючерсных контрактов в зависимости от типа базисного актива



Современный фьючерсный рынок развивается в первую очередь за счет роста торговли финансовыми фьючерсными контрактами.

Фьючерсные контракты могут быть *поставочными* и *беспоставочными* (расчетными). По поставочному фьючерсу предусматривается физическая поставка базисного актива. Беспоставочный фьючерс предполагает расчеты между участниками только в денежной форме, а поставка базисного актива отсутствует. Как правило, фьючерсный контракт делают расчетным, если неудобно осуществлять поставку базисного актива.

В мировой практике, например, беспоставочными являются контракты на фондовые индексы. Для расчетных фьючерсов принимают одно общее правило: котировочная цена в последний день торгов принимается равной цене базисного актива в этот день на спотовом рынке.

Фьючерсные контракты, как правило, заключаются не с целью осуществления реальной поставки, а для хеджирования и спекуляции. В мировой практике только порядка 3 % всех заключаемых контрактов оканчиваются поставкой, остальные закрываются офсетными сделками.

Общую динамику торговли фьючерсными контрактами можно схематично охарактеризовать с помощью следующего графика (рис. 4).

Как видно из графика, максимальный объем открытых позиций, т. е. действующих контрактов, приходится на момент времени  $t$ . После этого количество существующих контрактов начинает резко падать, поскольку хеджеры и спекулянты, как правило, не заинтересованы в осуществлении поставки.

Далее рассмотрим более подробно определения каждого из приведенных выше видов фьючерсных контрактов (табл. 6).

Первичным рынком для фьючерсных контрактов на краткосрочный процент является рынок банковских депозитных ставок на срок до одного года. Смысл конструкции цены фьючерса на краткосрочный процент состоит в том, что в этом случае она соответствует конструкции цены краткосрочных облигаций, которые продаются обычно с дисконтом от номинальной цены, следова-

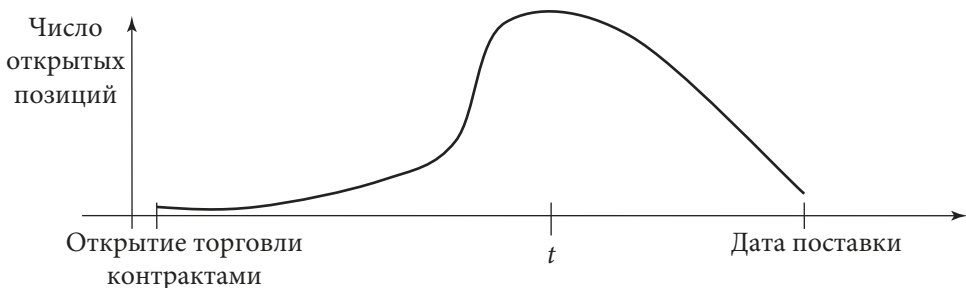


Рис. 4. Взаимосвязь числа открытых позиций и срока, оставшегося до окончания действия фьючерсного контракта

Таблица 6

**Определения фьючерсных контрактов  
на различного рода базисные активы**

| Фьючерсный контракт   |                          |                          |  |                           |
|---|--------------------------|--------------------------|--|---------------------------|
| на валюту   | на акцию                 | на краткосрочный процент | на долгосрочный процент                      | на индекс фондового рынка |
| это стандартный договор купли-продажи   |                          |                          |  |                           |
| определенного вида валюты   | определенного вида акций | краткосрочного процента  | облигаций стандартного количества и качества | индекса фондового рынка   |
| в определенный момент времени в будущем по цене, устанавливаемой сторонами сделки в момент заключения контракта |                          |                          |  |                           |

тельно, участникам торгов легко сопоставлять цены на эти фьючерсы и на эти облигации.

Первичным рынком для фьючерсов на долгосрочный процент является рынок долгосрочных государственных облигаций, выпускаемых на 8–10 лет с фиксированным купонным доходом. Рыночная цена этих облигаций находится в зависимости от ставки банковского процента по трехмесячным депозитам, но по более сложной зависимости, чем это наблюдается между данной ставкой и ценами на краткосрочные облигации. В таком случае большое значение имеют срок, на который выпущены облигации, размер ежегодного купонного дохода и периодичность его выплаты. Обычно с увеличением ставок рыночного процента цена на облигации снижается, а с сокращением числа лет, оставшихся до погашения, рыночная цена облигации приближается к номиналу.

Механизм открытия и закрытия позиции по фьючерсному контракту представлен на рис. 5.

**Офсетная сделка** — это сделка с тем же количеством, качеством фьючерсных контрактов, с тем же сроком их исполнения, но противоположная ранее заключенной. Иными словами, если мы открыли позицию, купив три майских фьючерса на зерно с ценой исполнения  $X$  рублей, то закрыть позицию офсетной сделкой — значит продать три майских фьючерса на это же самое зерно с ценой исполнения  $X_1$  руб. По офсетным сделкам физической поставки быть не может, по ним производятся только денежные расчеты.

Операции по открытию, поддержанию и закрытию позиции на фьючерсном рынке сопровождаются определенными денежными платежами:

1. Первоначальная (гарантийная) маржа составляет 10–15 % от стоимости фьючерсного контракта и вносится в расчетную палату участником фьючерсной торговли при открытии им позиции по фьючерсным контрактам. При

закрытии позиции первоначальная маржа возвращается участнику торговли. Первоначальную маржу платят обе стороны. Первоначальная маржа рассчитывается по формуле

$$M_n = (C_o \cdot K \cdot \Pi_n) / 100,$$

где  $C_o$  — цена открытой позиции на фьючерсном рынке;  $K$  — количество актива в натуральном выражении, на которое заключен фьючерсный контракт;  $\Pi_n$  — ставка постоянной маржи.

**Пример.** Стороны заключили фьючерсный контракт на 100 единиц актива по цене 100 руб. за единицу. Постоянная маржа 5 %.

$$M_n = (100 \cdot 100 \cdot 5) / 100 = 500 \text{ руб.}$$

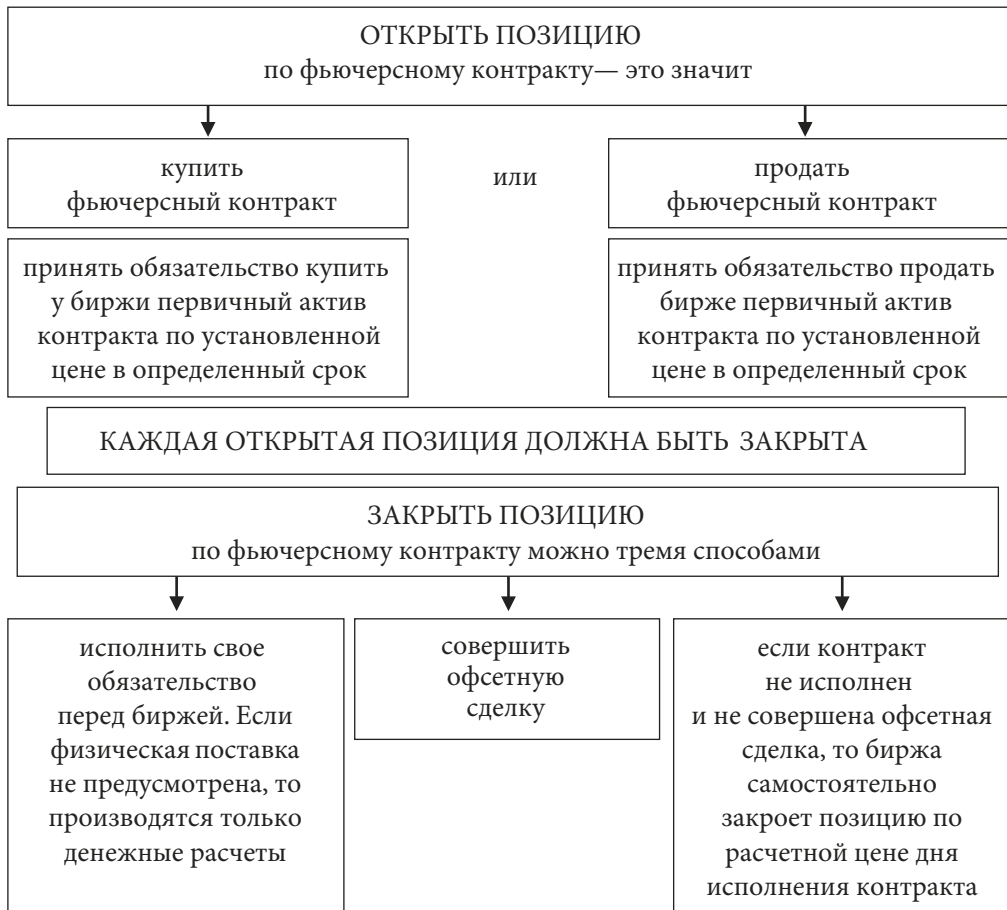


Рис. 5. Механизм открытия и закрытия позиции по фьючерсу

При этом первоначальная маржа выполняет ряд функций:

— является инструментом регулирования числа открытых позиций. Например, инвестор имеет 100 000 руб.;  $M_n = 500$  руб. следовательно, потенциальный инвестор сможет открыть 20 позиций. Если  $M_n$  увеличится до 1000 руб., то инвестор сможет суммарно открыть на бирже лишь 10 позиций; если  $M_n$  сократится до 200 руб., то — 50 позиций;

— гарантирует исполнение финансовых обязательств по фьючерсным контрактам в течение того торгового дня, когда он был заключен.

2. Вариационная (переменная) маржа вносится денежными средствами. Ее экономическое предназначение заключается в постоянном отслеживании текущей изменяющейся рыночной цены по фьючерсному контракту по сравнению с той ценой, по которой он был заключен. На основе этих изменений производится текущий перерасчет между сторонами контракта.

Переменная маржа всегда является прибылью для одних участников рынка и убытком для других (табл. 7).

Таблица 7

Пример расчета вариационной маржи

| Дата, время    | Цена контракта, руб. | Операции, осуществляемые трейдером  | Гарантийное обеспечение/вариационная маржа, руб/контракт | Операции, осуществляемые клиринговым центром         |
|----------------|----------------------|---|--|--|
| 01.06<br>15:38 | 10 505               | Покупка фьючерсного контракта MB3 9.05, внесение гарантийного обеспечения в размере 1050 руб. | -1050,5  | Резервирование средств гарантийного обеспечения      |
| 01.06<br>18:45 | 10 510               | —   | +5   | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи |
| 02.06          | 10 524               | —   | +14  | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи |
| 03.06          | 10 530               | —   | +6   | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи |

Окончание табл. 7

| Дата, время    | Цена контракта, руб.  | Операции, осуществляемые трейдером     | Гарантийное обеспечение/вариационная маржа, руб/контракт | Операции, осуществляемые клиринговым центром                     |
|----------------|---|--|--|--|
| 06.06          | 10 560  | —                                      | +30  | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи             |
| 07.06          | 10 585  | —                                      | +25  | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи             |
| 08.06          | 10 625  | —                                      | +40  | Начисление трейдеру положительной вариационной маржи             |
| 09.06<br>11:05 | 10 605  | Продажа фьючерсного контракта МВЗ 9.05 | -20  | Списание со счета трейдера отрицательной вариационной маржи      |
|                |   |  | +1050,5  | Высвобождение зарезервированных средств гарантийного обеспечения |
| <i>Итого</i>   | Доход от операции составил: 1050,5 + 5 + 14 + 6 + 30 + 25 + 40 - 20 + 1050,5 = 10 605 - 10 505 = 100 руб/контракт |  |  |  |

Обратимся к рассмотрению механизма ценообразования на фьючерсные контракты. Существует две разновидности цен:

1) рыночные — выявляются в ходе торгов под воздействием спроса и предложения на данный фьючерсный контракт;

2) теоретически справедливые (идеальные) — вычисляются по установленным математическим формулам:

а) теоретическая цена фьючерса на физический актив

$$\Pi_{\text{ф}} = \Pi_{\text{а}} (1 + (r + p) \cdot d/360),$$

где  $\Pi_{\text{ф}}$  учитывает прирост стоимости капитального актива и затраты инвестора, связанные с хранением, страховкой, транспортировкой актива и т. п.;  $\Pi_{\text{а}}$  — цена физического актива на спот-рынке;  $r$  — годовая рыночная процентная ставка (в долях единицы);  $p$  — расходы на хранение, страховку, транспортировку базисного актива, выраженные в процентах годовых в цене базисного актива (берется в долях);  $d$  — период в днях, оставшихся до момента окончания фьючерса;

б) теоретическая цена фьючерса на фондовый актив (акции)

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a (1 + (r - g) \cdot d / 360),$$

где  $\Pi_a$  — текущая рыночная цена акции;  $g$  — доходность или годовой доход, выплачиваемый на актив (в долях единицы);

в) теоретическая цена фьючерса на валютный актив

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a \frac{1 + r_p \frac{d}{360}}{1 + r_b \frac{d}{360}},$$

где  $\Pi_a$  — текущий валютный курс на спот-рынке;  $r_p$  — банковская процентная ставка по рублевым депозитам;  $r_b$  — банковская процентная ставка по валютным депозитам;  $d$  — число дней, оставшихся до окончания срока действия контракта.

Таким образом, качественный подход к образованию справедливой теоретической цены на фьючерсы состоит в том, что участнику торгов должны быть равно выгодны две противоположные рыночные стратегии:

1) купить актив сейчас, нести определенные затраты по его хранению и жертвовать неполученным процентным доходом оттого, что капитал размещен в этом активе, но при этом, если возможно, получать доход от пользования этим активом (например, получать дивиденды по акции). И только затем, по истечении определенного промежутка времени, продать этот актив;

2) купить актив тогда, когда он нам потребуется, и никак не раньше, т. е. через определенный промежуток времени, но уже по фьючерсной цене.

Приведенная формула описывает обе стратегии:

$$\Pi_{\phi} = \Pi_a + P + \Pi - D,$$

где  $P$  — капитальные расходы, связанные с владением данным активом;  $\Pi$  — упущенная выгода, прежде всего в форме неполученного процентного дохода по депозиту;  $D$  — полученная выгода за время обладания биржевым активом.

**Свободнообращающийся опционный контракт** (биржевой опцион) — это стандартизированный биржевой договор, дающий своему покупателю право выбора — заключить сделку с базовым активом или отказаться от нее.

За право этого выбора покупатель опциона платит определенную цену, именуемую премией. Премия ( $\pi$ ) — это цена опциона. Премию получает продавец опциона за то, что он всегда исполняет требования покупателя.

Принципиальная разница между покупателем и продавцом опционов состоит в том, что продавец опциона (тот, кто выписывает опционы) обязан

делать то, что приказывает ему покупатель опционов, в то время как покупатель волен выбирать, исполнять опцион или нет.

В рамках отношений, связанных с проведением операций с опционами, покупатель именуется держателем опциона, а продавец именуется надписателем опциона.

Цена, зафиксированная в опционном контракте, называется ценой исполнения или ценой страйк. Конкретный день, до или в который покупатель биржевого опциона имеет право заявить о своем требовании исполнить опцион, а продавец обязан выполнить это требование, именуется датой экспирации.

Традиционно классификация опционных контрактов проводится по следующим критериям.

*По дате исполнения (экспирации):*

- американский опцион (исполнение на любую дату до даты экспирации включительно);
- европейский опцион (исполнение на конкретную дату экспирации).

*По виду исходного актива:*

- товарный;
- валютный;
- фондовый;
- процентный;
- индексный фьючерсный.

*По виду права выбора:*

- опцион на покупку или колл-опцион (call-option);
- опцион на продажу или пут-опцион (put-option).

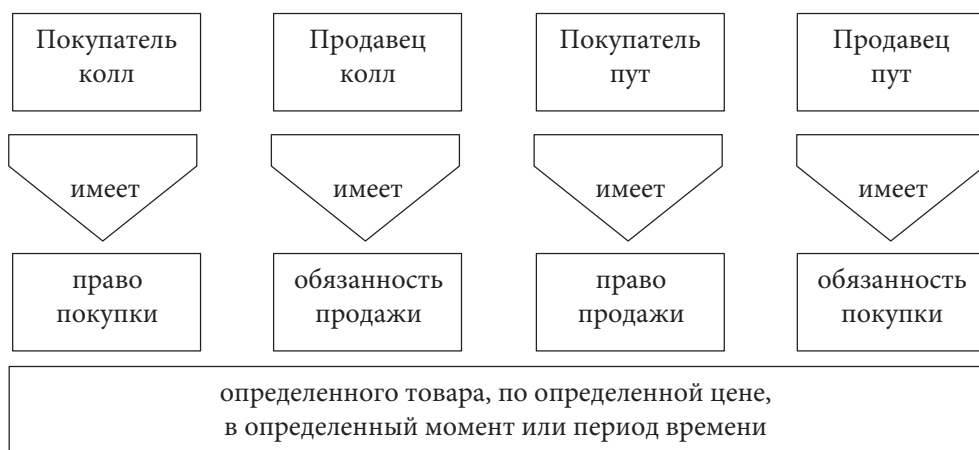


Рис. 6. Классификация биржевых опционов по виду права выбора



*В зависимости от соотношения цены страйк и рыночной цены:*

- опцион «в деньгах» (in the money — ITM option) — обладает внутренней стоимостью;
- опцион «при деньгах» (at the money — ATM option) — цена страйк равна рыночной цене;
- опцион «без денег» (out of the money — OTM option) — опцион, не имеющий внутренней стоимости.

Рассмотрим понятие и сущность цены биржевого опциона.

Цена биржевого опциона — это его премия, или та сумма денег, которую покупатель опциона платит его продавцу. Премия есть рыночная цена, так как она складывается под воздействием имеющихся на рынке спроса и предложения.

Цена биржевого опциона раскладывается на две составляющие — внутреннюю стоимость и временную стоимость.

$$\text{Внутренняя стоимость колл-опциона } (C_k) = C_a - C_{и},$$

где  $C_a$  — текущая рыночная цена актива;  $C_{и}$  — цена исполнения (страйк).

$C_a > C_{и}$  — опцион при деньгах (in the money — ITM опцион), поскольку его немедленное исполнение позволяет покупателю колл-опциона получить прибыль: купить у продавца опциона актив по цене исполнения, а затем продать его на первичном рынке актива по текущей рыночной цене, которая выше, чем страйк.

$C_a \approx C_{и}$  — опцион нулевой (at the money — ATM опцион).

$C_a < C_{и}$  — опцион без денег (out of the money — OTM опцион)

$$\text{Внутренняя стоимость пут-опциона } (C_p) = C_{и} - C_a.$$

$C_{и} > C_a$  — опцион при деньгах (in the money — ITM опцион), так как его немедленное исполнение позволяет покупателю пут-опциона получить прибыль: сначала купить актив на первичном рынке по текущей рыночной цене, которая ниже, чем страйк, а затем продать этот актив продавцу опциона пут по цене страйк.

$C_{и} \approx C_a$  — опцион нулевой (at the money — ATM опцион).

$C_{и} < C_a$  — опцион без денег (out of the money — OTM опцион).

Временная стоимость биржевого опциона =  $\pi$  — внутренняя стоимость.

Если внутренняя стоимость  $< 0$ , временная стоимость =  $\pi$ .

Временная стоимость — это часть цены, уплаченная за право заработать деньги: покупатель платит цену за время, в течение которого есть возможность заработать. Временная стоимость уменьшается (амортизируется) с течением времени, т. е. с приближением даты экспирации. Это объясняется тем, что вре-

менная стоимость отражает вероятностный уровень колебания цен на актив опциона, или уровень рыночного риска этого актива.

Относительно премии опционов колл и пут применительно понятие ее верхней и нижней границы.

Верхняя граница премии опционов колл в любой момент времени действия контракта не должна быть выше спот цены базисного актива. В том случае если на акцию выплачивается дивиденд, то верхняя граница должна быть уменьшена на величину продисконтированного дивиденда, т. е.

$$\pi_{\max \text{ КОЛЛ}} \leq \Pi_a - \frac{\text{Div}}{1 + r \cdot \frac{t}{12}},$$

где  $\Pi_a$  — спот-цена базисного актива; Div — дивиденд;  $t$  — срок (в месяцах), через который произойдет выплата дивиденда

При нарушении данного условия инвестор может совершить арбитражную операцию: он купит актив и выпишет на нее опцион.

**Пример.** Цена спот-акции — 100 руб., ставка без риска — 10 % годовых. По акции через три месяца выплачивается дивиденд в размере 8 руб. Определить верхнюю границу премии трехмесячного европейского опциона колл на эту акцию с ценой исполнения 50 руб., если дивиденд на акцию выплачивается перед моментом истечения опциона.

$$\pi_{\max \text{ КОЛЛ}} = 100 - \frac{8}{1 + 0,10 \cdot \frac{3}{12}} = 92,2.$$

К моменту истечения срока действия контракта опцион пут должен стоить не больше цены исполнения. Поэтому в момент его приобретения он должен стоить меньше приведенной стоимости цены исполнения. В противном случае инвестор может получить прибыль, выписав опцион и разместив сумму премии под процент без риска на период действия контракта.

$$\pi_{\max \text{ ПУТ}} \leq \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \cdot \frac{t}{12}},$$

где  $\Pi_{\text{и}}$  — цена исполнения;  $t$  — срок действия фьючерсного контракта.

Нижняя граница премии опциона колл на акции, по которым не выплачиваются дивиденды, составляет

$$\pi_{\min \text{ колл}} = \Pi_a - \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \cdot \frac{t}{12}},$$

где  $t$  — срок (в месяцах) действия опционного контракта;  $r$  — рыночная процентная ставка периода  $t$ .

В том случае если за период действия опционного контракта на акцию выплачивается дивиденд, то его дисконтируют и наряду с продисконтированной ценой исполнения вычитают из спот-цены базисного актива, т. е.

$$\pi_{\min \text{ колл}} = \Pi_a - \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \cdot \frac{t}{12}} - \frac{\text{Div}}{1 + r \cdot \frac{t_1}{12}},$$

где  $t_1$  — срок в месяцах, через который произойдет выплата дивидендов.

**Пример.** Цена спот-акции — 105 руб., цена исполнения — 100 руб., ставка без риска для 65 дней — 8 % годовых. В последний день действия контракта на акцию выплачивается дивиденд в размере 2 руб. Нужно определить нижнюю границу премии европейского опциона колл, который заключается на 65 дней. Финансовый год равен 365 дням.

$$\pi_{\min \text{ колл}} = 105 - \frac{100}{1 + 0,08 \cdot \frac{65}{365}} - \frac{2}{1 + 0,08 \cdot \frac{65}{365}} = 4,43.$$

Нижняя граница премии опциона пут на акции, по которым не выплачивается дивиденд, равна

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{\Pi_{\text{и}}}{1 + r \cdot \frac{t}{12}} - \Pi_a,$$

где  $\Pi_{\text{и}}$  — цена исполнения;  $\Pi_a$  — спот-цена базисного актива;  $t$  — период действия фьючерсного контракта.

Если за период действия опционного контракта на акцию выплачивается дивиденд, то спот-цену акции уменьшают на величину продисконтированного дивиденда, т. е.

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{\Pi_{\text{и}}}{1+r \cdot \frac{t}{12}} - \left( \Pi_{\text{а}} - \frac{\text{Div}}{1+r \cdot \frac{t_1}{12}} \right),$$

где  $t_1$  — срок (в месяцах), через который произойдет выплата дивидендов.

**Пример.** Цена спот-акции 95 руб., на акцию через 60 дней выплачивается дивиденд в размере 3 руб., ставка без риска — 10 % годовых. Европейский опцион пут на акцию с ценой исполнения 100 руб. истекает через 90 дней. Финансовый год равен 365 дням. Нужно определить нижнюю границу премии опциона.

$$\pi_{\min \text{ пут}} = \frac{100}{1+0,10 \cdot \frac{90}{365}} - \left( 95 - \frac{3}{1+0,10 \cdot \frac{60}{365}} \right) = 5,54.$$

Особенности цены опциона:

- премия по колл- и пут-опционам возрастает с отдалением срока поставки;
- премия по колл-опциону уменьшается с увеличением цены исполнения, а премия по пут-опциону увеличивается с увеличением цены исполнения;
- премия по колл-опциону связана с премией по пут-опциону через следующее теоретическое равенство для одного и того же актива с одинаковой датой экспирации и одинаковой ценой страйк:

$$C - P = \Pi_{\text{а}} - \frac{\Pi_{\text{и}}}{(1+r)^t} - \frac{d}{(1+r)^{t_0}},$$

где  $C$  — премия по колл-опциону;  $P$  — премия по пут-опциону;  $\Pi_{\text{а}}$  — текущая рыночная цена базового актива (акции);  $\Pi_{\text{и}}$  — единая цена исполнения опционов колл и пут;  $r$  — безрисковая ставка процента;  $d$  — доход, приносимый ценной бумагой за время действия опциона;  $t$  — время, оставшееся до окончания срока действия фьючерсного контракта;  $t_0$  — время до выплаты дохода по ценной бумаге.

## 5.5. ОСНОВЫ АНАЛИЗА И УПРАВЛЕНИЯ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Материал, который относится к тематическому направлению «Анализ и управление на финансовых рынках» представляет весьма объемный раздел теоретико-практических знаний о финансовых рынках и институтах. Такой

очень обширный блок для изучения сложно уместить и в нескольких изданиях, даже если рассматривать его сугубо в разрезе базовых основ. Поэтому в рамках данной главы будут рассмотрены вопросы первичных основ анализа и управления в числе тех аспектов и элементов, на которые авторы данного учебника считают необходимым и важным обратить внимание.

Прежде всего обратим внимание на концепцию **временной стоимости денег**, согласно которой любая денежная единица, в какой бы национальной валюте она ни была выражена, сегодня стоит больше, чем завтра. Это основывается на факте, что настоящее определено, а будущее — нет. Текущее потребление лучше, чем перенос вознаграждения на будущие периоды. По этой причине должен быть стимул для отсрочки вознаграждения. Этот стимул представлен процентной ставкой.

Процентные ставки обычно имеют ежегодный базис и выражают вознаграждение, которое нужно заемщику заплатить кредитору за услугу предоставления ссуды. Есть несколько типов процентных ставок.

**Простой процент** предполагает, что процент начисляется на номинал по следующей формуле:

$$\begin{aligned} \text{Простой процент} &= \\ &= (\text{начальная стоимость}) \cdot (\text{процентная ставка}) \cdot (\text{число лет}). \end{aligned}$$

Начальная стоимость — основная сумма, по которой платятся проценты в течение установленного срока.

**Пример.** Необходимо определить простой процент, начисленный на 1000 руб., инвестированных под 7 % годовых, за 10 лет:

$$1000 \text{ RUB} \cdot 0,07 \cdot 10 = 700 \text{ RUB.}$$

Однако в реальности полученный доход реинвестируется для получения большего дохода в последующие периоды.

**Сложный процент** предполагает, что доход реинвестируется. Поэтому сложный процент — это простой процент плюс доход, заработанный на простом проценте. Формула для вычисления сложного процента на данную начальную стоимость на установленный срок такова:

$$\text{Сложный процент} = (\text{начальная сумма}) \cdot [(1 + \text{ставка процента})^{\text{число лет}} - 1].$$

**Пример.** Необходимо определить сложный процент, заработанный за 10 лет на 1000 руб., инвестированных под  $R = 7\%$  годовых.

$$1000 \text{ RUB} \cdot [(1 + 0,07)^{10} - 1] = 967,15 \text{ RUB.}$$

Произведем контрольные расчеты в табличной форме:

| Год | Капитал в начале периода<br>[1] | Процент<br>[2] = [1] · R | Капитал в конце периода<br>[1] + [2] |
|-----|---------------------------------|--------------------------|--------------------------------------|
| 1   | 1000                            | 70                       | 1070                                 |
| 2   | 1070                            | 74,9                     | 1144,9                               |
| 3   | 1144,9                          | 80,14                    | 1225,04                              |
| ... | ...                             | ...                      | ...                                  |
| 10  | 1838,46                         | 128,69                   | 1967,15                              |

Таким образом, видно, что после 10 лет доход по сложному проценту равен 967,15 руб., в то время как доход по простому проценту равен 700 руб.

Процесс определения *текущей стоимости* (present value) будущего платежа (или дохода) или серии будущих выплат (или доходов) называют дисконтированием. Ставку сложного процента, используемую для дисконтирования денежных потоков, также называют ставкой дисконта.

Текущая стоимость будущего дохода вычисляется по формуле

$$\text{Текущая стоимость} = \frac{\text{Будущая стоимость}}{1 + \text{Ставка процента}}^{\text{число лет}}$$

Текущая стоимость будущего денежного потока обратно пропорциональна длительности инвестиционного периода и уровню процентных ставок.

**Пример.** Финансовая компания предлагает выплатить вам 100 000 руб. через 10 лет, если вы займете ей 60 000 руб. сегодня. При ставке заимствования в национальной экономике 7 % текущая стоимость 100 000 руб., которые будут выплачены через 10 лет, составляет:

$$\text{Текущая стоимость} = \frac{100\,000}{(1 + 0,07)^{10}} = 50\,835 \text{ RUB.}$$

Принятие данного предложения подразумевало бы уплату 60 000 руб. за то, что стоит 50 835 руб.

Процесс нахождения *будущей стоимости* платежа (или дохода) или ряда платежей (или доходов) с использованием понятия сложного процента известен как начисление сложных процентов. Общая формула для начисления следующая:

$$\begin{aligned} & \text{Будущая стоимость} = \\ & = (\text{Текущая стоимость}) \cdot (1 + \text{процентная ставка})^{\text{число лет}}. \end{aligned}$$

**Пример.** На банковском счете депонированы 100 руб. со ставкой 5 % годовых. Нужно определить состояние счета в конце первого и второго года соответственно.

В конце первого года

$$100 \cdot (1 + 0,05) = 105 \text{ RUB.}$$

В конце второго года

$$105 \cdot (1 + 0,05) = 110,2 \text{ RUB.}$$

Мы заработали 5 %-й доход на 5 руб., выплаченных в конце первого года ( $5 \cdot 5\% = 0,25$ ).

Согласно общей формуле

$$100 \cdot (1 + 0,05)^2 = 110,25 \text{ RUB.}$$

Чем выше процентная ставка и чем дольше срок вложения инвестиций, тем больше сумма накопленных сложных процентов.

**Пример.** Предположим, что 1000 руб. были депонированы на сберегательном счете 01.01.1954. Необходимо определить состояние счета на 31.12.2020, если проценты начислялись по ставке 10,5 %.

Сложные проценты начислялись 67 лет:

$$1000 \cdot (1,105)^{67} = 804\,030,69 \text{ RUB.}$$

При начислении простых процентов

$$1000 + (1000 \cdot 0,105 \cdot 67) = 8035 \text{ RUB.}$$

В специальном случае **аннуитета** (ренты) определенная сумма денег платится ежегодно определенное число лет. Текущая стоимость этой серии денежных потоков определяется по следующей формуле:

$$\text{Текущая стоимость} = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+R)^t} = \frac{CF}{R} \cdot \left( 1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right),$$

где  $R$  — процентная ставка;  $CF$  — аннуитетный платеж;  $n$  — количество лет выплаты аннуитета.

При использовании этой формулы предполагается, что первая выплата будет получена через один год с настоящего момента.

**Пример.** Финансовая компания предлагает платить вам 10 000 руб. ежегодно в течение 10 лет, если займете ей 70 000 руб. сегодня. При ставке заимствования в национальной экономике 7 % текущая стоимость этой 10-летней ренты составляет

$$\text{Текущая стоимость} = \frac{10\,000}{0,07} \cdot \left( 1 - \frac{1}{(1+0,07)^{10}} \right) = 70\,236 \text{ RUB.}$$



Принятие этого предложения подразумевает платеж 70 000 руб. за то, что стоит 70 236 руб.

Будущая стоимость той же самой серии денежных потоков предполагает, что все денежные потоки реинвестируются по той же самой процентной ставке  $R$  и могут быть рассчитаны по следующей формуле:

$$\text{Будущая стоимость} = \sum_{t=0}^{n-1} CF \cdot (1+R)^t = CF \cdot \left( \frac{(1+R)^n - 1}{R} \right).$$

При использовании этой формулы предполагается, что первая выплата будет получена через один год с настоящего момента.

**Пример.** Нужно определить будущую стоимость серии 7 % купонных платежей 10-летней облигации, купленной по номиналу (1000 руб.), если мы предполагаем, что все платежи реинвестируются по ставке 7 %:

$$\text{Будущая стоимость} = 70 \cdot \left( \frac{(1+0,07)^{10} - 1}{0,07} \right) = 967,15 \text{ RUB.}$$

При начислении простых процентов

$$1000 \cdot 0,07 \cdot 10 = 700 \text{ RUB.}$$

Начисление сложных процентов может происходить не только ежегодно, оно может происходить с большей частотой. Если проценты начисляются  $m$  раз в году, то начальная сумма  $N_0$ , инвестированная под годовую процентную ставку  $R$  на  $n$  лет, становится равной

$$N_0 \cdot \left( 1 + \frac{R}{m} \right)^{m \cdot n}.$$

Когда  $m \rightarrow \infty$ , т. е. процент выплачивается в каждый момент, эта формула приобретает следующий вид:

$$N_0 \cdot e^{R \cdot n},$$

где  $e \approx 2,718$  (величина постоянная).

Поэтому можем использовать следующую формулу:

$$\text{Будущая стоимость} = (\text{Текущая стоимость}) \cdot e^{\text{Время} \cdot \text{Мгновенная процентная ставка}}.$$

Непрерывное начисление сложных процентов создаст более высокую будущую стоимость. Так как проценты выплачиваются непрерывно, будет начислено больше процентов на доходы.

**Пример.** На банковском счете депонированы 100 руб. с 5 % непрерывным годовым процентом. Необходимо определить остаток на счете в конце первого и второго года соответственно, если используется непрерывное начисление сложных процентов.

В конце первого года остаток равен

$$100 \cdot e^{0,05 \cdot 1} = 105,13 \text{ RUB.}$$

В конце второго года остаток равен

$$100 \cdot e^{0,05 \cdot 2} = 110,52 \text{ RUB.}$$

Обратимся к концепции *риска и доходности*.

В случае если текущий доход недостаточен для покрытия нужд потребления, возникает необходимость заимствований на сумму разницы. С другой стороны, когда текущий частный доход превышает потребление, появляется тенденция к сбережению избыточных средств. Этот дисбаланс порождает рынок: вместо того чтобы хранить свои сбережения, частные лица могут отказаться от немедленного обладания своими сбережениями взамен на более высокий уровень будущего потребления, ссужая свои сбережения.

То, что потребуют инвесторы, предоставляющие свои средства в займ или осуществляющие свои инвестиционные вложения в иной форме с целью компенсировать время, ожидаемый уровень инфляции и неопределенность дохода, есть *требуемая ставка доходности*.

Ставку обмена будущего потребления и текущего потребления называют *реальной безрисковой ставкой*. Эта ставка обмена иногда упоминается как чистая временная стоимость денег. Реальная безрисковая процентная ставка всего лишь компенсирует инвестору потерю времени. В отсутствие инфляции и неопределенности дохода требуемая ставка доходности и реальная безрисковая процентная ставка будут одинаковыми. Тем не менее исторически инфляция практически никогда не была нулевой. Поэтому инвестор должен будет учесть ее, если он не желает постепенного снижения своей покупательской способности. Очевидно, одна из проблем заключается в том, что мы не знаем будущего уровня инфляции. Поэтому лучшее, что мы можем сделать, — оценить будущий уровень инфляции (ожидаемая инфляция).

Реальная безрисковая процентная ставка, увеличенная на ожидаемый уровень инфляции, именуется «номинальной безрисковой ставкой».

Если будущие выплаты по вложению несут в себе неопределенность, инвестор затребует премию за риск как вознаграждение за этот дополнительный риск. Суммирование премии за риск с номинальной безрисковой ставкой дает то, что выше было обозначено как требуемая ставка доходности.

В этом ракурсе базовым знанием выступает знание о соотношении риска и доходности, а также об основах их измерения.

Наиболее распространенной мерой **доходности** является доходность за период вложения, также называемой ставкой доходности за данный период. По активу, не приносящему дивидендов и купонных выплат, такому как золото, ставка доходности равна процентному изменению в цене актива:

$$R_{t-1,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}},$$

где  $R_{t-1,t}$  — доходность от актива за период времени с  $t - 1$  до  $t$ ;  $P_{t-1}$  — цена актива на момент времени  $t - 1$ ;  $P_t$  — цена актива на момент времени  $t$ .

**Пример.** Инвестор приобретает одну унцию золота в момент времени  $t = 0$  за 1650 долл. США и продает ее в момент  $t = 1$  за 1800 долл. Доходность инвестора за период равна

$$R_{0,1} = \frac{1800 - 1650}{1650} = 0,0909 = 9,1\% .$$

Однако большинство финансовых активов приносят промежуточные денежные потоки, принимающие форму дивидендов или купонных платежей. Если доходности по этим активам рассчитываются сразу после дивидендной или купонной выплаты, доходность равна

$$R_{t-1,t} = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}},$$

где  $D_t$  — дивиденд, выплаченный в момент  $t$ .

**Пример.** Инвестор покупает акцию в момент  $t = 0$  за 100 долл.; в момент  $t = 1$  выплачивается дивиденд в размере 10 долл., в этот же момент акция оценивается в 105 долл., тогда доходность инвестора за период равна

$$R_{0,1} = \frac{10 + 105 - 100}{100} = 0,15 = 15\% .$$

Обычно за продолжительность периода принимается один год. Однако платежи могут осуществляться и в течение года. Например, квартальные дивидендные выплаты распространены в США. Проблема заключается в том, как оперировать этими промежуточными денежными потоками. Самый простой способ — измерить доходности при наличии промежуточных денежных по-

токов и предположить, что эти платежи реинвестируются по установленной ставке. Тогда вышеуказанная формула преобразуется:

$$R_{t-1,t} = \frac{D_{\tau} \cdot (1 + R_{\tau,t})^{t-\tau} + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}},$$

где  $D_{\tau}$  — дивиденд, выплачиваемый в момент  $\tau$ ;  $R_{\tau,t}$  — ставка доходности в годовом исчислении, используемая для реинвестирования, с момента  $\tau$  до момента  $t$ . Обычно  $R_{\tau,t}$  устанавливается на уровне безрисковой ставки процента за рассматриваемый период.

**Пример.** Инвестор покупает акцию в момент  $t = 0$  за 100 долл., в момент  $t = 0,5$  выплачивается дивиденд в размере 10 долл., который реинвестируется под безрисковую процентную ставку, равную 4 % годовых, до конца периода. В момент  $t = 1$  акция оценивается в 105 долл. Доходность инвестора за период составляет

$$R_{0,1} = \frac{10 \cdot 1,04^{0,5} + 105 - 100}{100} = 0,152 = 15,2 \%$$

Поскольку мы рассчитываем доходность на акцию, может быть, более уместно допустить, что дивидендные выплаты реинвестируются в сам актив. Тогда доходность за период инвестиции может быть рассчитана как

$$R_{t-1,t} = \frac{D_{\tau} \cdot \frac{P_t}{P_{\tau}} + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}},$$

где  $P_{\tau}$  — цена актива на момент  $\tau$ .

Эти формулы можно обобщить, когда производится любое количество  $k$  промежуточных выплат:

$$R_{t-1,t} = \frac{P_t - P_{t-1} + \sum_{j=1}^k D_{\tau_j} \cdot (1 + R_{\tau_j,t})}{P_{t-1}},$$

где  $\tau_j$  — момент выплаты  $j$ -го дивиденда или купона, такой что  $t - 1 \leq \tau_j \leq t$ , и  $R_{\tau_j,t}$  — безрисковая процентная ставка в рассматриваемом периоде (с  $\tau_j$  по  $t$ ),

если объект реинвестирования — безрисковый актив, или  $R_{\tau_j,t} = \frac{P_t}{P_{\tau_j}} - 1$ , если

дивиденд в момент  $\tau_j$  реинвестируется в тот же актив.

Обычно инвестор держит актив более одного временного периода и, возможно, будет заинтересован в расчете средней доходности по своему вложению за период инвестирования. Например, примем продолжительность инвестиционного периода за 2 года. Инвестор хочет рассчитать среднюю годовую доходность. Первый и интуитивный подход — взять среднее арифметическое от показателей доходности за рассматриваемый период, т. е. сумму доходов за период вложения, разделенную на число периодов, составляющих период вложения:

$$\bar{R}_{0,T}^{(a)} = \frac{1}{T} \cdot \sum_{t=1}^T R_{t-1,t},$$

где  $R_{t-1,t}$  — доходности за периоды вложений;  $T$  — количество периодов, составляющих период вложения.

Следующий пример демонстрирует, что это недопустимый метод.

**Пример.** Предположим, что на рынке представлены акции компаний А, В, С, продолжительность вложения в которые составляет два временных периода. Цены на конец периода:

| Компания | $t = 0$ | Период 1 |                         | Период 2 |                         |
|----------|---------|----------|-------------------------|----------|-------------------------|
|          | Цена    | Цена     | Доходность за период, % | Цена     | Доходность за период, % |
| А        | 100     | 110      | 10                      | 121      | 10                      |
| В        | 100     | 150      | 50                      | 121      | -19,3                   |
| С        | 100     | 200      | 100                     | 121      | -39,5                   |

Очевидно, что эти три актива принесли один и тот же доход, поскольку стоимости на начало и на конец периода одинаковы.

Тем не менее среднее арифметическое  $\frac{1}{2} \cdot \left( \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{P_0 - P_1}{P_1} \right)$  дает:

$$\text{— для А: } \bar{R}_{0,2}^{(a)} = \frac{1}{2} \cdot \left( \frac{110 - 100}{100} + \frac{121 - 110}{110} \right) = \frac{(10\% + 10\%)}{2} = 10\%;$$

$$\text{— для В: } \bar{R}_{0,2}^{(a)} = \frac{1}{2} \cdot \left( \frac{150 - 100}{100} + \frac{121 - 150}{150} \right) = \frac{(50\% + 19,3\%)}{2} = 15,33\%;$$

$$\text{— для С: } \bar{R}_{0,2}^{(a)} = \frac{1}{2} \cdot \left( \frac{200 - 100}{100} + \frac{121 - 200}{200} \right) = \frac{(100\% - 39,5\%)}{2} = 30,25\%.$$

Это, по-видимому, говорит о том, что акция компании С показала больший результат, что, очевидно, не так.

Подходящий способ оценить доходности за период вложения состоит в расчете среднего геометрического от доходностей за период вложения в течение рассматриваемого периода:

$$\begin{aligned} R_{0,T}^{(g)} &= \sqrt[T]{(1+R_{0,1}) \cdot (1+R_{1,2}) \cdot \dots \cdot (1+R_{T-1,T})} - 1 = \sqrt[T]{\left(\frac{P_1}{P_0}\right) \cdot \left(\frac{P_2}{P_1}\right) \cdot \dots \cdot \left(\frac{P_T}{P_{T-1}}\right)} - 1 = \\ &= \sqrt[T]{\left(\frac{P_T}{P_0}\right)} - 1 = \sqrt[T]{(1+R_{0,T})} - 1 = (1+R_{0,T})^{\frac{1}{T}} - 1. \end{aligned}$$

Это связано с тем, что доходности за период вложения являются мультипликативными, а не аддитивными.

**Пример.** Для данных предыдущего примера вышеуказанное равенство для трех акций примет вид:

$$\text{— для А: } \bar{R}_{0,2}^{(g)} = \sqrt{\left(\frac{P_1}{P_0}\right) \cdot \left(\frac{P_2}{P_1}\right)} - 1 = \sqrt{\left(\frac{110}{100}\right) \cdot \left(\frac{121}{110}\right)} - 1 = \sqrt{1,10 \cdot 1,10} - 1 = 10\%;$$

$$\text{— для В: } \bar{R}_{0,2}^{(g)} = \sqrt{\left(\frac{P_1}{P_0}\right) \cdot \left(\frac{P_2}{P_1}\right)} - 1 = \sqrt{\left(\frac{150}{100}\right) \cdot \left(\frac{121}{150}\right)} - 1 = \sqrt{1,50 \cdot 0,81} - 1 = 10\%;$$

$$\text{— для С: } \bar{R}_{0,2}^{(g)} = \sqrt{\left(\frac{P_1}{P_0}\right) \cdot \left(\frac{P_2}{P_1}\right)} - 1 = \sqrt{\left(\frac{200}{100}\right) \cdot \left(\frac{121}{200}\right)} - 1 = \sqrt{2,00 \cdot 0,605} - 1 = 10\%.$$

Необходимо отметить, что при применении среднего геометрического рассматриваемый рыночный рост в процентах, сопровождаемый равным падением в процентах, не приводит к нулевой средней доходности за два периода.

**Пример.** В течение первого года цена акции возрастает на  $R_{0,1} = 10\%$ . Во второй год стоимость акции снижается на  $10\%$ , т.е.  $R_{1,2} = -10\%$ . Средняя годовая доходность за два года составляет

$$\bar{R}_{0,2}^{(g)} = \sqrt{(1+0,10) \cdot (1-0,10)} - 1 = \sqrt{0,99} - 1 = 0,995 - 1 = -0,5\%.$$

В некоторых случаях рассматриваемый период меньше года, например, день, месяц или квартал. Тем не менее доходности обычно сравниваются в годовом исчислении. По этой причине они должны быть пересчитаны соответствующим образом.

Приведение доходностей за период вложения к годовому исчислению производится следующим образом. Рассмотрим временной период в  $\tau$  дней, за который была получена простая доходность  $R_\tau$ . Мы хотим выразить ставку  $R_\tau$  как простую годовую процентную ставку, для этого может быть использована следующая формула:

$$R_{\text{год}} = (1 + R_\tau)^{360/\tau} - 1.$$

**Пример.** Пусть имеется акция стоимостью 100 долл. на 31.12 и стоимостью 110 долл. на 31.03. Ставка простой доходности по этой акции в годовом исчислении равна

$$R_{\text{год}} = \left(\frac{110}{100}\right)^{360/90} - 1 = 46,41\%.$$

Заметим, что использование в расчетах 360 дней вместо 365 или действительного числа дней зависит от страны проведения расчетов.

Приведение непрерывно начисляемых доходностей к годовому выражению производится следующим образом. Поскольку непрерывно начисляемые доходности аддитивны, то, если  $r_\tau$  — непрерывно начисляемая ставка доходности за период в  $\tau$  дней, соответствующая годовая ставка равна

$$R_{\text{год}} = \frac{360}{\tau} \cdot r_\tau.$$

**Пример.** Имеется акция, стоимость которой на 31.12 составляет 100 долл. США, а стоимость на 31.03 равна 110 долл. Годовая непрерывно начисляемая доходность по этой акции равна

$$R_{\text{год}} = \frac{360}{90} \cdot \ln\left(\frac{110}{100}\right) = 38,12\%.$$

На основании ранее изложенной в этом параграфе информации мы выяснили, как, используя прошлые данные за период, найти доходность за время вложения, т. е. по известным результатам данного вложения (*ex post*). Но проблема возникает, когда нужно выбрать объект инвестирования. Ведь в текущий момент, т. е. *ex ante*, доходности неизвестны. Можно рассуждать об оценках и перспективах, но эти концепции сложно точно описать. Ключевым шагом современной теории портфеля и большей части современных финансов является описание доходностей *ex ante* в вероятностных терминах, т. е. в видении доходностей за период вложения как случайных величин и расчете ожидаемой доходности, обозначаемой как  $E(R)$  или  $E(r)$ . Более того, оценка ожидаемой до-



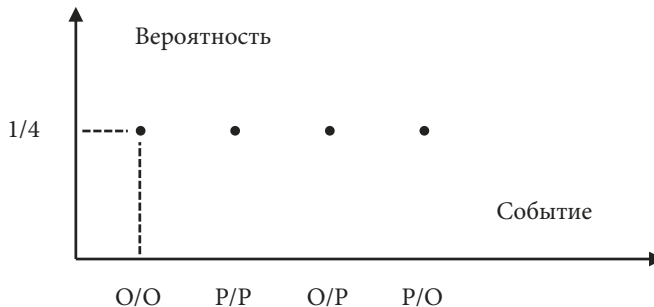
ходности должна рассматриваться вместе с соответствующим **риском**. Чтобы иметь возможность оценить риск количественно, мы очень кратко рассмотрим вероятностные понятия.

**Пространство выборок**, также именуемое пространством элементарных исходов, будет определено как совокупность всех возможных исходов или «состояний» рассматриваемой случайной величины. Каждому состоянию  $s$  пространства выборок можно сопоставить число  $\pi_s$ , называемое вероятностью состояния  $s$ . Очевидно, что вероятность  $\pi_s$  показывает «число шансов» из 100 % на то, что выпадет состояние  $s$ , если мы случайно генерируем «событие» из того же пространства выборок. Из этого следует, что  $p(s)$  может лежать между 0 и 1 (поскольку ни одно событие не может иметь отрицательную вероятность, равно как и более 100-процентного шанса наступления). Более того, сумма вероятностей всех событий пространства должна быть равна 1, поскольку все возможные события должны лежать в одном пространстве; мы имеем 100 % шанс, что произойдет событие из пространства вероятностей, если мы генерируем его случайным образом.

**Пример.** Если дважды бросить монету, пространство событий будет содержать четыре результата, а именно: орел/орел, решка/решка, орел/решка, решка/орел. Можно легко проверить, что оно включает все возможные состояния. Каждому из них можно сопоставить вероятность в  $1/4$ , поскольку каждое из состояний равновероятно.

Затем мы можем определить функцию распределения вероятностей как функцию  $p(s)$ , которая сопоставляет событию  $s$  вероятность  $\pi_s$  этого события.

Если мы рассмотрим этот пример с подбрасыванием монеты дважды, функция распределения вероятностей будет дискретной функцией, представленной следующим образом:



Попытаемся применить эти принципы к доходностям. Чтобы сопоставить вероятности нашим состояниям, мы прежде всего должны определить сами

состояния. При рассмотрении финансовых активов в каждом их возможном состоянии изучаемый актив будет иметь разную стоимость, доходность по активу будет изменяться соответственно. Таким образом, необходимо выделить несколько возможных сценариев для будущего в зависимости от желаемой степени точности и объема доступной информации, причем каждому сценарию соответствует определенная вероятность. Формально состояния должны быть определены таким образом, чтобы охватить все уместные возможности, чтобы сумма их вероятностей составила 1.

Возможным способом представления бесконечного числа отдельных исходов является их группировка по категориям. Например, допустим, что существует инвестор, рассматривающий годовое вложение в фондовый рынок страны X, заинтересованный в прогнозировании доходности этого рынка в ближайшем году. Единственной доступной информацией является список значений годовой доходности по фондовому индексу за последние 50 лет (табл. 8).

Так инвестор может рассчитать количество значений доходности менее нуля процентов и число значений более нуля процентов и разделить количество на 50. Это дает  $36/50 = 0,72$  шанса из одного, что доходность превысит ноль, и  $14/50 = 0,28$  шанса из одного, что доходность будет меньше нуля.

Таблица 8

**Список значений годовой доходности фондового рынка страны X за последние 50 лет**

| Год  | Доходность, % | Год  | Доходность, % | Год  | Доходность, % | Год  | Доходность, % | Год  | Доходность, % |
|------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|---------------|
| 1950 | 9,68          | 1960 | 44,46         | 1970 | -10,65        | 1980 | 6,07          | 1990 | -19,31        |
| 1951 | 19,53         | 1961 | 49,39         | 1971 | 15,50         | 1981 | -11,91        | 1991 | 17,67         |
| 1952 | 8,37          | 1962 | -17,71        | 1972 | 20,73         | 1982 | 13,26         | 1992 | 17,64         |
| 1953 | 10,48         | 1963 | -0,16         | 1973 | -20,00        | 1983 | 27,29         | 1993 | 50,81         |
| 1954 | 26,14         | 1964 | -6,93         | 1974 | -33,14        | 1984 | 4,52          | 1994 | -12,26        |
| 1955 | 5,99          | 1965 | -7,00         | 1975 | 46,76         | 1985 | 61,36         | 1995 | 25,45         |
| 1956 | 2,12          | 1966 | -12,09        | 1976 | 7,89          | 1986 | 9,71          | 1996 | 19,54         |
| 1957 | -10,25        | 1967 | 47,19         | 1977 | 8,09          | 1987 | -27,48        | 1997 | 58,93         |
| 1958 | 22,76         | 1968 | 39,49         | 1978 | -0,51         | 1988 | 23,61         | 1998 | 14,29         |
| 1959 | 29,20         | 1969 | 4,48          | 1979 | 10,93         | 1989 | 22,59         | 1999 | 5,72          |

Это определяет простое дискретное распределение, которое можно записать

$$\begin{cases} Prob(R \leq 0\%) = 0,28, \\ Prob(R \geq 0\%) = 0,72. \end{cases}$$

Эта информация полезна, однако, чтобы сделать более точные заключения, мы должны распределить данные по более узким категориям. Например, мы могли бы рассмотреть следующие интервалы: менее  $-15\%$ , от  $-15\%$  до  $0\%$ , от  $0$  до  $15\%$ , от  $15$  до  $30\%$ , более  $30\%$ .

Применяя ту же методику, мы получим следующее распределение:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Prob}(R \leq -15\%) = 0,10, \\ \text{Prob}(-15\% < R \leq 0\%) = 0,18, \\ \text{Prob}(0\% < R \leq 15\%) = 0,30, \\ \text{Prob}(15\% < R \leq 30\%) = 0,26, \\ \text{Prob}(R > 30\%) = 0,16. \end{array} \right.$$

Если мы захотим сделать более точные заключения, нам придется снова сузить границы интервалов. Это уточнение может продолжаться и продолжаться. Если выбранные категории достаточно малы, можно сопоставить каждой доходности значение вероятности. В нашем примере мы ограничены числом наблюдений, равным 50. Чтобы рассмотреть более узкие интервалы, нам пришлось бы увеличить выборку, расширив период измерения, или рассмотреть более короткие временные промежутки, например, использование ежемесячных доходностей предоставило бы нам  $50 \cdot 12 = 600$  наблюдений.

Одним из параметров распределения вероятностей, для сводной оценки таких сложных объектов, как распределение доходностей, используется дисперсия доходностей.

Существует несколько способов измерения дисперсии распределения вероятностей:

- интервал возможных исходов характеризует набор возможных значений, принимаемых рассматриваемой переменной. Особый интерес представляют минимальное и максимальное значения из всех возможных. Обычно нижняя граница цены ценной бумаги равна 0, поскольку и акции, и облигации несут обязательства, ограниченные ценой. Некоторые ценные бумаги имеют и верхний предел, например, облигации имеют дату погашения, в то время как акции — нет;

- стандартное отклонение доходностей и дисперсия являются самыми распространенными показателями степени дисперсности. Мы рассмотрим их наряду с относительной оценкой дисперсии — коэффициентом вариации.

Когда инвестор покупает актив, он должен учесть сопутствующий ему риск. Существует риск повышательного или понижательного движения цены. Точное значение ожидаемой доходности редко достигается, и инвестор, ве-

роятно, получит больше или меньше прогнозируемого. С этой точки зрения оценка риска включает измерение отклонений от математического ожидания, как ожидаемое значение всех возможных исходов (сумма всех возможных исходов, взвешенная на соответствующие им вероятности). Проще всего взять каждое состояние  $i$  с его вероятностью  $P_i$  и рассчитать сумму всех отклонений от математического ожидания, взвешенных на их вероятность:

$$\sum P_i \cdot (R_i - E(R)).$$

Но в случае симметричного распределения сумма этих отклонений будет равна нулю. По этой причине для оценки дисперсии используются квадраты отклонений. Взвешенная сумма квадратов отклонений называется **дисперсией**:

$$\text{Var}(R) = \sigma^2 = \sum P_i \cdot (R_i - E(R))^2.$$

Поскольку удобнее сопоставлять величины с одинаковой размерностью, чаще используется **стандартное отклонение**, корень квадратный из дисперсии:

$$\sigma = \sqrt{\text{Var}(R)} = \sqrt{\sum P_i \cdot (R_i - E(R))^2}.$$

Стандартное отклонение непрерывно начисляемых доходностей по активу часто называют волатильностью актива.

**Пример.** Пусть имеются два вложения, оба на один временной период, и два возможных состояния рынка в момент  $t = 1$ , каждое из которых имеет вероятность 50 %.

| Вложение | $t = 0$ |     | $t = 1$ |     |
|----------|---------|-----|---------|-----|
|          | 1       | 2   | 1       | 2   |
| 1        | 100     | 100 | 95      | 115 |
| 2        | 100     | 100 | 90      | 120 |

Ожидаемая стоимость в  $t = 1$  для обоих вложений составляет 105, но стандартные отклонения различны:

$$\sigma_1 = \sqrt{0,5 \cdot (115 - 105)^2 + 0,5 \cdot (95 - 105)^2} = 10,$$

$$\sigma_2 = \sqrt{0,5 \cdot (120 - 105)^2 + 0,5 \cdot (90 - 105)^2} = 15.$$

Из этого следует, что второе вложение является более рисковым, чем первое. Более высокое стандартное отклонение по второму вложению говорит о том, что

ожидаемые доходности разбросаны шире относительно математического ожидания, чем по первому вложению. Поэтому вероятность того, что значение не будет близко к математическому ожиданию, выше.

Чтобы сравнить активы с сильно различающимися уровнями цен, нам нужна относительная мера дисперсности доходностей. Это можно сделать через дисперсию на единицу ожидаемой цены — *коэффициент вариации (CV)*:

$$CV = \frac{\sigma_i}{E(P)}$$

В предыдущем примере мы использовали два вложения с одинаковым уровнем цен. Рассмотрим, что происходит, если уровни цен различны.

**Пример.** Имеются два вложения, оба длительностью в один временной период, с двумя возможными исходами в момент  $t = 1$ , каждый из которых имеет вероятность в 50 %.

| Вложение | $t = 0$ | $t = 1$ |      |
|----------|---------|---------|------|
| 1        | 1000    | 950     | 1150 |
| 2        | 100     | 90      | 120  |

В  $t = 1$  стандартное отклонение составит:

$$\sigma_1 = \sqrt{0,5 \cdot (1150 - 1050)^2 + 0,5 \cdot (950 - 1050)^2} = 100,$$

$$\sigma_2 = \sqrt{0,5 \cdot (120 - 105)^2 + 0,5 \cdot (90 - 105)^2} = 15.$$

Первое вложение теперь, очевидно, более рискованное, чем второе. Но мы знаем, что это не так. Мы должны согласовать единицы измерения. Если мы используем коэффициент вариации, имеем

$$CV_1 = \frac{100}{1050} = 0,095238,$$

$$CV_2 = \frac{15}{105} = 0,142857.$$

Теперь мы получили тот же результат, что и в предыдущем примере. Коэффициент часто используется как показатель относительного риска, если мы выражаем риск на единицу ожидаемой доходности. Тогда имеем формулу

$$CV = \frac{\sigma_i}{E(P)}.$$

**Пример.** Имеются два вложения со следующей ожидаемой доходностью и квадратичным отклонением.

| Вложение | $E(R)$ | $\sigma$ |
|----------|--------|----------|
| 1        | 0,08   | 0,05     |
| 2        | 0,12   | 0,07     |

Исходя из абсолютных показателей, вложение 2 выглядит более рисковым (так как стандартное отклонение равно 7%), чем вложение 1, у которого стандартное отклонение равно всего 5%. Однако если мы примем во внимание ожидаемую доходность, то получим

$$CV_1 = \frac{0,05}{0,08} = 0,6250,$$

$$CV_2 = \frac{0,07}{0,12} = 0,5833.$$

Теперь мы видим, что в действительности вложение 1 показывает больший риск на единицу ожидаемой доходности, чем вложение 2.

Понимание того, что формирование оптимального портфеля — это больше, чем просто выбор отдельных ценных бумаг с желательными характеристиками риска и доходности, было большим шагом вперед, который инвестиционное сообщество сделало несколько десятилетий тому назад. Действительно, до разработки модели портфеля исследователем Гарри Марковицем (Markowitz), положившей начало современной теории портфеля, инвесторы не имели четкой меры риска портфеля. Он показал, что стандартное отклонение ставки доходности можно использовать в качестве меры риска портфеля.

Портфель — это корзина ценных бумаг. Он определяется весами портфеля, т. е. долями общей стоимости портфеля, инвестированными в каждый отдельный актив. Предположим, что мы рассматриваем возможность инвестирования в  $N$  активов. Пусть  $x_i$  представляет портфельный вес в процентах, или доля актива  $i$ ,  $i = 1, 2, \dots, N$ . Тогда портфель полностью определяется вектором весов  $(x_1, x_2, \dots, x_N)$ , где, поскольку мы говорим о пропорциях, должно быть

$$\sum_{i=1}^N x_i = 1.$$

Отметим, что веса некоторых активов могут быть равны нулю, что означает, что ничего не было инвестировано в эти активы. Также возможны отрицательные веса активов: это соответствует короткой продаже (short).

**Пример.** Допустим, существует портфель со следующими весами: 0,50; 0,60; -0,10. Это означает, что из 1000 долл. 500 будет инвестировано в первый актив, 600 — во второй актив. Разница между первоначальным капиталом в 1000 долл. и двумя длинными позициями в 1100 долл. представляет собой выручку от короткой продажи третьего актива стоимостью 100 долл.

Средняя доходность портфеля является средневзвешенной величиной отдельных реализованных доходов ценных бумаг, составляющих портфель:

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^N x_i \cdot \bar{R}_i = x_1 \cdot \bar{R}_1 + x_2 \cdot \bar{R}_2 + \dots + x_N \cdot \bar{R}_N,$$

где  $\bar{R}_p$  — средняя доходность портфеля;  $\bar{R}_i$  — средняя доходность на актив  $i$ ;  $x_i$  — относительный вес актива  $i$  в портфеле  $p$ ;  $N$  — число имеющихся в наличии активов.

**Пример.** Допустим, существуют ценные бумаги компаний А, В и С с реализованной за последний год доходностью 10, 11 и 15 %. Портфель был равно инвестирован во все три актива. Нужно определить реализованную доходность портфеля за последний год.

$$\bar{R}_p = 33,33 \% \cdot 10 \% + 33,33 \% \cdot 11 \% + 33,33 \% \cdot 15 \% = 12 \%.$$

Подобным образом ожидаемая доходность портфеля является средневзвешенной величиной отдельных ожидаемых доходностей ценных бумаг с пропорциями, являющимися весами:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^N x_i \cdot E(R_i) = x_1 \cdot E(R_1) + x_2 \cdot E(R_2) + \dots + x_N \cdot E(R_N).$$

**Пример.** Допустим, существуют ценные бумаги компаний А, В и С с ожидаемой в следующем году доходностью 10, 11 и 15 %. Портфель равно инвестирован во все три актива. Нужно определить ожидаемую доходность портфеля в следующем году.

$$E(R_p) = 0,333 \cdot 10 \% + 0,333 \cdot 11 \% + 0,333 \cdot 15 \% = 12 \%.$$

Теперь необходимо понять две основные статистические концепции: ковариацию и корреляцию.



**Ковариация** между доходностями  $R_X$  и  $R_Y$  двух ценных бумаг  $X$  и  $Y$  определяется как

$$\sigma_{X,Y} = \text{Cov}(R_X, R_Y) = E\left[(R_X - E(R_X)) \cdot (R_Y - E(R_Y))\right].$$

Ковариация есть степень, в которой возможно совместное движение двух доходностей. Степень ковариации зависит от отклонения ставки доходности отдельных активов, а также от взаимосвязи между ними. Ковариация есть абсолютная мера содвижения двух ценных бумаг с течением времени.

**Коэффициент корреляции** между доходностями  $R_X$  и  $R_Y$  двух ценных бумаг  $X$  и  $Y$  определяется как ковариация, разделенная на произведение стандартных отклонений:

$$\rho_{X,Y} = \text{Corr}(R_X, R_Y) = \frac{\sigma_{X,Y}}{\sigma_X \cdot \sigma_Y} = \frac{E\left[(R_X - E(R_X)) \cdot (R_Y - E(R_Y))\right]}{\sqrt{E\left[(R_X - E(R_X))^2\right]} \cdot \sqrt{E\left[(R_Y - E(R_Y))^2\right]}}.$$

Легко увидеть, что когда  $R_X = R_Y$ , т. е.  $X = Y$ , коэффициент корреляции равен 1, и что когда  $R_X = -R_Y$ , т. е.  $X = -Y$ , коэффициент корреляции равен  $-1$ . Коэффициент корреляции есть стандартная мера совместного движения ставок доходности двух ценных бумаг с течением времени.

Рассмотрев статистические понятия ковариации и корреляции, переходим к рассмотрению расчета отклонения портфеля.

Отклонение портфеля есть отклонение его ставки доходности. Как мы увидели, ставка доходности портфеля есть средневзвешенная величина случайных ставок доходности активов портфеля. Рассмотрим портфель из двух активов. Дисперсию портфеля можно рассчитать как

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= E\left(R_p - \bar{R}_p\right)^2 = E\left(x_1 \cdot R_1 + x_2 \cdot R_2 - x_1 \cdot \bar{R}_1 - x_2 \cdot \bar{R}_2\right)^2 = \\ &= E\left(x_1 \cdot (R_1 - \bar{R}_1) + x_2 \cdot (R_2 - \bar{R}_2)\right)^2 = \\ &= E\left(x_1^2 \cdot (R_1 - \bar{R}_1)^2 + x_2^2 \cdot (R_2 - \bar{R}_2)^2 + 2 \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot (R_1 - \bar{R}_1) \cdot (R_2 - \bar{R}_2)\right), \end{aligned}$$

где  $x_i$  — пропорция первоначального портфеля, инвестированная в актив  $i$ . Так как ожидаемая величина суммы есть сумма ожиданий, мы имеем

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \cdot \sigma_1^2 + x_2^2 \cdot \sigma_2^2 + 2 \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot \sigma_{12} = x_1^2 \cdot \sigma_1^2 + x_2^2 \cdot \sigma_2^2 + 2 \cdot x_1 \cdot x_2 \cdot \rho_{12} \cdot \sigma_1 \cdot \sigma_2.$$

Это отличается от  $(x_1 \cdot \sigma_1 + x_2 \cdot \sigma_2)^2$ , поскольку  $\rho_{12}$  обычно отличается от 1.

Таким образом, риск (стандартное отклонение) портфеля обычно не равен среднему стандартному отклонению активов портфеля, так как существует дополнительный член, зависящий от коэффициента корреляции  $\rho_{12}$  активов портфеля. Поскольку  $\rho_{12}$  всегда находится между  $-1$  и  $+1$ , риск портфеля может быть только меньше ( $\rho_{12} < 1$ ) или равен ( $\rho_{12} = 1$ ) среднему стандартному отклонению активов портфеля. Можно показать, что в портфеле с  $N$  активами мы имеем

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i \cdot x_j \cdot \sigma_{i,j} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i \cdot x_j \cdot \rho_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j.$$

**Пример.** Рассмотрим равно взвешенный портфель с тремя активами А, В, и С. Мы знаем, что  $\sigma_A = 15\%$ ,  $\sigma_B = 18\%$  и  $\sigma_C = 25\%$ . Если  $\rho_{AB} = 0,5$ ;  $\rho_{AC} = 0,7$ ;  $\rho_{BC} = 0,55$ , то стандартное отклонение портфеля

$$\sigma_p \sqrt{\frac{1}{3^2} \cdot (0,15^2 + 0,18^2 + 0,25^2 + 2 \cdot 0,5 \cdot 0,15 \cdot 0,18 + 2 \cdot 0,7 \cdot 0,15 \cdot 0,25 + 2 \cdot 0,55 \cdot 0,18 \cdot 0,25)} = 16,54\%.$$

Если  $\rho_{AB} = 0$ ;  $\rho_{AC} = 0,1$ ;  $\rho_{BC} = 0,8$ , то стандартное отклонение портфеля

$$\sigma_p \sqrt{\frac{1}{3^2} \cdot (0,15^2 + 0,18^2 + 0,25^2 + 2 \cdot 0,0 \cdot 0,15 \cdot 0,18 + 2 \cdot 0,1 \cdot 0,15 \cdot 0,25 + 2 \cdot 0,8 \cdot 0,18 \cdot 0,25)} = 14,78\%,$$

в то время как оно составило бы 19,33%, если бы было просто аддитивным. Отсюда следует, что объединение активов существенно уменьшает риск.

Уменьшение риска, ставшее возможным в результате объединения нескольких активов в портфеле, называется диверсификацией. Польза диверсификации будет тем больше, чем ниже будет корреляция между отдельными активами. Если корреляция  $+1$ , то риск портфеля является средневзвешенной величиной отдельных активов и пользы от диверсификации не существует.

Одно из основных допущений модели портфеля состоит в том, что инвесторы стремятся избежать риска, что означает, что при выборе между двумя инвестициями с равными ставками доходности они выбирают инвестицию с более низким уровнем риска. Далее, чтобы принять риск, связанный с данной инвестицией, т. е. риск возможного неполучения ожидаемой доходности, инвесторы требуют компенсации в форме избытка ожидаемой доходности. Эта дополнительная ожидаемая доходность называется рисковой премией. Размер рисковой премии зависит от количества риска, связанного с инвестицией,

---

и от дополнительной доходности, которую инвесторы ожидают на единицу принятого риска. Эта рискованная премия на единицу риска связана со средним неприятием риска инвесторами. Сильно не расположенные к риску инвесторы требуют большую рискованную премию, в то время как нейтральные к риску (не имеющие неприятия риска) инвесторы готовы принимать риски даже в отсутствие премии. Отметим, что, поскольку доходы не гарантированы, рискованная премия также не гарантирована: она имеет форму ожидания избыточной доходности (доходности выше безрисковой ставки).

## Глава 6

# РЕГУЛИРОВАНИЕ И ОСНОВЫ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### 6.1. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Рассмотрение вопросов о регулировании финансовых рынков нужно начинать с осознания факта, что, несмотря на общие черты, просматривающиеся в различных государственных юрисдикциях, каждая система имеет свои национальные черты. Это обусловлено тем, что любая регулятивная система во многом зависит от двух факторов. Первый — фактор долгосрочного влияния, представленный сложившейся национальной правовой системой. Второй — среднесрочный фактор, представленный внутренней политикой, проводимой в предыдущие периоды. В связи с этим также нужно отметить и то, что регулирование можно рассматривать с двух позиций — с точки зрения фундаментального (законодательного) регулирования, реализуемого путем принятия представительными органами власти стратегических актов законодательства, и с точки зрения регулятивно-надзорной политики уполномоченных исполнительных органов власти, реализуемых путем принятия тактических подзаконных нормативных актов и осуществления непосредственных надзорных действий.

В части новелл и нововведений, продиктованных внутренней политикой, проводимой на финансовых рынках, последние несколько лет оказались обильными. Безусловно, самым значимым изменением является ликвидация действовавшей системы государственного регулирования, в основе которой функционировали отдельные государственные органы, реализующие свои полномочия в подконтрольном им сегменте финансового рынка.

Еще с конца двухтысячных годов исполнительная ветвь государственной власти пыталась на базе Банка России реализовать идею создания единого «мегарегулятора» финансовых рынков. В этом ей конструктивно и планомерно противостояла законодательная ветвь власти. Постепенно баланс сил в решении данного вопроса склонялся в пользу исполнительной власти. Сначала был упразднен отдельный регулятор страхового рынка — Федеральная служба страхового надзора (ФССН). Его функции были переданы укрупненной Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Таким образом, в руках классического отечественного регулятора финансового рынка оказались сосредоточены полномочия по регулированию рынка ценных бумаг, рынка коллективных инвестиций и страхового рынка. По прошествии сравнительно недолгого времени, в сентябре 2013 г., эта служба тоже была упразднена, а ее функции и полномочия были переданы Банку России в лице его подконтрольной структурной единицы — Службы Банка России по финансовым рынкам (СБРФР). Однако уже в ноябре 2013 г. Советом директоров Банка России было принято решение об упразднении и этой службы. С марта 2014 г. полномочия по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков, ранее осуществляемые СБРФР, были переданы в прямое ведение Банка России.

Таким образом, государство планомерно, шаг за шагом шло к единению системы регулирования финансовых рынков, в результате чего был создан действительно единый мегарегулятор в лице Банка России.

Нужно отметить, что в пользу и против формирования единого мегарегулятора высказывалось огромное количество суждений. Однако если опустить субъективные элементы, то в остатке получим важный объективный элемент. Суть его сводится к тому, что рынок как совокупность сегментов построен на единых принципах, а поэтому у него общая регулятивная основа. В целом это проявляется в единых методах, способах и направлениях регулирования, используемых в различных сегментах рынка. В свете формирования единого регулирующего органа данный постулат приобретает еще большее значение.

В свое время для описания системы регулирования с учетом всех сегментов финансовых рынков отдельным авторам данного издания не хватило целого учебного пособия. Рассмотреть данную тему и уместить ее в один параграф представляется тем более невыполнимой задачей. Поэтому в этом параграфе будут затронуты лишь общие вопросы регулирования с конкретными примерами из одного сегмента финансового рынка — рынка ценных бумаг. Такой подход позволит сформировать у читателя базовые положения, необходимые для понимания сущности и принципов регулятивной системы.

Основной задачей всей системы регулирования финансового рынка является формирование правил деятельности всех его субъектов и обеспечение их

соблюдения, при которых финансовый рынок наиболее эффективно выполняет свои основные макроэкономические задачи — мобилизацию свободных ресурсов для развития экономики и формирование доходных и надежных инструментов сбережения для населения.

К основным целям государственного регулирования финансового рынка можно отнести:

- создание нормальных условий функционирования финансового рынка, обеспечение устойчивого применения рыночных механизмов;
- создание, обеспечение функционирования и совершенствование развитой инфраструктуры рынка;
- защита прав и интересов инвесторов и иных участников финансового рынка, предотвращение нарушений со стороны институциональных субъектов рынка;
- обеспечение развития профессиональной деятельности институциональных субъектов.

Осуществляется государственное регулирование финансового рынка путем

- установления обязательных требований к деятельности институциональных субъектов и ее стандартов;
- проведения государственных регистрационных процедур на финансовом рынке;
- лицензирования деятельности и осуществления разрешительных процедур в отношении институциональных субъектов;
- создания системы защиты прав владельцев финансовых активов и инструментов, контроля за соблюдением их прав эмитентами и институциональными субъектами;
- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих незаконную или несоответствующую государственным требованиям предпринимательскую деятельность на финансовых рынках.

Формирование финансовых рынков в России основывалось преимущественно на американском опыте, это предопределило в дальнейшем схожие черты системы регулирования данных рынков в РФ и США. Так, например, в Германии и Франции основная регулирующая роль в большинстве сегментов финансового рынка принадлежит государству, а в РФ, так же как и в США, регулирование разделяется между государством в лице специализированного органа и саморегулируемыми организациями. При этом в США роль саморегулируемых организаций выполняют фондовые биржи и различные ассоциации, объединяющие институциональные субъекты.

Отметим, что США являются страной, где организация национальной финансовой системы выступает эталоном модели Bank-based. Однако в то же

время США являются эталоном американской модели федерализма — модели, где значимую роль играет региональный уровень власти, т. е. государственный статус (и регулятивная власть в том числе) каждого отдельного штата достаточно высок. Поэтому регулирование финансовых рынков на территории каждого отдельного штата значительное время относилось к компетенции государственных органов власти каждого из этих отдельных штатов.

Такая ситуация складывалась вплоть до конца 1920-х гг., и лишь с началом в 1929 г. экономического кризиса (Великая депрессия) федеральные власти данного государства осознали потребность единого общегосударственного регулирования в области финансовых рынков, поскольку стало очевидным, что здесь нужны правовая охрана и государственный надзор за национальными интересами.

В результате были приняты фундаментальные законодательные акты, регулирующие финансовые рынки, а также инвестиционную и профессиональную деятельность на них, — Закон «О ценных бумагах» и Банковский закон (Закон Гласса — Стигала) от 1933 г., Закон «О фондовых биржах» от 1934 г. и др. На этот же период приходится начало истории создания и функционирования первого федерального органа по регулированию национального финансового рынка Америки — Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC — Securities and Exchange Commission).

С ростом роли американского фондового рынка в мировом финансовом обороте росла роль и данного регулирующего органа. Несмотря на то что основные ее задачи по контролю за выполнением федеральных законов о финансовых рынках, по обеспечению законности и добросовестности при проведении финансовых операций почти за 90 лет ее существования не сильно изменились, все же на текущий момент ее роль в мировом регулятивном аспекте выше любого иного национального или международного (объединенного) финансового регулятора.

Как мы уже отмечали, помимо государственного регулирования в США развит институт саморегулирования, в рамках которого биржи и профессиональные ассоциации (Financial Industry Regulatory Authority — FINRA; Municipal Securities Rulemaking Board — MSRB и др.) наделяются регулятивными функциями и полномочиями, а их регулятивная деятельность и ее эффективность находятся под надзором государственного регулятора.

Нормативный базис государственного регулирования в США зиждется на следующих основополагающих принципах:

— эмитенты, предлагающие инвесторам свои ценные бумаги в составе и по формам, определяемым национальным регулятором, должны раскрывать полную и достоверную информацию, характеризующую эмитента, его ценные



бумаги и риски, сопутствующие приобретению и дальнейшему владению этими ценными бумагами;

— профессиональные субъекты финансового рынка, обслуживающие операции инвесторов с ценными бумагами, должны придерживаться высокой профессиональной и деловой этики при оказании услуг своим клиентам, в том числе при возникновении конфликта интересов прежде всего руководствоваться интересами клиента;

— все профессиональные участники финансового рынка должны проходить регистрационные процедуры национального регулятора;

— все профессиональные участники финансового рынка должны раскрывать перед клиентами (инвесторами и эмитентами) свое финансовое положение и инвестиционную политику;

— все профессиональные участники рынка должны разрабатывать и внедрять систему внутреннего контроля и управления рисками.

В целом можно с высокой долей уверенности утверждать, что в США регулирование финансового рынка построено по принципам распределения регулятивных функций между государственным и саморегулированием, где в конечном итоге все регулирование и весь финансовый рынок подчинены единому государственному мегарегулятору.

Ситуация с регулированием финансовых рынков в современной Великобритании, наоборот, движется в совершенно другом направлении.

Изначально, еще с XIX в., регулирование было разграничено между государственным регулированием кредитного сектора со стороны Банка Англии и саморегулированием фондового рынка со стороны Лондонской фондовой биржи.

В XX в. роль саморегулирования национального финансового рынка в Великобритании все больше возрастала, что характеризуется увеличившимся количеством саморегулируемых организаций из числа профессиональных ассоциаций и иных некоммерческих образований (Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association — FIMBRA; Securities and Futures Authority — SFA и некоторые другие).

Заметный период в истории регулирования национального финансового рынка Великобритании начался лишь во второй половине 1980-х гг., когда в ней наметился значительный сдвиг в сторону от саморегулятивной системы ближе к квазигосударственному. В это время канцлером британского Казначейства была учреждена специальная компания с ограниченной ответственностью — Совет по ценным бумагам и инвестициям (SIB — Securities and Investments Board Ltd.). По сути, регулятивное управление финансовыми рынками, реализуемое данной компанией, было распределено между представителями государства

и профессиональным сообществом участников финансового рынка (представителями финансового бизнеса). Таким образом, в сфере регулирования финансовых рынков появилось звено, представляющее собой нечто среднее между государственным регулированием и саморегулированием.

В дальнейшем, во второй половине 1990-х гг., Великобритания взяла путь на максимальное удаление от саморегулирования в регулятивной системе национального финансового рынка. Так, через 12 лет своего функционирования Совет по ценным бумагам и инвестициям был преобразован в Управление финансовых услуг (Financial Services Authority — FSA). Результатом преобразования явилось то, что данная организация превратилась в мегарегулятора и консолидировала в своих руках регулятивные полномочия в отношении практически всех видов профессиональной деятельности на финансовых рынках, при этом ее юридическая форма осталась без изменения. Таким образом, компания с ограниченной ответственностью стала уполномоченным органом регулирования деятельности кредитных и страховых организаций, финансовых компаний и инвестиционных консультантов, ипотечных агентств и страховых посредников и т. д.

Однако еще через 15 лет данный орган был полностью упразднен, а его полномочия были перераспределены между двумя новыми учреждениями (компаниями) — Управлением финансового надзора (Financial Conduct Authority — FCA) и Управлением пруденциального регулирования (Prudential Regulation Authority — PRA). Впоследствии последняя из указанных компаний, будучи собственностью Банка Англии, была также ликвидирована, а ее функции были переданы Комитету финансовой политики Банка Англии (Financial Policy Committee — FPC).

Таким образом, в данный момент можно с высокой долей уверенности утверждать, что Великобритания не только взяла путь на максимальное дистанцирование от саморегулятивной модели, но и отказалась от идеи главенства мегарегулятора в регулятивной системе национального финансового рынка.

Объективный базис регулирования отечественного финансового рынка формируется из правовых норм, закрепленных в федеральных законах, а также в нормативно-правовых актах Правительства РФ и федеральных органов исполнительной власти. Основными из них являются Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ, Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 02.12.1990 № 395-1, Закон РФ «Об организации страхового дела в РФ» от 27.11.1992 № 4015-1, Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 № 173-ФЗ. Помимо этого внушительный массив нормативных правил содержится в различных правовых актах, изданных органами финансового регулирования.

Немалую роль в регулировании финансового рынка играет Правительство РФ, которое вправе принимать нормативно-правовые акты по достаточно широкому спектру вопросов, регулирующих финансовые рынки. Но все же основное значение в вопросах регулирования отводится Центральному банку Российской Федерации.

Банк России выполняет функции не только по непосредственному регулированию рынка, но также и по надзору и контролю, защите прав и законных интересов инвесторов на рынке, принуждению к исполнению законодательства о ценных бумагах и т. д.

Для реализации всей совокупности функций Банку России предоставлены полномочия:

- по лицензированию деятельности институциональных субъектов;
- проведению непосредственных проверок деятельности институциональных субъектов рынка;
- установлению различных нормативов и осуществлению контроля за их соблюдением;
- выдаче предписаний, обязательных для исполнения всеми институциональными субъектами и иными участниками финансового рынка;
- аннулированию (отзыву) лицензий институциональных субъектов рынка;
- наложению штрафов в установленном размере в случаях совершения институциональными субъектами и иными участниками рынка правонарушений.

Рассмотрим основные направления государственного регулирования на финансовых рынках.

В предыдущих параграфах было отмечено, что финансовый рынок олицетворяется специальными институциональными субъектами. Одним из элементов, лежащих в основе их институциональной природы, является специальный государственный мандат на осуществление профессиональной деятельности в этом секторе экономики. Для получения государственного мандата его соискателю необходимо пройти через специальный лицензионно-разрешительный порядок. Таким образом, одним из первейших направлений государственного регулирования финансового рынка является *лицензирование* профессиональной деятельности на рынке.

Сразу нужно акцентировать внимание на главной мысли: требования и процедуры, действующие в различных сегментах финансового рынка и применяемые в ходе лицензионно-разрешительного порядка, очень схожи и не имеют принципиальных отличий. Более того, рассматриваемое нами лицензирование в секторе ценных бумаг практически абсолютно идентично лицензированию в секторе коллективных инвестиций, сопоставимо с лицензированием в секторе кредитных и страховых организаций.

При лицензировании традиционно существует две категории требований, которые условно можно разделить на общие и специальные.

Общими лицензионными требованиями и условиями являются требования, предъявляемые ко всем институциональным субъектам всего финансового рынка. В частности:

- соответствие требованиям о правовом статусе и форме, которые предполагают, что институциональным субъектом может являться только организация и только соответствующей организационно-правовой формы либо физическое лицо, относительно тех видов профессиональной деятельности, где это предусмотрено законодательством о финансовых рынках;

- соблюдение законодательства РФ о финансовых рынках, в том числе нормативных правовых актов регулирующего органа и иных органов исполнительной власти;

- исполнение вступивших в законную силу судебных актов по вопросам осуществления лицензируемого вида деятельности;

- соответствие собственного капитала лицензиата и иных его финансовых показателей нормативам достаточности, установленным законодательством РФ и нормативно-правовым актам, регулирующим финансовые рынки;

- соответствие работников лицензиата квалификационным требованиям и требованиям к профессиональному опыту;

- наличие у лицензиата специальных сотрудников в соответствии с утвержденной государством обязательной номенклатурой;

- наличие у руководителя — соискателя лицензии опыта работы в руководящих должностях не менее минимального норматива;

- соответствие управляющего (руководящего) персонала требованиям, предъявляемым к их деловой репутации, которое чаще всего отражается в требовании об отсутствии судимости за преступления в сфере экономической деятельности и/или преступления против государственной власти у руководящих должностных лиц и лиц, входящих в состав совета директоров (наблюдательного совета), членов коллегиального исполнительного органа и т. д.;

- обеспечение лицензиатом условий для осуществления лицензирующим органом надзорных полномочий, включая проведение им проверок;

- согласование с регулятором кандидатов, планируемых к назначению на основные руководящие должности (единоличного исполнительного органа, руководителя службы внутреннего контроля и т. д.).

Применительно к профессиональным субъектам рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций общие требования сформулированы следующим образом:

- соблюдение законодательства РФ о ценных бумагах, в том числе нормативных правовых актов регулирующего органа;

- исполнение вступивших в законную силу судебных актов по вопросам осуществления лицензируемого вида деятельности на рынке ценных бумаг;
- соответствие собственных средств лицензиата и иных его финансовых показателей нормативам достаточности собственных средств и иным показателям, ограничивающим риски при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, установленным законодательством РФ о ценных бумагах, в том числе нормативными правовыми актами регулирующего органа;
- соответствие работников лицензиата квалификационным требованиям, установленным законодательством РФ о ценных бумагах;
- наличие у лицензиата не менее одного контролера, для которого работа у лицензиата является основным местом работы;
- наличие у руководителя — соискателя лицензии опыта работы в должности руководителя отдела или иного структурного подразделения организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг и/или деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами; саморегулируемых организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг и/или управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, в должностные обязанности которого входило принятие (подготовка) решений по вопросам в области финансового рынка или Банка России не менее двух лет;
- отсутствие судимости за преступления в сфере экономической деятельности и/или преступления против государственной власти у лиц, входящих в состав совета директоров (наблюдательного совета), членов коллегиального исполнительного органа, руководителя и контролера лицензиата.

Перечень специальных требований зависит от того, на какой вид лицензии претендует соискатель, к каждому виду профессиональной деятельности предъявляется свой перечень специальных требований.

Наиболее подробно актуальные лицензионные требования и ограничения определяются Положением Банка России от 27 июля 2015 г. № 481-П «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг».

Осуществляя регулятивную деятельность по лицензированию, государство пытается защитить экономические, политические и социальные интересы. Меж-

ду тем представители государственного аппарата понимают, что финансовый рынок многосторонен, поэтому защитить публичные интересы посредством регулятивного воздействия только на институциональные субъекты невозможно.

Государство ограничивает доступ потребителей к финансовым услугам, связанным с рисковыми товарными объектами, которые выделяет в отдельную группу — финансовые активы и инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Таким образом, не менее важным направлением государственного регулирования финансового рынка является **регулирование статуса квалифицированного инвестора**.

Согласно законодательству о рынке ценных бумаг существует две категории квалифицированных инвесторов: квалифицированные инвесторы, являющиеся таковыми по закону, и квалифицированные инвесторы, признанные таковыми в соответствии с законом.

Исходя из положений российского законодательства о рынке ценных бумаг, к квалифицированным инвесторам по закону относятся:

- 1) профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- 2) клиринговые организации;
- 3) специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций;
- 4) кредитные организации;
- 5) акционерные инвестиционные фонды;
- 6) управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов;
- 7) страховые организации;
- 8) негосударственные пенсионные фонды;
- 9) некоммерческие организации в форме фондов, которые относятся к инфраструктуре поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства в соответствии с законодательством о развитии малого и среднего предпринимательства в РФ, единственными учредителями которых являются субъекты РФ и которые созданы в целях приобретения инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, привлекающих инвестиции для субъектов малого и среднего предпринимательства — только в отношении указанных инвестиционных паев;
- 10) Банк России;
- 11) Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»;
- 12) Агентство по страхованию вкладов;
- 13) Государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий», а также юридическое лицо, возникшее в результате ее реорганизации;



14) международные финансовые организации, в том числе Мировой банк, Международный валютный фонд, Европейский центральный банк, Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития;

15) Российская Федерация в лице федерального органа исполнительной власти, осуществляющего функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере бюджетной, налоговой, страховой, валютной и банковской деятельности, для целей размещения средств Фонда национального благосостояния в паи инвестиционных фондов, доверительное управление которыми осуществляется управляющей компанией, действующей в соответствии с законодательством о Российском фонде прямых инвестиций;

16) международные фонды, зарегистрированные в соответствии с законодательством о международных компаниях и международных фондах (при совершении операций с ценными бумагами иностранных эмитентов);

17) коммерческая организация, которая отвечает одному из следующих требований:

— общая сумма дохода (выручка) организации составляет не менее 35 млрд руб. по данным ее годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности за последний отчетный период, составленной в соответствии с законодательством РФ о бухгалтерском учете, в том числе в соответствии с документами в области регулирования бухгалтерского учета, или в соответствии с международными стандартами, а если организация является иностранным юридическим лицом — по данным годовой финансовой отчетности такого лица за последний заверченный отчетный год, в отношении которой наступил срок формирования в соответствии с личным законом иностранного юридического лица;

— чистые активы организации составляют не менее 700 млн руб. по данным ее годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности за последний отчетный период, составленной в соответствии с законодательством РФ о бухгалтерском учете, в том числе в соответствии с документами в области регулирования бухгалтерского учета, или в соответствии с международными стандартами, а если организация является иностранным юридическим лицом — по данным годовой финансовой отчетности такого лица за последний заверченный отчетный год, в отношении которой наступил срок формирования в соответствии с личным законом иностранного юридического лица;

18) иные лица, отнесенные к квалифицированным инвесторам федеральными законами.

Признание лиц квалифицированными инвесторами осуществляется в случае соответствия их требованиям, установленным законодательством о рынке ценных бумаг, и принятым в соответствии с ним нормативными правовыми



актами Банка России. К нормативным правовым актам Банка России, которые устанавливают такие требования, относится Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

Физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно отвечает любому из следующих требований:

1. Общая стоимость ценных бумаг, которыми владеет это лицо, и/или общий размер обязательств из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами и заключенных за счет этого лица, соответствуют требованиям нормативных актов Банка России<sup>39</sup>.

2. Имеет установленный нормативными актами Банка России опыт работы, непосредственно связанный с совершением сделок с финансовыми инструментами, подготовкой индивидуальных инвестиционных рекомендаций, управлением рисками, связанными с совершением указанных сделок, в российской и/или иностранной организации либо имеет опыт работы в должности, при назначении на которую в соответствии с законодательством требовалось согласие Банка России<sup>40</sup>.

3. Совершило сделки с ценными бумагами и/или заключило договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными актами Банка России<sup>41</sup>.

4. Размер имущества, принадлежащего этому лицу, и порядок расчета такого размера устанавливаются нормативными актами Банка России<sup>42</sup>.

5. Имеет установленные нормативными актами Банка России образование или квалификацию в сфере финансовых рынков, подтвержденную свидетельством о квалификации, выданным в соответствии с законодательством

<sup>39</sup> Не менее 6 млн руб.

<sup>40</sup> Не менее двух лет, если такая организация является квалифицированным инвестором по закону, и не менее трех лет в иных случаях.

<sup>41</sup> За последние четыре квартала в среднем не реже 10 раз в квартал, но не реже 1 раза в месяц и при этом совокупная цена таких сделок (договоров) должна составлять не менее 6 млн руб.

<sup>42</sup> Не менее 6 млн руб. в виде денежных средств на счетах и/или во вкладах (депозитах), открытых в российских кредитных организациях и/или в иностранных банках, в государствах, являющихся членами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), членами или наблюдателями Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) и/или членами Комитета экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (Манивэл), и/или членами Евразийского экономического союза, и/или в государствах, с соответствующими органами (соответствующими организациями) которых Банком России заключено соглашение, предусматривающее порядок их взаимодействия, и суммы начисленных процентов; требований к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценного металла по учетной цене соответствующего драгоценного металла; ценных бумаг и заключаемых на организованных торгах договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

о независимой оценке квалификации, или одним или более международными сертификатами (аттестатов), перечень которых установлен Банком России<sup>43</sup>.

Юридическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией или международным фондом, зарегистрированным в соответствии с законодательством о международных компаниях и международных фондах в целях совершения операций с ценными бумагами российских эмитентов, и отвечает любому из следующих требований:

- 1) имеет собственный капитал в размере, установленном нормативными актами Банка России<sup>44</sup>;
- 2) совершило сделки с ценными бумагами и/или заключило договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными актами Банка России<sup>45</sup>;
- 3) имеет оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) в размере и за период, которые установлены нормативными актами Банка России<sup>46</sup>;
- 4) имеет сумму активов по данным бухгалтерского учета за последний отчетный год в размере, установленном нормативными актами Банка России<sup>47</sup>.

Признание лица по его заявлению квалифицированным инвестором осуществляется брокерами, управляющими, форекс-дилерами, иными лицами в случаях, предусмотренных федеральными законами.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, вправе устанавливать более высокие требования для признания лиц квалифицированными инвесторами, включая определение дополнительных требований. Устанавливаемые лицом, осуществляющим признание квалифицированным инвестором, соответствующие требования не могут носить индивидуального характера.

Лицо, обращающееся с просьбой о признании его квалифицированным инвестором, представляет лицу, осуществляющему признание квалифицирован-

---

<sup>43</sup> Высшее экономическое образование, подтвержденное документом государственного образца РФ о высшем образовании, выданным образовательной организацией высшего профессионального образования, которое на момент выдачи указанного документа осуществляло аттестацию граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, или любой из следующих аттестатов и сертификатов: квалификационный аттестат специалиста финансового рынка, квалификационный аттестат аудитора, квалификационный аттестат страхового актуария, сертификат «Chartered Financial Analyst (CFA)», сертификат «Certified International Investment Analyst (CIIA)», сертификат «Financial Risk Manager (FRM)».

<sup>44</sup> Не менее 200 млн руб.

<sup>45</sup> За последние четыре квартала в среднем не реже пяти раз в квартал, но не реже одного раза в месяц, при этом совокупная цена таких сделок (договоров) должна составлять не менее 50 млн руб.

<sup>46</sup> За последний заверченный отчетный год не менее 2 млрд руб.

<sup>47</sup> За последний заверченный отчетный год не менее 2 млрд руб.

ным инвестором, соответствующее заявление и документы, подтверждающие его соответствие требованиям, соблюдение которых необходимо для признания лица квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством и регламентом лица, осуществляющего признание квалифицированным инвестором.

Заявление с просьбой о признании его квалифицированным инвестором должно обязательно содержать следующие сведения:

— перечень видов услуг и перечень видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов, в отношении которых лицо обращается с просьбой быть признанным квалифицированным инвестором;

— указание на то, что заявитель осведомлен об ограничениях, установленных законодательством в отношении ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, и особенностях оказания услуг квалифицированным инвесторам, а в случае, если заявитель — физическое лицо, также о том, что физическим лицам, являющимся владельцами ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, в соответствии с п. 2 ст. 19 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 № 46 ФЗ, не осуществляются выплаты компенсаций из федерального компенсационного фонда.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, в порядке, предусмотренном его регламентом, осуществляет проверку представленных заявителем документов на предмет соблюдения требований, соответствие которым необходимо для признания лица квалифицированным инвестором. Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, имеет право запросить у заявителя дополнительные документы, подтверждающие его соответствие требованиям, соблюдение которых необходимо для признания лица квалифицированным инвестором.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, вправе отказать в признании лица квалифицированным инвестором.

Решение о признании лица квалифицированным инвестором должно содержать указание, в отношении каких видов услуг и (или) каких видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов данное лицо признано квалифицированным инвестором.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, уведомляет обратившееся лицо о принятом решении в порядке, предусмотренном регламентом.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, обязано вести реестр лиц, признанных им квалифицированными инвесторами,

в порядке, установленном Банком России. Исключение квалифицированного инвестора из указанного реестра осуществляется по его заявлению либо в случае несоблюдения им требований, соответствие которым необходимо для признания лица квалифицированным инвестором.

Лицо считается квалифицированным инвестором с момента внесения записи о его включении в реестр лицом, осуществляющим признание квалифицированным инвестором.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, обязано требовать от юридического лица, признанного квалифицированным инвестором, подтверждения соблюдения требований, соответствие которым необходимо для признания лица квалифицированным инвестором, и осуществлять проверку соблюдения указанных требований. Такая проверка должна осуществляться в сроки, установленные договором, но не реже одного раза в год.

Лицо, признанное квалифицированным инвестором, имеет право обратиться к лицу, признавшему его квалифицированным инвестором, с заявлением об отказе от статуса квалифицированного инвестора в целом или в отношении определенных видов оказываемых услуг, и (или) видов ценных бумаг, и (или) иных финансовых инструментов, в отношении которых он был признан квалифицированным инвестором. В удовлетворении такого заявления не может быть отказано.

Соответствующие изменения в реестр лиц, признанных квалифицированными инвесторами, вносятся не позднее следующего рабочего дня с даты получения заявления об отказе, а если сделки, совершенные за счет квалифицированного инвестора, подавшего заявление об отказе, не исполнены до момента получения указанного заявления, не позднее следующего рабочего дня с даты исполнения последней совершенной сделки.

Лицо, признанное квалифицированным инвестором в отношении определенных видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов и (или) видов оказываемых услуг, имеет право обратиться к лицу, признавшему его квалифицированным инвестором, с заявлением о признании его квалифицированным инвестором в отношении иных видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов и (или) видов оказываемых услуг, предназначенных для квалифицированных инвесторов. В указанном случае признание лица квалифицированным инвестором осуществляется путем внесения в реестр лиц, признанных квалифицированными инвесторами, изменений, касающихся видов услуг и (или) видов ценных бумаг и (или) иных финансовых инструментов, в отношении которых данное лицо признано квалифицированным инвестором. О внесении указанных изменений в реестр лиц, признанных квалифициро-

ванными инвесторами, или об отказе от их внесения заявитель должен быть уведомлен в порядке и сроки, предусмотренные регламентом.

Брокеры, а также управляющие, при осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами, вправе совершать сделки с ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, и заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, только если клиент, за счет которого совершается такая сделка (заключается такой договор), является или признан квалифицированным инвестором. Последствиями нарушения данных требований, в том числе в результате неправомерного признания клиента квалифицированным инвестором, являются:

- возложение на брокера обязанности по приобретению за свой счет у клиента ценных бумаг по требованию клиента и по возмещению клиенту всех расходов, понесенных при совершении указанных сделок, включая расходы на оплату услуг брокера, депозитария и биржи;

- возложение на брокера обязанности по возмещению клиенту убытков, причиненных в связи с заключением и исполнением договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, в том числе всех расходов, понесенных клиентом при совершении указанных сделок, включая расходы на оплату услуг брокера, биржи;

- возложение на управляющего обязанности по требованию клиента или по предписанию Банка России продать ценные бумаги и прекратить договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами;

- возмещение управляющим клиенту убытков, причиненных в результате продажи ценных бумаг и прекращения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами;

- уплата управляющим процентов на сумму, на которую были совершены сделки с ценными бумагами и (или) заключены договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами. Размер процентов определяется правилами ст. 395 Гражданского кодекса Российской Федерации. В случае положительной разницы между суммой, полученной в результате продажи ценных бумаг (исполнения и прекращения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами), и суммой, уплаченной в связи с приобретением и продажей ценных бумаг (заключением, исполнением и прекращением договоров, являющихся производными финансовыми инструментами), проценты уплачиваются в сумме, не покрытой указанной разницей.

В случае признания лица квалифицированным инвестором на основании предоставленной им недостоверной информации указанные последствия не применяются.

При этом необходимо учитывать, что неправомерное признание лица квалифицированным инвестором на основании предоставленной им недостоверной информации не является основанием недействительности сделок, совершенных за счет этого лица.

Новеллой в регулировании процедур допуска инвесторов к проведению операций на финансовых рынках, которое вводится с 01.04.2022, стало установление норм о проведении тестирования физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами. Суть данных норм сводится к тому, что на финансовых рынках есть финансовые инструменты и сделки, которые обладают повышенной степенью риска. Эта степень риска не настолько высока, чтобы допускать до таких инструментов только квалифицированных инвесторов, но в то же время она достаточна высока, чтобы не допускать до них абсолютно неквалифицированных инвесторов. Поэтому доступность таких сделок и инструментов для физических лиц — неквалифицированных инвесторов открывается только после прохождения ими бесплатного тестирования.

Введение норм о тестировании обусловлено положениями Директив Markets in Financial Instruments Directive (MiFID, MiFID II)<sup>48</sup>, которые ориентированы на максимальную защиту инвесторов, являющихся клиентами профессиональных участников, на финансовом рынке ЕС.

Тестирование вправе проводить брокер, форекс-дилер и иные лица, указанные в федеральных законах, в порядке, установленном соответствующим базовым стандартом защиты прав и интересов физических и юридических лиц — получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка.

Тестирование проводится путем получения ответов физического лица на вопросы, которые определяются соответствующим базовым стандартом защиты прав инвесторов. При проведении тестирования физическому лицу могут быть заданы дополнительные вопросы, определенные внутренними документами тестирующего лица. При этом отрицательный результат тестирования не может быть скорректирован результатом ответов на дополнительные вопросы тестирования. Все вопросы тестирования должны быть составлены таким образом, чтобы полученные ответы на них могли позволить оценить опыт и знания тестируемого физического лица, а также свидетельствовать

<sup>48</sup> Директива MiFID — Директива «О рынках финансовых инструментов», разработанная Управлением финансового надзора (FCA) Великобритании и введенная на территории Европейского союза в целях формирования единой нормативно-правовой системы защиты интересов инвесторов, являющихся клиентами компаний и физических лиц, осуществляющих профессиональную деятельность на финансовых рынках, а также в целях обеспечения эффективности и правопорядка при проведении финансовых операций на едином европейском рынке финансовых инструментов и связанных с ними инвестиционных услуг.



о том, что это лицо в состоянии оценивать риски с учетом характера предполагаемых сделок и оказываемых услуг.

Тестирование физического лица может проводиться независимо от подачи им поручения либо осуществления иных действий, необходимых для заключения договоров, требующих положительного результата тестирования. После получения положительного результата тестирования физического лица повторное тестирование не проводится, за исключением случаев, установленных договором.

Правила и процедура проведения тестирования, перечни вопросов тестирования, в том числе порядок формирования таких перечней в зависимости от сделок и/или договоров, в отношении которых проводится тестирование, требования к порядку формирования перечней дополнительных вопросов тестирования, порядок определения положительного или отрицательного результата тестирования, порядок хранения сведений о результатах тестирования, форма и порядок направления физическому лицу уведомления о результате тестирования устанавливаются базовым стандартом защиты прав инвестора.

Одним из направлений регулирования финансовых рынков является **анти-монопольное регулирование**, т. е. деятельность государственных органов, направленная на ограничение монопольного положения и недопущение недобросовестной конкуренции на рынке.

При этом нужно понимать, что в этой части антимонопольное регулирование в большей степени направлено на защиту не финансовых рынков, а на защиту от них, поскольку совершаемые на нем операции несут потенциальную угрозу экономической системе в целом. Так, при совершении сделок с ценными бумагами государство определяет порядок приобретения акций в уставном капитале коммерческих организаций, поскольку это может явиться причиной установления условий недобросовестной конкуренции или монопольного положения субъекта на рынках товаров и услуг, находящихся за пределами финансовой сферы. В связи с этим антимонопольным законодательством предусмотрено получение предварительного согласия антимонопольных органов в случае, если в результате сделки приобретатель получит в совокупности с акциями, уже имеющимися в его распоряжении или в распоряжении группы лиц, право распоряжаться более чем 20 % акций с правом голоса в уставном капитале хозяйственного общества.

В рамках антимонопольного регулирования к нарушителям применяются меры административной ответственности, определяемые на основании законодательства об административных правонарушениях, представленного Кодексом об административных правонарушениях РФ. В случае причинения в результате правонарушения материального ущерба или убытков к нарушите-



лям применяются меры гражданско-правовой ответственности, регулируемые гражданским законодательством.

Еще одним направлением государственного регулирования финансовых рынков является регулирование, направленное на обеспечение защиты прав и законных интересов инвесторов.

В целях гарантии и защиты прав и интересов инвесторов, при проведении операций с финансовыми активами, финансовыми инструментами и при оказании финансовых услуг на институциональных субъектах финансового рынка возлагаются определенные обязанности.

Прежде всего это связано с предоставлением полной информации об институциональном субъекте, реализующем финансовую услугу. Так, например, профессиональный участник рынка ценных бумаг, при предложении инвестору услуг на рынке, обязан предоставить ему копию своей лицензии, а также свидетельство ОГРН или сведения об уставном капитале, о размере собственных средств и резервном фонде профессионального участника.

Если инвестор отчуждает ценные бумаги, профессиональный участник дополнительно обязан предоставить инвестору сведения о ценах, по которым эти ценные бумаги продавались и покупались данным профессиональным участником в течение предшествовавших дате предъявления инвестором требований о предоставлении информации шести недель и сведения о ценах и котировках этих ценных бумаг на организованных рынках ценных бумаг в течение предшествовавших шести недель.

Если инвестор покупает ценные бумаги, то профессиональный участник дополнительно к сведениям о ценах и котировках предоставляет сведения, содержащиеся в решении о выпуске ценных бумаг. В целях защиты инвестора профессиональный участник не имеет права заключать с ним договоры, содержащие условия, ограничивающие его права. Если такие договоры все же будут заключены, то эти условия являются ничтожными, а лицензия профессионального участника может быть аннулирована.

С точки зрения государства права инвесторов должны соблюдать не только профессиональные участники, но и эмитенты ценных бумаг. В связи с этим устанавливается ряд требований и ограничений к процедуре эмиссии ценных бумаг.

Лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарно субсидиарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации

Проспект ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгал-

тером, подтверждающими тем самым полноту и достоверность всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг

В целях защиты прав и интересов инвесторов запрещается:

- реклама и предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию;
- реклама и предложение неограниченному кругу лиц документов, удостоверяющих денежные обязательства и не являющихся ценными бумагами;
- реклама и предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг эмитентов, публично размещающих свои ценные бумаги, не раскрывающих информацию в объеме, установленном законодательством;
- запрещается совершение владельцами ценных бумаг сделок с ценными бумагами до регистрации отчета об итогах их выпуска;
- запрещается совершение владельцами ценных бумаг сделок с ценными бумагами до их полной оплаты.

Инвестору в рамках защиты его прав предоставляется самое основное полномочие — подача жалобы или заявления о защите его прав и интересов.

## 6.2. САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Помимо публичного (государственного) элемента система регулирования финансового рынка включает в себя также и частный элемент. Его формируют саморегулируемые организации (СРО). Их роль заключается в том, чтобы на основании опыта, накопленного непосредственно профессиональными участниками рынка, вырабатывать более детальные, нежели государство, нормы и требования, контролировать их соблюдение. В то же время, являясь объединением профессиональных участников рынка, саморегулируемые организации представляют рынок, т. е. общие интересы своих членов во взаимоотношениях с государством, тем самым сближая государство как регулятора и профессиональных участников как регулируемых.

С каждым годом роль саморегулируемых организаций на финансовых рынках возрастает, что некоторое время назад потребовало принятия отдельного нормативного акта, который определяет статус и функционал саморегулируемых организаций на финансовых рынках<sup>49</sup>.

Саморегулирование в сфере финансового рынка — это самостоятельная и инициативная деятельность, содержанием которой являются разработка

---

<sup>49</sup> См.: Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» // Российская газета. 2015. 20 июля. № 157.

стандартов деятельности финансовых организаций и контроль за соблюдением требований этих стандартов, осуществляемая некоммерческими организациями, созданными в форме ассоциаций (союзов), основанными на членстве, и объединяющими юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, осуществляющих деятельность на финансовом рынке.

Целями деятельности саморегулируемых организаций являются:

1) развитие финансового рынка Российской Федерации, содействие созданию условий для эффективного функционирования финансовой системы Российской Федерации и обеспечения ее стабильности;

2) реализация экономической инициативы членов саморегулируемой организации;

3) защита и представление интересов своих членов в Банке России, федеральных органах исполнительной власти, органах исполнительной власти субъектов Российской Федерации, органах местного самоуправления, судах, международных организациях.

Саморегулирование в сфере финансовых рынков распространяется на следующие виды деятельности, осуществляемые на финансовых рынках:

1) брокеров;

2) дилеров;

3) управляющих;

4) депозитариев;

5) регистраторов;

6) акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов;

7) специализированных депозитариев;

8) негосударственных пенсионных фондов;

9) страховых организаций;

10) страховых брокеров;

11) обществ взаимного страхования;

12) микрофинансовых организаций;

13) кредитных потребительских кооперативов;

14) жилищных накопительных кооперативов;

15) сельскохозяйственных кредитных потребительских кооперативов;

16) форекс-дилеров;

17) инвестиционных советников.

Статус саморегулируемой организации некоммерческая организация приобретает в отношении одного или нескольких из указанных видов деятельности на финансовых рынках. Исходя из видов деятельности, в отношении которых

некоммерческая организация получила статус саморегулируемой организации, определяется и вид самой саморегулируемой организации: СРО брокеров, СРО форекс-дилеров, СРО инвестиционных советников и т. д.

Требования, предъявляемые к некоммерческим организациям, для приобретения ими статуса саморегулируемой организации:

1. Объединение в составе некоммерческой организации в качестве ее членов не менее 26 % от общего количества финансовых организаций, осуществляющих соответствующий вид деятельности.

2. Наличие разработанных в соответствии с требованиями законодательства о саморегулируемых организациях в сфере финансовых рынков внутренних стандартов саморегулируемой организации, касающихся:

— порядка проведения саморегулируемой организацией проверок соблюдения ее членами требований законодательства РФ, нормативных актов Банка России, базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации;

— условий членства в саморегулируемой организации, в том числе размера или порядка расчета, а также порядка уплаты вступительного взноса и членских взносов;

— системы мер воздействия и порядка их применения за несоблюдение членами саморегулируемой организации требований базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации;

— требований к деловой репутации должностных лиц саморегулируемой организации;

— правил профессиональной этики работников саморегулируемой организации, а также иных внутренних стандартов разработанных и утвержденных по собственной инициативе, необходимых ей для реализации целей и задач, вытекающих из законодательства.

3. Соответствие лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа некоммерческой организации (руководителя саморегулируемой организации), следующим требованиям:

— наличие высшего экономического, юридического, технического или математического образования;

— при наличии высшего экономического или юридического образования — наличие опыта руководства финансовой организацией, саморегулируемой организацией, иным профессиональным объединением на финансовом рынке или отделом (иным аналогичным подразделением) в указанных организациях либо опыта руководства отделом (иным аналогичным подразделением), отвечающим за осуществление функций по выработке государственной

политики, нормативно-правовому регулированию или контролю (надзора) соответствующего вида деятельности в федеральном органе исполнительной власти, в Банке России, в государственной организации или в государственной корпорации не менее 3 лет;

— при наличии высшего технического или математического образования — наличие опыта руководства финансовой организацией, саморегулируемой организацией, иным профессиональным объединением на финансовом рынке или отделом (иным аналогичным подразделением) в указанных организациях либо опыта руководства отделом (иным аналогичным подразделением), отвечающим за осуществление функций по выработке государственной политики, нормативно-правового регулирования или контроля (надзора) соответствующего вида деятельности в федеральном органе исполнительной власти, в Банке России, в государственной организации или в государственной корпорации не менее 5 лет;

— отсутствие неснятой или непогашенной судимости за совершение преступлений в сфере экономики;

— отсутствие совершения в течение 1 года, предшествовавшего дню подачи в Банк России ходатайства о согласовании руководителя саморегулируемой организации, административного правонарушения в области финансов, налогов и сборов, страхования, рынка ценных бумаг, установленного вступившим в законную силу постановлением органа, уполномоченного рассматривать дела об административных правонарушениях;

— отсутствие в течение 2 лет, предшествовавших дню подачи в Банк России ходатайства руководителя саморегулируемой организации, фактов расторжения с указанным лицом трудового договора (контракта) по инициативе администрации по основаниям, предусмотренным пунктами 5–7.1, 9–11 части первой статьи 81 Трудового кодекса Российской Федерации;

— соответствие иным требованиям к деловой репутации, установленным нормативными актами Банка России и внутренними стандартами.

Некоммерческая организация приобретает статус саморегулируемой организации со дня внесения сведений о ней в единый реестр саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, решение о котором принимается Банком России на основании заявления некоммерческой организации с указанием ее наименования и пакета документов, определенного законодательством, в течение 30 календарных дней, следующих за днем их подачи.

Членство финансовой организации в саморегулируемой организации, вид которой соответствует виду деятельности, осуществляемому такой финансовой организацией, является обязательным в случае наличия саморегулируемой организации соответствующего вида. При этом финансовая органи-

зация может являться членом только одной саморегулируемой организации определенного вида, за исключением случаев ассоциированного членства, т. е. случаев когда финансовые организации, являющиеся членами одной саморегулируемой организации того же вида, становятся ассоциированными (ограниченными в статусе) членами<sup>50</sup> другой саморегулируемой организации того же вида.

Финансовая организация, осуществляющая деятельность, которая соответствует разным видам саморегулируемых организаций, может являться членом нескольких саморегулируемых организаций соответствующих видов или одной саморегулируемой организации, имеющей статусы саморегулируемой организации в отношении соответствующих видов деятельности финансовой организации.

По общему правилу финансовая организация обязана вступить в саморегулируемую организацию в течение 180 дней, следующих за днем получения некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации соответствующего вида при отсутствии до указанного дня саморегулируемой организации соответствующего вида, либо за днем прекращения своего членства в саморегулируемой организации.

Соблюдение данных требований обеспечивается тем, что в случае их нарушения Банк России вправе отозвать лицензию (разрешение) на осуществление соответствующего вида деятельности или исключить сведения о финансовой организации из реестра финансовых организаций соответствующего вида либо обратиться в суд с заявлением о ликвидации финансовой организации-нарушителя.

Саморегулируемая организация осуществляет контроль за соблюдением своими членами требований федеральных законов, регулирующих деятельность в сфере финансового рынка, нормативных правовых актов Российской Федерации, нормативных актов Банка России, базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации, в том числе путем проведения плановых и внеплановых проверок.

---

<sup>50</sup> Ассоциированные члены не учитываются при определении количества членов, необходимого для соблюдения требования к саморегулируемой организации о количестве членов. Они вправе участвовать в общем собрании членов саморегулируемой организации с правом совещательного голоса, в деятельности формируемых саморегулируемой организацией комитетов, комиссий, рабочих и экспертных групп; вправе принять на себя обязанность соблюдать отдельные внутренние стандарты или обязаны их соблюдать, если это предусмотрено Уставом СРО. В то же время саморегулируемая организация не вправе осуществлять контроль за деятельностью ассоциированного члена и применять к ассоциированному члену меры, предусмотренные законодательством, за исключением случая, если ассоциированный член подчиняется отдельным внутренним стандартам.

Плановая проверка проводится не реже 1 раза в 5 лет и не чаще 1 раза в год. Периодичность проведения плановых проверок деятельности членов саморегулируемой организации определяется саморегулируемой организацией, в том числе с учетом их системной и (или) социальной значимости.

Основанием для проведения саморегулируемой организацией внеплановой проверки являются поручение Комитета финансового надзора Банка России на проведение проверки члена саморегулируемой организации, направленная в саморегулируемую организацию жалоба на нарушение членом саморегулируемой организации базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации или иные основания, предусмотренные внутренними стандартами саморегулируемой организации.

Член саморегулируемой организации по запросу саморегулируемой организации обязан предоставить всю информацию, необходимую саморегулируемой организации для проведения проверки, за исключением информации, составляющей государственную или налоговую тайну. Порядок направления саморегулируемой организацией соответствующего запроса и порядок предоставления членом саморегулируемой организации информации по нему определяются саморегулируемой организацией.

В случае выявления саморегулируемой организацией нарушений в деятельности члена саморегулируемой организации материалы проверки передаются в орган саморегулируемой организации по рассмотрению дел о применении мер в отношении членов саморегулируемой организации, за исключением случаев проведения внеплановой проверки по поручению Комитета финансового надзора Банка России. Материалы внеплановой проверки, передаются саморегулируемой организацией в Банк России не позднее пяти рабочих дней, следующих за днем завершения проверки.

Саморегулируемая организация, а также руководитель саморегулируемой организации и иные работники и должностные лица саморегулируемой организации, в том числе принимающие участие в проведении проверки, несут ответственность за разглашение и распространение сведений, полученных в ходе ее проведения, в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Помимо основного функционала Банк России на основании письменного обращения саморегулируемой организации вправе передать ей полномочия по получению от членов саморегулируемой организации специализированной отчетности финансовых организаций. При этом Банк России устанавливает порядок осуществления саморегулируемыми организациями переданных им полномочий, а также объем и полноту передаваемых полномочий.



Саморегулируемая организация вправе применять в отношении своих членов меры за несоблюдение базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации.

К таким мерам относятся:

- 1) предъявление требования об обязательном устранении членом саморегулируемой организации выявленных нарушений в установленные сроки;
- 2) вынесение члену саморегулируемой организации предупреждения в письменной форме;
- 3) наложение штрафа на члена саморегулируемой организации в размере, установленном внутренними документами саморегулируемой организации;
- 4) исключение из членов саморегулируемой организации;
- 5) иные меры, установленные внутренними документами саморегулируемой организации, не противоречащие законодательству РФ и нормативным актам Банка России.

Рассматривает дела о нарушении членами саморегулируемой организации базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации специальный орган саморегулируемой организации по рассмотрению дел о применении мер в отношении членов саморегулируемой организации.

Решения о применении указанных мер принимаются большинством голосов членов данного органа саморегулируемой организации и вступают в силу со дня их принятия указанным органом. Решение о применении меры может быть принято не менее чем 75 % голосов членов данного органа саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация в течение двух рабочих дней со дня принятия решения о применении в отношении члена предусмотренных мер направляет копию такого решения члену саморегулируемой организации.

Надзор за деятельностью саморегулируемых организаций осуществляется Банком России в установленном им порядке. Предметом надзора являются соблюдение этой саморегулируемой организацией требований, установленных законодательством и нормативными правовыми актами Российской Федерации, нормативными актами Банка России, базовыми стандартами, внутренними стандартами, а также проверки, которые осуществляет саморегулируемая организация в отношении своих членов.

В случае выявления нарушения в деятельности саморегулируемой организацией Банк России направляет ей предписание об устранении нарушения с указанием срока исполнения предписания. В случае неисполнения или нарушения срока для исполнения данного предписания Банк России вправе применить к саморегулируемой организации следующие меры воздействия:

- 1) наложить штраф в размере и порядке, которые установлены законодательством об административных правонарушениях;
- 2) направить в саморегулируемую организацию требование о замене руководителя саморегулируемой организации;
- 3) принять решение о прекращении статуса саморегулируемой организации;
- 4) приостановить исполнение всех или части функций саморегулируемой организации, в том числе приостановить все или часть полномочий, переданных ей Банком России, по одному или нескольким видам деятельности, являющимся предметом саморегулирования для саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация обязана представлять в Банк России по его запросу информацию и документы, необходимые для осуществления им надзорных функций. Члены саморегулируемой организации вправе направить в Банк России жалобу на действия (бездействие) саморегулируемой организации, которая, подлежит рассмотрению в 30-дневный срок со дня ее поступления. В случае выявления в результате рассмотрения жалобы нарушений законодательства, допущенных саморегулируемой организацией, а также нарушения порядка проведения проверок, которые осуществляет саморегулируемая организация в отношении своих членов, Банк России вправе применить в отношении такой саморегулируемой организации меры воздействия, указанные выше.

Саморегулируемая организация представляет в Банк России отчетность. Содержание отчетности, форма, порядок и сроки ее представления устанавливаются Банком России.

### 6.3. ЭМИССИЯ И АНДЕРРАЙТИНГ

Согласно законодательству, регулиющему отношения на рынке ценных бумаг, **эмиссия ценных бумаг** — это установленная законодательством последовательность связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг действий эмитента и иных лиц.

Вопросы эмиссии регулируются Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Положением Банка России от 19 декабря 2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». В соответствии с указанными нормативными актами процедура эмиссии включает в себя следующие этапы:

- 1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг или иного решения, являющегося основанием для размещения эмиссионных ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных законодательством;

3) регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;

4) непосредственное размещение эмиссионных ценных бумаг;

5) государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, а также условия их размещения регулируются Бюджетным кодексом РФ и принятыми в соответствии с ним подзаконными нормативными актами.

Эмиссия ценных бумаг может быть осуществлена в следующих формах:

— закрытое размещение среди ограниченного числа инвесторов (частное размещение), которое предполагает регистрацию без публичного объявления о размещении;

— открытое размещение ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов (публичное размещение), которое предполагает регистрацию с публичным объявлением о размещении, подготовкой и регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг, который требует раскрытия всей необходимой информации об эмитируемых ценных бумагах.

Ценные бумаги, выпуск (дополнительный выпуск) которых не прошел государственную регистрацию, не могут быть размещены, за исключением случаев, предусмотренных законодательством.

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг может сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг, а в случае размещения ценных бумаг путем подписки должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг. Исключение здесь составляют случаи, при которых соблюдается хотя бы одно из следующих условий:

1. В соответствии с условиями размещения ценных бумаг они размещаются среди лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

2. В соответствии с условиями размещения акций и/или ценных бумаг, конвертируемых в акции, они размещаются лицам, которые на определенную дату являлись или являются акционерами акционерного общества — эмитента, при условии, что число таких лиц без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

3. В соответствии с условиями размещения ценных бумаг они предлагаются лицам, число которых не превышает 150, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, а также без учета лиц, которые на определенную

дату являлись или являются участниками (акционерами) эмитента, при условии, что число таких участников (акционеров), не являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

4. В соответствии с условиями размещения ценных бумаг они размещаются путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

5. Сумма привлекаемых эмитентом денежных средств путем размещения ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 200 млн руб.

6. Сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года не превышает 4 млрд руб.

7. В соответствии с условиями размещения ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая в их оплату каждым из потенциальных приобретателей, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, составляет не менее 4 млн руб. при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

8. В случае государственной регистрации отдельного выпуска (дополнительного выпуска) облигаций, размещаемых в рамках программы облигаций, если проспект облигаций зарегистрирован одновременно с государственной регистрацией программы облигаций.

Если государственная регистрация двух или более выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг одного эмитента осуществляется одновременно, в отношении ценных бумаг таких выпусков (дополнительных выпусков) может быть подготовлен один проспект ценных бумаг.

Если ценные бумаги размещаются путем открытой подписки или процедура эмиссии ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент обязан раскрывать информацию о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг в соответствии с законодательством.

Для прохождения процедуры регистрации эмиссии ценных бумаг эмитент обязан представить в Банк России пакет сшитых и заверенных документов.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг составляется в трех экземплярах, после государственной регистрации выпуска один экземпляр решения остается в регистрирующем органе, а два других выдаются эмитенту, из которых один экземпляр решения тот передает на хранение депозитарию или регистратору.

Для проведения регистрационных действий также требуется представление документа, подтверждающего факт уплаты государственной пошлины. Регистрирующий орган обязан в течение семи рабочих дней с даты получения представленных заявителем (эмитентом) документов направить ему уведомление с указанием на необходимость представления документа, подтверждающего факт уплаты государственной пошлины, а течение сроков, установленных настоящим Положением для рассмотрения представленных заявителем (эмитентом) документов, приостанавливается до даты получения регистрирующим органом достоверных сведений об уплате государственной пошлины в установленном порядке.

Основания для отказа в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг:

— нарушение эмитентом требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, в том числе наличие в представленных документах сведений, позволяющих сделать вывод о противоречии условий эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации и несоответствии условий выпуска эмиссионных ценных бумаг законодательству Российской Федерации о ценных бумагах;

— несоответствие документов, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг, и состава содержащихся в них сведений требованиям законодательства и нормативных актов Банка России;

— непредставление в течение 30 дней по запросу Банка России всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или регистрации проспекта ценных бумаг;

— несоответствие финансового консультанта на рынке ценных бумаг, подписавшего проспект ценных бумаг, установленным требованиям;

— внесение в проспект ценных бумаг или решение о выпуске ценных бумаг (иные документы, являющиеся основанием для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг) ложных сведений либо сведений, не соответствующих действительности (недостоверных сведений);

— иные основания, установленные законодательством.

Эмиссия ценных бумаг может быть приостановлена на любом этапе процедуры эмиссии до государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, а в случае если процедурой эмиссии ценных бумаг не предусматривается государственная реги-

страция отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска) — до начала размещения эмиссионных ценных бумаг при обнаружении:

1) нарушения эмитентом в ходе эмиссии требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;

2) недостоверной или вводящей в заблуждение информации в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Эмиссия ценных бумаг приостанавливается до устранения выявленного нарушения и возобновляется после его устранения. В случае приостановления эмиссии эмитент обязан прекратить размещение эмиссионных ценных бумаг и устранить выявленные нарушения.

Выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг может быть признан несостоявшимся после его государственной регистрации или присвоения ему идентификационного номера и до государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, а в случае, если процедура эмиссии ценных бумаг не предусматривает государственную регистрацию отчета об итогах их выпуска (дополнительного выпуска), — до начала размещения эмиссионных ценных бумаг.

Основанием для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся являются:

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое не может быть устранено иначе, чем посредством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

2) обнаружение в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, и (или) в документах, представленных для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, недостоверной или вводящей в заблуждение информации, повлекшей за собой существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг;

3) непредставление эмитентом в Банк России отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в установленный настоящим Федеральным законом срок после истечения срока их размещения;



4) отказ Банка России в государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в случаях, если законодательство предусматривает его государственную регистрацию;

5) неразмещение ни одной эмиссионной ценной бумаги выпуска (дополнительного выпуска);

6) неисполнение эмитентом требования Банка России или требования регистрирующего органа об устранении допущенных в ходе эмиссии ценных бумаг нарушений требований законодательства Российской Федерации.

Выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг может быть признан недействительным на основании решения суда по иску Банка России, регистрирующего органа или органа, осуществляющего государственную регистрацию юридических лиц, а также по иску участника (акционера) эмитента или владельца эмиссионных ценных бумаг эмитента того же вида, категории (типа), что и эмиссионные ценные бумаги выпуска (дополнительного выпуска).

Основанием для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг недействительным является:

1) нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации, которое не может быть устранено иначе, как посредством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

2) обнаружение в документах, на основании которых были осуществлены государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или присвоение выпуску (дополнительному выпуску) эмиссионных ценных бумаг идентификационного номера, либо в документах, на основании которых была осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, недостоверной или вводящей в заблуждение информации, повлекшей за собой существенное нарушение прав и/или законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг.

Срок исковой давности для признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, решений, принятых эмитентом, Банком России и (или) иным уполномоченным органом либо организацией и связанных с осуществлением эмиссии ценных бумаг недействительным составляет три месяца с момента государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Указанный в пункте срок исковой давности в случае его пропуска восстановлению не подлежит. При этом требование о признании недействительным выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, процедура эмиссии которых не предусматривает государственную регистрацию отчета об итогах их выпуска (до-



полнительного выпуска), может быть заявлено в суд до раскрытия эмитентом информации о начале размещения таких ценных бумаг.

Признание выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным влечет за собой аннулирование его государственной регистрации, изъятие из обращения эмиссионных ценных бумаг данного выпуска (дополнительного выпуска) и возвращение владельцам таких эмиссионных ценных бумаг денежных средств или иного имущества, полученных эмитентом в счет их оплаты.

Порядок изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг и возвращения владельцам таких эмиссионных ценных бумаг денежных средств или иного имущества устанавливается нормативным актом Банка России.

Мы уже упоминали в предыдущих главах, что по общему правилу одной из завершающих фаз эмиссии является размещение ценных бумаг.

**Размещение эмиссионных ценных бумаг** — это процесс отчуждения эмиссионных ценных бумаг эмитентом в пользу их первых покупателей (владельцев) путем заключения соответствующих гражданско-правовых сделок.

Размещение эмиссионных ценных бумаг должно осуществляться в соответствии с условиями, определенными решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

Размещение ценных бумаг включает в себя:

- совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам;
- внесение приходных записей по лицевым счетам (счетам депо) первых владельцев (в случае размещения именных ценных бумаг или документарных облигаций с обязательным централизованным хранением);
- выдачу сертификатов документарных облигаций их первым владельцам (в случае размещения документарных облигаций без обязательного централизованного хранения).

Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), если иное не установлено законодательством.

Размещение акций при учреждении акционерного общества, а также размещение эмиссионных ценных бумаг при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения или преобразования осуществляется в день государственной регистрации соответствующего юридического лица, создаваемого путем учреждения или в результате реорганизации.

Размещение эмиссионных ценных бумаг при реорганизации в форме присоединения осуществляется на дату внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного

юридического лица. Запрещается начинать размещение путем подписки эмиссионных ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска), государственная регистрация которого сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, ранее даты, с которой эмитент предоставляет доступ к проспекту ценных бумаг.

Информация о цене размещения эмиссионных ценных бумаг или порядке ее определения должна быть раскрыта эмитентом не позднее даты начала размещения эмиссионных ценных бумаг. Эмитент обязан завершить размещение эмиссионных ценных бумаг в срок, определенный решением об их выпуске (дополнительном выпуске).

В случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки указанный срок не может составлять более одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. Эмитент вправе продлить указанный срок путем внесения соответствующих изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг. При этом каждое продление срока размещения эмиссионных ценных бумаг не может составлять более одного года, а общий срок размещения эмиссионных ценных бумаг с учетом его продления — более трех лет с даты государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска).

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количество, указанное в решении об их выпуске (дополнительном выпуске). Эмитент может разместить меньшее количество эмиссионных ценных бумаг, чем указано в решении об их выпуске (дополнительном выпуске). Фактическое количество размещенных эмиссионных ценных бумаг указывается в отчете или уведомлении об итогах их выпуска (дополнительного выпуска).

Условия размещения эмиссионных ценных бумаг путем подписки должны быть равными для всех потенциальных приобретателей, за исключением случаев, предусмотренных законодательством и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Эмиссионные ценные бумаги, размещаемые путем подписки, должны размещаться при условии их полной оплаты. При размещении эмиссионных ценных бумаг путем подписки, услуги по размещению которых оказывает брокер, эмиссионные ценные бумаги могут быть зачислены на счет такого брокера для их последующего размещения лицам, заключившим договоры о приобретении таких эмиссионных ценных бумаг, при условии оплаты не менее 25 % от цены их размещения. Счет открывается брокером в депозитарии и не предназначен для учета прав на эмиссионные ценные бумаги. Срок, в течение которого эмиссионные ценные бумаги, зачисленные на счет брокера, должны быть переданы лицам, заключившим договоры об их приобретении, не может составлять более 14 рабочих дней.

После государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и до начала размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент вправе отказаться от размещения эмиссионных ценных бумаг, представив в Банк России соответствующие заявление и отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о том, что ни одна эмиссионная ценная бумага выпуска (дополнительного выпуска) не размещена. Решение об отказе от размещения эмиссионных ценных бумаг принимает уполномоченный орган эмитента, к компетенции которого относится вопрос о размещении соответствующих эмиссионных ценных бумаг.

В сложившейся практике методика размещения эмиссионных ценных бумаг предполагает первичное формирование эмитентом предложений в адрес инвесторов и рыночных посредников. После этого на оговоренных условиях организуется частное или публичное размещение ценных бумаг.

К методам размещения ценных бумаг относят:

- *underwrite* — размещение по подписке, т. е. в рамках которого эмитент собирает предварительные заявки от инвесторов, что дает эмитенту ясное понимание круга покупателей и суммы сделок с размещаемыми ценными бумагами;
- *direct* — прямое предложение потенциальным инвесторам, в рамках которого происходит непосредственное размещение бумаг инвесторам в текущем режиме и без посредников;
- *public* — открытое размещение ценных бумаг на организованных торгах путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц;
- *auction* — размещение посредством конкурентных торгов, проводимых на базе принципов аукциона.

Мы уже упоминали, что традиционно непосредственное размещение бумаг в рынок организует андеррайтер (организатор выпуска), в общую совокупность функций которого входят функции инвестиционного дилера. Он самостоятельно или с группой со-андеррайтеров организует размещение эмитированных ценных бумаг, при этом выкупая в нормативных пределах, установленных законодательством, часть выпуска с целью их последующей продажи конечным инвесторам.

**Андеррайтинг ценных бумаг** — оказание услуг эмитенту по размещению его ценных бумаг среди инвесторов.

По своей сути андеррайтинг является финансовым посредничеством между эмитентом и инвесторами. В соответствии с российским законодательством оказывать услуги эмитенту по размещению эмиссионных ценных бумаг может профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность.

В соответствии с российским законодательством профессиональный участник рынка ценных бумаг не может совершать сделки по размещению ценных бумаг эмитента от имени эмитента и за свой счет.

В мировой практике присутствуют следующие виды андеррайтинга:

— **андеррайтинг «с твердыми обязательствами»**. В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. В первом случае, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения ценных бумаг. Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер способен понести огромные курсовые потери;

— **андеррайтинг «с ожиданием»**. При этой форме андеррайтинга андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, которая предназначалась для реализации подписных прав и осталась невыкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них подписные права;

— **андеррайтинг «на базе лучших усилий»**. В этом случае по условиям соглашения с эмитентом андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии. Тем самым финансовые риски, связанные с нерасмещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Нераспроданная часть эмиссии возвращается эмитенту. Обязательство андеррайтера — приложить максимальные усилия для размещения ценных бумаг, однако финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет;

— **андеррайтинг «все или ничего»**. Действие соглашения по андеррайтингу прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию;

— **договорной андеррайтинг**. При этой форме андеррайтинга ценовые условия эмиссии (цена выпуска акций у эмитента, спред между указанной ценой и ценой, по которой размещает эмиссию синдикат) устанавливается на основе переговоров между эмитентом и единственным менеджером синдиката (см. конкурентный андеррайтинг);

— **конкурентный андеррайтинг**. При этом виде андеррайтинга подготовка эмиссии на конкурентных началах ведут несколько андеррайтеров, каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т. д. Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Например, если один андеррайтер при прочих равных условиях предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 10 тыс. руб., а второй андеррайтер по 9 тыс. руб., то, естественно, эмитент, даже будучи публичной и финансово-устойчивой компанией, предпочтет первого андеррайтера;

— **андеррайтинг на основе опциона** подразумевает, что андеррайтер за определенную плату принимает на себя обязательство покупки новых выпусков акций или облигаций. Продажа опционов пут дает такой же результат, за исключением того, что продавец опциона пут может передумать покупать эти акции и решит выкупить свой опцион для аннулирования своего обязательства, в то время как это невозможно при обязательствах по данному виду андеррайтинга.

В мировой практике временное объединение нескольких андеррайтеров в целях размещения выпуска ценных бумаг эмитента среди инвесторов называют эмиссионным синдикатом (со-андеррайтеры). При этом андеррайтер, входящий в эмиссионный синдикат, несет ответственность за размещение выпуска ценных бумаг в пределах своего участия в синдикате и не отвечает за другие неразмещенные ценные бумаги. Это называется принципом «раздельного счета».

Организацию, которая координирует работу эмиссионного синдиката, называют lead-менеджером. К его исключительной функции относятся подготовка и реализация презентационных мероприятий, так называемого road-show.

В соответствии с российским законодательством размер вознаграждения брокера, оказывающего услуги эмитенту по размещению эмиссионных ценных бумаг, не должен превышать 10 % цены размещения акций.

## 6.4. ИНФРАСТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Банк России определяет инфраструктуру финансового рынка как специальные организации, которые обслуживают сделки с финансовыми активами, проводят контроль и расчеты по таким сделкам, учет и переход прав на финансовые активы, а также осуществляют сбор, хранение и предоставление информации, необходимой для эффективного функционирования финансового рынка.

Инфраструктура финансового рынка включает в себя различные институты, которые обеспечивают реализацию торговых, платежных и учетных операций и процедур, также сюда относятся информационные институты финансового рынка.

**Торговая инфраструктура** — это площадки, на которых происходят сделки с финансовыми активами по определенным правилам. Традиционно торговая инфраструктура включает в себя и расчетную инфраструктуру, в рамках которой определяются взаимные обязательства участников торгов. Это помогает

проводить расчеты по итогам торгов. Расчетная инфраструктура также обслуживает и те сделки, которые заключаются вне организованных торгов.

К торговой инфраструктуре относятся биржи и иные организаторы торговли валютами, ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

**Платежная инфраструктура** представляет собой высокотехнологичную систему определения обязательств и проведения расчетов, т. е. перевода денежных средств между экономическими субъектами. В расчетную (платежную) инфраструктуру входят коммерческие платежные системы, платежная система Банка России, системы передачи финансовых сообщений.

**Учетная инфраструктура** выступает в качестве связующего звена между эмитентом ценных бумаг и их владельцем. В современных условиях основная масса ценных бумаг дематериализована, так как выпускается в бездокументарной форме или в документарной форме в виде единого сертификата, т. е. они либо существуют, либо обращаются только в виде записей по счетам. Следовательно, необходимо существование специальной учетной инфраструктуры, которая формируется из специализированных организаций, базовым профессиональным функционалом которых как раз и является открытие и ведение этих счетов, путем совершения приходно-расходных записей по ним. Эти организации подтверждают права владельца на ценные бумаги и по его распоряжению переводят ценные бумаги новому приобретателю. В их функции также входит содействие владельцу ценных бумаг в реализации прав по ним (в голосовании по акциям, получении доходов и выплат по ценным бумагам).

К учетной инфраструктуре относятся следующие организации:

- **репозитарии** — собирают и хранят данные о заключенных не на организованных торгах (вне биржи) договорах репо и договорах с деривативами;
- **регистраторы** — ведут реестр владельцев ценных бумаг на основании договора с эмитентом;
- **депозитарии** — хранят ценные бумаги, выступают посредниками между эмитентами и инвесторами, ведут учет сделок с ценными бумагами и перехода прав на эти бумаги.

**Клиринговые организации** — посредники между участниками рынка, которые гарантируют исполнение ими взаимных обязательств: они формируют информацию по имеющимся обязательствам и новым сделкам, их зачету при поставках ценных бумаг и расчетам по ним.

Особую категорию смешанного типа представляют расчетно-клиринговые организации, которые одновременно можно отнести и к учетной инфраструктуре, и к расчетной (платежной) инфраструктуре.



Деятельность расчетно-клиринговых организаций включает:

- сбор, сверку и корректировку информации о сделках, совершаемых в рамках торговых площадок, которые обслуживаются данной организацией;
- непосредственное осуществление клиринга, т. е. производство зачета взаимных (встречных) требований между участниками торгов;
- осуществление контроля за перемещением ценных бумаг и иных активов, которые лежат в основе биржевых сделок, при их исполнении;
- гарантирование исполнения заключенных на торговой площадке сделок;
- оформление финансово-отчетной документации по произведенным расчетам.

В исторической ретроспективе отечественной практики функционирования расчетно-клиринговых организаций они носили разнообразные наименования: расчетная палата/клиринговый центр и т. д., при этом их функционал в целом оставался единообразным.

В большинстве случаев расчетно-клиринговые организации нужно рассматривать как специализированные кредитные организации, которые реализуют важную функцию — расчетное (платежное) обслуживание участников организованного финансового рынка.

Объективно перед ними стоят задачи по обеспечению высокой операционной динамики проведения расчетов и минимизации рисков, возникающих при исполнении денежных обязательств по сделкам, заключаемым на финансовых рынках.

**Информационная инфраструктура** финансового рынка — это совокупность разнообразных организаций, формирующих систему сбора, ведения и распространения (поставки) информации о финансовом рынке всем заинтересованным участникам рынка, в том числе профессиональным участникам, эмитентам и инвесторам, информации, каналов информационного обмена и коммуникаций, линий связи, систем и средств защиты информации и т. д.

Информационная инфраструктура представляет собой совокупность центров обработки и анализа и предоставляет различные информационные, аналитические сервисы, необходимые экономическим субъектам для эффективного ведения бизнеса и осуществления инвестиционных вложений на информированной основе.

В информационную инфраструктуру входят:

- **рейтинговые агентства** — организации, функционал которых на финансовых рынках сводится к анализу деятельности тех экономических субъектов, которые заинтересованы в привлечении рыночного долгового финансирования, от компаний реального сектора и банков до целых регионов, и результирующим действием которых является присваивание этим эконо-



мическим субъектам соответствующей рейтинговой оценки (кредитного рейтинга). Кредитные рейтинги служат всем категориям участников финансового рынка — инвесторам, заемщикам, эмитентам и государству, важным средством для принятия обоснованных инвестиционных и финансовых решений;

— **бюро кредитных историй** — организации, функционал которых на финансовых рынках сводится к хранению сведений о займах физических и юридических лиц и об исполнении обязательств по ним. На основе этих данных кредиторы анализируют уровень долговой нагрузки заемщика и его финансовую дисциплину по денежным обязательствам, образующимся из займов;

— **ценовые центры** — организации, функционал которых на финансовых рынках сводится к оказанию услуг для участников рынка по определению стоимости финансовых инструментов, не торгуемых на бирже, а следовательно, не имеющих объективной рыночной оценки (стоимости). Их деятельность способствует установлению справедливой цены на финансовые активы и инструменты, что дает сторонам сделки уверенность в том, что она заключена на адекватных рыночных условиях;

— **администраторы, формирующие финансовые индикаторы**, — субъекты информационной инфраструктуры, которые подтверждают условия сделки и цену инструмента для сделок с финансовыми инструментами, в которых есть дополнительные условия, например, уровень процентных ставок или валютные курсы.

Отдельными элементами информационной инфраструктуры финансового рынка являются:

— специализированная (деловая и биржевая) пресса и иные средства массовой информации, оперативно освещающие текущее состояние финансового рынка;

— специализированные информационные агентства, формирующие специализированные базы актуальных данных, характеризующих состояние биржевого и внебиржевого организованного рынка: Reuters, Bloomberg и т. д.;

— публичная (государственная) и частные системы сбора и публикации статистической и аналитической финансовой и экономической информации: Госкомстат, Cbonds, Investfunds, Финмаркет и др.;

— данные рейтинговых агентств (кредитные рейтинги, рейтинговые оценки рисков и т. д.): Standard&Poor's, Moody's, Fitch Ratings, «Эксперт РА», Национальное рейтинговое агентство и др.;

— система раскрытия эмиссионной информации, в том числе проспектов ценных бумаг, отчетов о результатах первичного размещения ценных бумаг, финансовой отчетности и другой информации об эмитентах, выпусках и обращении ценных бумаг;

- информационные системы биржевых и внебиржевых торговых площадок (информационно-диллинговые системы, информационные сети);
- системы фондовых индексов, отражающие актуальную информацию о текущем значении индексов и их динамике.

Одной из главнейших задач информационной инфраструктуры является обеспечение раскрытия и распространения информации на финансовом рынке, обладание которой обеспечивает снижение финансовых рисков при принятии инвестиционных решений. От качества информационной инфраструктуры, т. е. оперативности ее получения и распространения, степени достоверности этой информации зависит эффективное функционирование финансового рынка. Раскрываемая информация должна быть достаточной для принятия взвешенных решений инвесторами и представлена в форме, доступной не только для понимания, но и для дальнейшей аналитической обработки. В свою очередь, владельцы денежного капитала или ценных бумаг (инвесторы) не должны быть введены в заблуждение со стороны контрагентов по инвестиционным операциям, т. е. эмитентами, брокерами или дилерами, а также иными профессиональными участниками финансового рынка.

Одним из источников информации для принятия инвестиционных решений выступают рейтинги.

**Рейтинг** — это критериальная экспертная оценка, идентифицирующая принадлежность оцененного (проанализированного) объекта к определенной качественной группе, классу, разряду, категории. Процесс выставления рейтинга есть процесс выявления соответствия данного объекта критериям принадлежности к той или иной группе. По своей сути кредитный рейтинг представляет собой мнение об уровне кредитного риска относительно способности и готовности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Также кредитные рейтинги позволяют определить кредитное качество конкретного долгового обязательства и относительную вероятность дефолта по нему. Каждое отдельное кредитное агентство применяет собственную методологию при оценивании кредитоспособности и выражает результаты своих оценок в качестве итогового значения по конкретной рейтинговой шкале.

Традиционно используется буквенная шкала, которая позволяет выразить мнение об относительном уровне кредитного риска в диапазоне, например, от AAA до D.

Кредитные рейтинги носят прогностический характер, поскольку в процессе аналитических процедур агентства исследуют актуальную информацию и динамические данные прошлых периодов, определяют потенциальное влияние будущих предвидимых событий.

В частности, эксперты могут принимать во внимание ожидаемые подъемы и спады экономической активности, которые влияют на кредитоспособность конкретного эмитента долговых обязательств.

Вместе с тем часто рейтинговые агентства обращают внимание на тот факт, что кредитные рейтинги не являются индикаторами качества инвестиций, поскольку они отражают лишь один аспект, необходимый для принятия инвестиционного решения, — кредитоспособность, а в некоторых случаях — еще и уровень возмещения долга в случае дефолта.

Одним из элементов информационной инфраструктуры являются фондовые индексы. Фондовые индексы — индикаторы состояния и динамики фондового рынка

На основании рыночных биржевых цен происходит расчет фондовых индексов. *Индексы рынка* — составной (как правило) взвешенный показатель курсов ценных бумаг из определенного набора. Они дают представление о деятельности фондового рынка в целом. Метод расчета индекса путем средневзвешенной величины позволяет учитывать влияние капитализации компании, входящей в индекс, на изменение значений фондового индекса. Наиболее репрезентативным считается средневзвешенный индекс, потому что акции компаний, имеющих наибольшую капитализацию, оказывают наиболее значительное воздействие на изменение индекса.

В отечественной практике используются индекс Российской торговой системы (РТС) и индекс Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ).

Индекс ММВБ рассчитывается с осени 1997 г. как взвешенный по рыночной капитализации индекс рынка наиболее ликвидных акций российских эмитентов, допущенных к обращению на Московской бирже с включением в котировальные списки. Он рассчитывается на основе цен сделок, совершенных в биржевой секции фондового рынка в режиме основных торгов с акциями, которые составляют базу для расчета данного индекса. Через 20 лет с момента расчета данного индекса состоялся пересмотр индексных корзин, а сам индекс был переименован в индекс МосБиржи (MOEX Russia Index).

Индекс РТС рассчитывается с осени 1995 г. и изначально являлся официальным индикатором Фондовой биржи Российской торговой системы (РТС), однако после объединения фондовых бирж ММВБ и РТС он был преобразован в индекс МосБиржи (МОЕХ) в долларах США.

В зарубежной фондовой практике наиболее часто обращаются к индексам «S&P», NYSE Composite и индексу FT-SE 100.

Дочерняя компания американской корпорации S&P Global, компания «Standard & Poor's», рассчитывает и публикует серию индексов с различной

степенью охвата рынка. Наиболее известным из них является индекс S&P 500, который рассчитывается методом взвешенного среднего арифметического.

Индекс S&P 500 — взвешенный по рыночной стоимости индекс акций 500 корпораций, которые представлены в нем в следующей пропорции: 400 промышленных корпораций, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных компаний.

Индекс NYSE Composite Нью-Йоркской фондовой биржи — взвешенный по рыночной стоимости показатель, который охватывает все обыкновенные акции, которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, в том числе американские депозитарные расписки. Он включает бумаги корпораций в каждой из десяти отраслей, перечисленных в индексной отраслевой классификации. В индекс включены более 2000 акций, из которых более 1600 акций принадлежат корпорациям США, а более 360 — иностранным компаниям. При этом иностранные компании очень широко представлены среди крупнейших компаний, включенных в индекс: из 100 компаний в индексе, имеющих наибольшую рыночную капитализацию и, следовательно, наибольшее влияние на индекс, более половины являются неамериканскими эмиссиями, т. е. бумагами иностранных эмитентов.

Самыми известными в Англии являются индексы газеты «Financial Times». Индекс FT-SE 100 — взвешенный арифметический индекс, рассчитываемый на базе 100 крупнейших по рыночной капитализации компаний Великобритании.

FT — SE All-Share — индекс, учитывающий курсы более 650 акций английских компаний из всех сфер экономической деятельности.

FT — SE Eurotrack 100 и FT — SE Eurotrack 200 — индексы, учитывающие курсы акций крупнейших компаний европейского региона.

FT — A World Index — всемирный индекс, учитывающий более 2200 акций компаний 24 стран всех континентов.

Существуют также индексы FT, рассчитываемые по облигациям.

На французском фондовом рынке используются несколько индексов, отражающих состояние различных секторов этого рынка.

CAC 40 — этот индекс рассчитывается на основе стоимости 40 самых ликвидных акций компаний, имеющих самую большую капитализацию.

SBF 80 — взвешенный по капитализации индекс, который рассчитывается на основе 80 ценных бумаг компаний, следующих по общей стоимости акций за первыми 40.

SBF 120 — индекс, в который входят бумаги всех компаний, включенные в индексы CAC 40 и SBF 80, и по этой причине является репрезентативным для французского фондового рынка в целом.

---

Конъюнктуру японского фондового рынка отражают два главных национальных биржевых индекса — Nikkei и Topix.

NIKKEI — индекс, который рассчитывается с 1950 г. как среднеарифметическая величина стоимости 225 акций, котирующихся на первой секции Токийской фондовой биржи.

ТОPIX — индекс, который рассчитывается с 1968 г. и представляет собой среднеарифметическую стоимость всех акций первой секции Токийской фондовой биржи, взвешенную с учетом их количества.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

### Нормативные акты

Гражданский кодекс Российской Федерации : часть первая : от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Российская газета. — 1994. — 8 дек. — № 238–239.

Гражданский кодекс Российской Федерации : часть вторая : от 26.01.1996 № 14-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. — 1996. — 29 янв. — № 5, ст. 410.

Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 22.12.2020) // Российская газета. — 1998. — 12 авг. — № 153–154.

Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 02.12.1990 № 395-1 // Ведомости съезда народных депутатов РСФСР. — 1990. — 6 дек. — № 27, ст. 357.

Закон РФ «Об организации страхового дела в РФ» от 27.11.1992 № 4015-1 // Российская газета. — 1993. — 12 янв. — № 6.

Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. — 1996. — 1 янв. — № 1, ст. 1.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Российская газета. — 1996. — 25 апр. — № 79.

Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998. № 75-ФЗ // Там же. — 1998. — 13 мая. — № 90.

Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. — 2001. — 3 дек. — № 49, ст. 4562.

Федеральный закон «О саморегулируемых организациях» от 01.12.2007 № 315-ФЗ // Справочная правовая система «Консультант плюс».

Федеральный закон «О кредитной кооперации» от 18.07.2009 № 190-ФЗ // Российская газета. — 2009. — 24 июля. — № 136

Федеральный закон «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ // Там же. — 2015. — 20 июля. — № 157.

\* \* \*

*Гитман Л. Дж.* Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. — Москва : Дело, 1997. — 1008 с.

*Грэхем Б.* Анализ ценных бумаг / Б. Грэхем, Д. Додд ; [пер. с англ. А. В. Назаренко, О. Л. Пелявского]. — 3-е изд. — Москва : Вильямс, 2016. — 878 с. — ISBN 978-5-8459-1945-8.

Демографический энциклопедический словарь / [редкол.: Д. И. Валентей (гл. ред.) и др.]. — Москва : Советская энциклопедия, 1985. — 608 с.

*Иорданский В. Б.* О характере военных диктатур в Тропической Африке / В. Б. Иорданский // Народы Азии и Африки. — 1967. — № 4. — С. 22–36.

*Коркунов Н. М.* Русское государственное право / Н. М. Коркунов. — Т. 1 : Введение и общая часть. — Санкт-Петербург : Типография Стасюлевича, 1893. — 392 с.

*Лопатников Л. М.* Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки / Л. М. Лопатников. — 5-е изд. перераб. и доп. — Москва : Дело, 2003. — 520 с. — ISBN 5-7749-0275-7.

*Ожегов С. И.* Словарь русского языка: Ок. 57 000 слов / С. И. Ожегов ; под ред. чл.-корр. АН СССР Н. Ю. Шведовой. — 18-е изд. стереотип. — Москва : Русский язык, 1986. — 797 с. — ISBN 5-86225-758-6.

*Райзберг Б. А.* Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. — 5-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2006. — 495 с. — ISBN 5-86225-758-6.

Регулирование деятельности на финансовом рынке : учебное пособие / О. В. Ломтатидзе, О. А. Школик, М. А. Котляров. — Москва : Кнорус, 2012. — 288 с. — ISBN 978-5-406-01754-8.

*Сабанти Б. М.* Модель финансов социалистического государства / Б. М. Сабанти. — Нальчик : Эльбрус, 1989. — 168 с. — ISBN 5-7680-0169-7.

*Терехин В. И.* Макроэкономическая модель экономики региона / В. И. Терехин, Е. С. Шумаков // Вестник РГРТА. — 1998. — № 4. — С. 127–133.

Финансы, денежное обращение и кредит / под ред. А. Ю. Казак. — Екатеринбург : РИФ «Солярис», 2001. — 200 с. — ISBN 5-86193-065-1.

*Халл Джон К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Джон К. Халл ; пер. Д. А. Ключина. — 6-е изд. — Москва : Диалектика, 2019. — 1072 с. — ISBN 978-5-907144-35-4.

*Шарп У. Ф.* Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп. — Москва : ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М», 2019. — 1040 с. — URL: <http://znanium.com/go.php?id=1023723> (дата обращения: 31.12.2020). — ISBN 978-5-16-002595-7.



*Учебное издание*

Серия «Учебник УрФУ»

Князева Елена Геннадьевна  
Разумовская Елена Александровна  
Мокиева Наталья Николаевна  
Львова Майя Ивановна  
Школик Олег Александрович  
Истомина Юлия Владимировна

# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ИНСТИТУТЫ

Учебник

Заведующий редакцией *М. А. Овечкина*  
Редактор *Т. А. Федорова*  
Корректор *Т. А. Федорова*  
Компьютерная верстка *В. К. Матвеев*

*На обложке — изображение с сайта <https://pixabay.com>*

Подписано в печать 07.10.2021 г. Формат 70 × 100 1/16.  
Бумага офсетная. Цифровая печать. Усл. печ. л. 25,16.  
Уч.-изд. л. 20,5. Тираж 40 экз. Заказ 178.

Издательство Уральского университета.  
Редакционно-издательский отдел ИПЦ УрФУ  
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.  
Тел.: +7 (343) 389-94-79, 350-43-28  
E-mail: [rio.marina.ovechkina@mail.ru](mailto:rio.marina.ovechkina@mail.ru)

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ  
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.  
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 350-58-20, 350-90-13  
Факс +7 (343) 358-93-06  
<http://print.urfu.ru>



