



УРАЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

Финансовые рынки и финансово-кредитные институты

Учебник



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»



В. А. Татьянников, Т. Д. Одинокова, А. И. Серебренникова

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ФИНАНСОВО-КРЕДИТНЫЕ ИНСТИТУТЫ

Учебник

Под общей редакцией В. А. Татьянникова

Рекомендован Советом по учебно-методическим вопросам
и качеству образования Уральского государственного экономического университета
для студентов вуза, обучающихся по направлениям подготовки
УГСН 38.00.00 — Экономика и управление

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2023

УДК 336(075.8)
ББК 65.262.1я73
Т23

Серия основана в 2019 г.

Редакционная коллегия серии:

- Я. П. Силин*, д-р экон. наук, проф., ректор УрГЭУ (председатель);
В. Е. Ковалев, д-р экон. наук, доц., проректор по научной работе УрГЭУ (зампредседателя);
М. С. Марамыгин, д-р экон. наук, проф., директор Института финансов и права;
Е. Г. Князева, д-р экон. наук, проф., проректор по дополнительному образованию
и профориентационной работе ректората;
Л. И. Юзвович, д-р экон. наук, проф., завкафедрой финансов, денежного обращения и кредита;
Н. А. Истомина, д-р экон. наук, проф. кафедры финансов, денежного обращения и кредита;
Н. Ю. Исакова, канд. экон. наук, доц. кафедры финансов, денежного обращения и кредита;
Н. Н. Мокеева, канд. экон. наук, доц. кафедры финансов, денежного обращения и кредита;
Е. Н. Прокофьева, канд. экон. наук, доц. кафедры финансов, денежного обращения и кредита;
В. А. Татьянников, канд. экон. наук, доц. кафедры финансов, денежного обращения и кредита;
Ю. В. Гудошникова, канд. экон. наук, доц. кафедры финансов, денежного обращения и кредита (секретарь)

Авторы:

- В. А. Татьянников* (введение, главы 1, 2, 3, 6), *Т. Д. Одинокова* (глава 5),
А. И. Серебренникова (глава 4)

Рецензенты:

- Совет образовательно-научного центра «Финансы» Российского экономического университета
им. Г. В. Плеханова (директор центра, д-р экон. наук, проф. *А. И. Болвачев*);
В. В. Клецов, д-р экон. наук, проф., руководитель Департамента финансового и инвестиционного
менеджмента Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

Татьянников, Василий Аркадьевич.

- Т23 Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учебник / В. А. Татьянников, Т. Д. Одинокова, А. И. Серебренникова ; под общ. ред. В. А. Татьянникова ; М-во науки и высшего образования РФ. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2023. — 436 с.

ISBN 978-5-7996-3614-2

В издании отражены классические подходы к роли финансового рынка и его сегментов в экономике страны, участникам и видам обращающихся на нем финансовых активов, а также современные тенденции, связанные с новыми финансовыми инструментами и технологиями. Опираясь на мировой опыт развития финансовых рынков, авторы подробно исследовали становление и развитие современного финансового рынка в России.

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

Каждая глава имеет самостоятельную направленность и практическую значимость, но общим для них всех является достижение главной цели финансового рынка — обеспечить финансирование (кредитование) экономических субъектов хозяйствования с целью достижения устойчивого экономического роста в стране.

УДК 336(075.8)
ББК 65.262.1я73

ISBN 978-5-7996-3614-2

© Татьянников В. А., Одинокова Т. Д.,
Серебренникова А. И., 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Глава 1. Финансовый рынок	8
1.1. Сущность, сегментация финансового рынка, механизм его функционирования.....	8
1.2. Денежный рынок и рынок капиталов	12
1.3. Функции финансового рынка	16
1.4. Участники финансового рынка	19
1.5. Рынок производных финансовых инструментов.....	27
1.6. Регулирование финансового рынка и деятельности его участников.....	57
Вопросы для самопроверки к главе 1	76
Глава 2. Кредитный рынок.....	78
2.1. Кредитный рынок, его сущность, характеристики и функции....	78
2.2. Банковский кредитный рынок: участники, инструменты и технологии	86
2.3. Инфраструктурные институты кредитного рынка	91
2.4. Рынок микрокредитования (микрофинансирования).....	140
Вопросы для самопроверки к главе 2	145
Глава 3. Рынок ценных бумаг	147
3.1. Понятие рынка ценных бумаг, его классификация и функции..	147
3.2. Ценная бумага, сущность и классификация ценных бумаг ...	163
3.3. Участники рынка ценных бумаг	182
3.4. Финансовые институты коллективного инвестирования	212
3.5. Индексы фондовых рынков	240
3.6. Регулирование рынка ценных бумаг	251
Вопросы для самопроверки к главе 3	261
Глава 4. Валютный рынок	264
4.1. Понятие валютного рынка, классификация и режимы валютных курсов	264
4.2. Функции и участники валютного рынка	305
4.3. Инструменты валютного рынка	315
Вопросы для самопроверки к главе 4	334

Глава 5. Рынок страхования	336
5.1. Сущность страхования, его формы и виды	336
5.2. Страховой рынок: понятие, функции, принципы, классификация	349
5.3. Участники страхового рынка.....	357
5.4. Страховые продукты и технологии их продаж.....	375
5.5. Государственное регулирование страховой деятельности	383
Вопросы для самопроверки к главе 5	395
Глава 6. Рынок золота	398
6.1. Золото и его роль на финансовом рынке	398
6.2. Участники рынка золота	410
6.3. Основные виды операций с драгоценными металлами	412
Вопросы для самопроверки к главе 6	427
Библиографический список	428

ВВЕДЕНИЕ

За годы формирования рыночной экономики в России сделано многое, но до сих пор не удалось масштабно задействовать механизм финансирования экономики страны с помощью инструментов финансового рынка с широким привлечением населения как частного инвестора.

Функционирование экономики невозможно без финансового рынка. Финансовый рынок, как кровеносная система рыночной экономики, позволяет обеспечить бесперебойное функционирование всех ее сегментов. От того, как работает финансовый рынок, зависит состояние экономики в целом и отдельных ее отраслей в частности. Чем мощнее финансовый рынок, чем слаженнее работают его сегменты, тем устойчивее текущее состояние экономики и успешнее ее дальнейшее развитие.

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

Классификация инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных вскрывает проблему отношения каждого из них к финансовым рискам. Ограничения на покупку сложных финансовых инструментов, несущих в себе неустраняемые систематические (рыночные) риски, позволят неквалифицированным инвесторам адаптироваться к рынку и набрать со временем необходимый опыт.

Изменчивость (волатильность) финансовых рынков в современных условиях возрастает, периодичность финансовых кризисов становится более частой. Государственные регуляторы мировых финансовых рынков, в том числе российский мегарегулятор ЦБ РФ, предпринимают меры по стабилизации финансовых рынков, предлагают новые финансовые инструменты с предсказуемыми инвестиционными характеристиками (инструменты с фиксированной доходностью).

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

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

Авторы руководствовались законодательными и нормативными актами Российской Федерации по вопросам регулирования различных сегментов финансового рынка и его участников. В качестве информационной базы использовались статистические данные торговых сессий ПАО «Московская биржа», материалы саморегулируемых организаций.

Большой опыт авторов в области финансовых рынков поможет студентам, аспирантам, специалистам глубже вникнуть в технологии инвестирования, формирования и управления портфелями финансовых активов, использования в своей практической деятельности интернет-трейдинговых систем заключения сделок с финансовыми инструментами.

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

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

В учебнике представлена подробная характеристика субъектов рынка ценных бумаг с выделением в их составе профессиональных участников: брокеров, дилеров, форекс-дилеров, управляющих, депозитариев и регистраторов. Анализируются основные аспекты соответствующих видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и страховом рынке, их законодательного и нормативного регулирования в Российской Федерации.

Авторами рассмотрены вопросы лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, их внутреннего контроля, обязательные требования, предъявляемые к величине их собственных средств, квалификации и профессиональному опыту работы их сотрудников. Показана роль саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, рынка страхования в современных условиях.

Для брокеров введение услуги интернет-трейдинга становится в условиях цифровизации мировой экономики необходимой мерой: практически каждая брокерская компания предоставляет такой вид услуги своим клиентам. Российская система интернет-торговли не является замкнутой и постепенно интегрируется

в глобальную систему электронных финансовых рынков, что вполне естественно с учетом современных процессов мировой глобализации.

Использование интернет-технологий в процессе купли-продажи финансовых инструментов значительно упрощает процесс заключения сделок, что очень заманчиво для тех инвесторов, которые ранее на рынке не работали, кроме того, появляется возможность вовлечения в операции на финансовом рынке все большего количества мелких инвесторов.

Увеличение массы мелких инвесторов происходит объективно, во-первых, потому что повышается доступность электронного финансового рынка, а во-вторых, интернет — это широчайшее информационное поле, и современные системы интернет-трейдинга предоставляют клиенту возможности отслеживать состояние портфеля в режиме реального времени, при этом приказы брокеру можно отдавать моментально.

Материалы учебника учитывают новые тенденции развития финансовых рынков и современных требований к подготовке специалистов для работы во всех отраслях (сегментах) финансового рынка. Книга не только содержит весь необходимый теоретический материал по одноименному курсу, но и направлена на формирование практических навыков.

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

Приведенные авторами учебника сведения основаны на данных официальных сайтов, находящихся в открытом доступе, в основном — сайта Центрального Банка Российской Федерации.

Авторский коллектив выражает слова благодарности высокопрофессиональным специалистам Центрального банка РФ и Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) за организацию конференций, деловых встреч, круглых столов с приглашением профессорско-преподавательского состава кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета, посвященных развитию российского финансового рынка и его сегментов.

ГЛАВА 1. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

1.1. Сущность, сегментация финансового рынка, механизм его функционирования

Рыночная экономика представляет собой совокупность самостоятельно функционирующих рынков. Одним из них является финансовый, который решает задачу мобилизации и распределения денежных средств между участниками экономических отношений.

Вместе с тем сам финансовый рынок состоит из отдельных самостоятельных сегментов:

- рынок ценных бумаг;
- кредитный;
- валютный;
- страхования;
- золота.

Наиболее близкими по своей экономической сущности и функциональным критериям являются кредитный рынок и рынок ценных бумаг как две важнейшие составные части финансового рынка. Это два конкурирующих между собой рынка. И кредитный рынок, и рынок ценных бумаг решают одну финансовую задачу: кредитование (финансирование) субъектов экономических отношений, а в итоге — экономики страны. По своей сущности кредитный рынок и рынок ценных бумаг можно отнести к фундаментальным, базовым сегментам финансового рынка.

Роль валютного рынка не менее важна в мировой рыночной экономике с многообразием национальных валютных рынков. Валютный рынок, наряду с рынком страхования, можно отнести к специализированным сегментам финансового рынка, выполняющим особенные (только этим сегментам присущие) финансовые задачи в дополнение к базовым сегментам и фундаментальным задачам.

Переход в 70-е гг. прошлого века на монетарную модель развития потребительского общества, в основе которой лежит система плавающих валютных курсов, привел к резкому увеличению объемов валютного рынка и некоторому уменьшению рынка золота, значение которого пока остается весомым. Инвестиционная привлекательность золота в условиях нестабильности мировой экономики вновь напоминает о себе как о защитном финансовом активе.

Понятие финансового рынка имеет высокую сложность и многогранность, поэтому точек зрения ученых на толкование данного термина очень много.

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

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

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

Финансовые активы — национальная и иностранная валюты в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, а также золото, ценные бумаги. Отдельные авторы рассматривают в качестве финансовых активов и производные финансовые инструменты, и криптовалюты. Этот ряд можно продолжать с учетом появления новых финансовых инструментов (ипотечные и клиринговые сертификаты участия, цифровые свидетельства и т. п.)

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

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

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

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

Таким образом, *финансовый рынок* — это совокупность рыночных отношений, обеспечивающих мобилизацию и перераспределение временно свободных

денежных средств хозяйствующих субъектов, государства и населения путем осуществления операций с финансовыми инструментами¹.

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

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

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

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

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

В мире известны три наиболее общих типа финансовых посредников, которые представлены на рис. 1.1:



Рис. 1.1. Типы финансовых посредников

Механизм функционирования финансового рынка — взаимодействие различных рыночных субъектов, которое относится к осуществлению финансовых операций.

¹ Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Татъянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова [и др.] ; под общ. ред. В. А. Татъянникова : М-во науки и высшего образования Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. 496 с.

Система взаимодействия участников финансового рынка, использование ими в повседневной деятельности операций с финансовыми активами зависит как от концепции развития финансового рынка в национальной экономике, так и в целом от конкретной финансовой политики государства. Эффективность работы механизма во многом определяется уровнем развития инфраструктуры финансового рынка.

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

Механизм функционирования финансового рынка может быть представлен с двух сторон.

Финансовый рынок с институциональной стороны представляет собой совокупность кредитных и некредитных финансовых организаций, посредством которых осуществляется аккумуляция и перераспределение финансовых ресурсов в экономике. Методы институционального регулирования связаны прежде всего с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и качеством управления ими.

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

В данном случае финансовый рынок есть сфера взаимодействия различных субъектов и в то же время сфера движения потоков финансовых и денежных ресурсов между различными частями экономической системы.

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

1.2. Денежный рынок и рынок капиталов

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

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

На денежном рынке происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности. Это рынок относительно краткосрочных операций (как правило, не более одного года). Денежный рынок обслуживает главным образом движение оборотных капиталов компаний, краткосрочной ликвидности банков и государства. На денежном рынке обращаются валюты и краткосрочные долговые инструменты, к нему же относятся краткосрочные депозиты и кредиты.

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

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

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

Принципиальное отличие денежного рынка от рынка капиталов в ликвидности активов и сроках исполнения обязательств. Поэтому в сегментации финансового рынка нередко вместо валютного рынка рассматривают более широкую составляющую — денежный рынок, включающий в себя валюты, а другие дополнительно к валютному рынку рассматривают еще и денежный рынок.

Денежный рынок в России развивается стремительно. Создание нового сегмента денежного рынка — рынка обеспеченных денег (cash driven РЕПО) привело к появлению и практическому использованию в качестве обеспечения по сделкам РЕПО нового вида ценной бумаги — клирингового сертификата участия (КСУ).

КСУ — неэмиссионная ценная бумага, выдаваемая НКО НКЦ — Национальным клиринговым центром (АО) в обмен на активы, вносимые участником клиринга в имущественный пул (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Имущественные пулы КСУ¹

КСУ решает задачу повышения ликвидности, удлинения сроков сделок на денежном рынке, обеспечиваемых гарантией центрального контрагента, который минимизирует влияние рыночного и кредитного риска на формирующуюся ставку, а также поддерживается маркетмейкерами на всех сроках обращения данного финансового инструмента.

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

Денежный рынок и рынок капиталов различаются по функциям, инструменты могут и совпадать, например, облигации (структура финансового рынка представлена на рис. 1.3).

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

Самый ликвидный финансовый актив — это деньги в форме банкнот и остатков на счетах. Дальнейшая иерархия ликвидности активов может быть представлена следующими финансовыми инструментами:

- государственные краткосрочные облигации (ГКО) или официально — государственные краткосрочные бескупонные облигации Российской Федерации;
- краткосрочные коммерческие долговые обязательства (векселя, облигации) первоклассных корпораций.

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

¹Московская биржа : [сайт]. URL: <https://www.moex.com/ru/markets/money/repoksu/> (дата обращения: 11.11.2022).

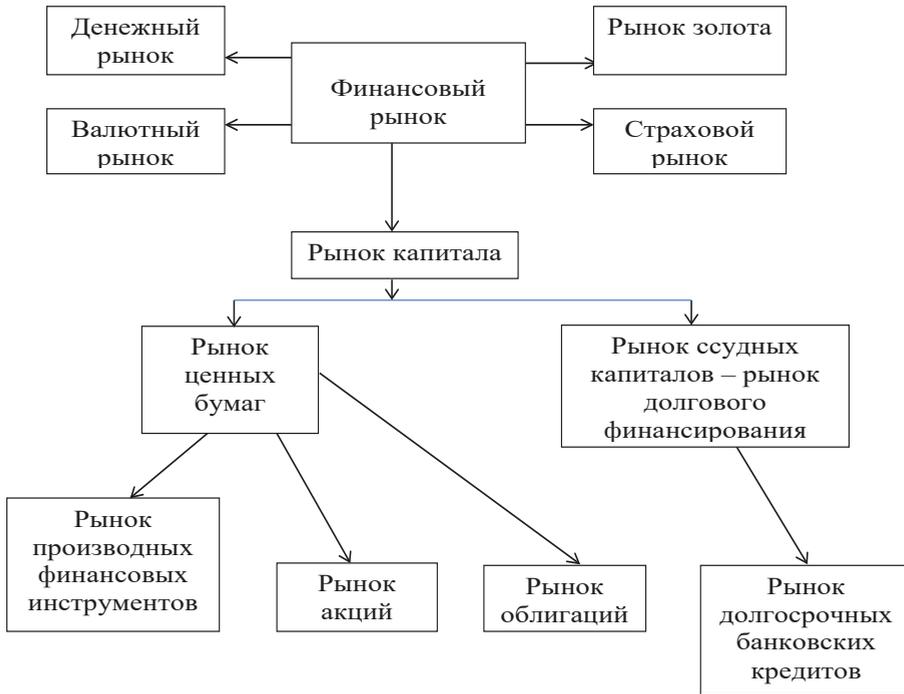


Рис. 1.3. Структура финансового рынка

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

Денежный рынок в данном контексте — рынок платежных средств, включающий наличные деньги и безналичный платежный оборот.

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

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

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

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

Вместе с тем современное состояние рынка требует дополнения к ценным бумагам и производных финансовых инструментов. Более того, в базовом определении не указана цель экономических отношений между участниками рынка. Учитывая, что перед каждым эмитентом стоит задача повышения рыночной ка-

питализации компании, решение которой позволит акционеру увеличить свое богатство, результатом экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов в рыночной экономике служит не что иное, как выявление равновесной справедливой цены на финансовые активы.

Наиболее полную характеристику рынка ценных бумаг можно представить в следующем виде.

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

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

Ограниченная сегментация финансового рынка представлена на рис. 1.4.



Рис. 1.4. Ограниченная сегментация финансового рынка

Приведенная сегментация финансового рынка показывает, что в основе его лежит денежный рынок и рынок капиталов. Выделение рынка производных финансовых инструментов в самостоятельную структуру является очень важным подходом, т. к. производные финансовые инструменты практически на любые инструменты как денежного рынка, так и рынка капиталов (фьючерсы, опционы на акции, облигации, процентные ставки) могут независимо обращаться на срочном рынке.

1.3. Функции финансового рынка

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

- 1) повышение качества жизни граждан Российской Федерации за счет использования инструментов финансового рынка;
- 2) содействие экономическому росту за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевым финансированию, инструментам страхования рисков;
- 3) создание условий для роста финансовой индустрии.

Банк России сократил до четырех количество направлений развития, способствующих достижению указанных целей, расширил их охват и придал им ценностный характер (рис. 1.5).

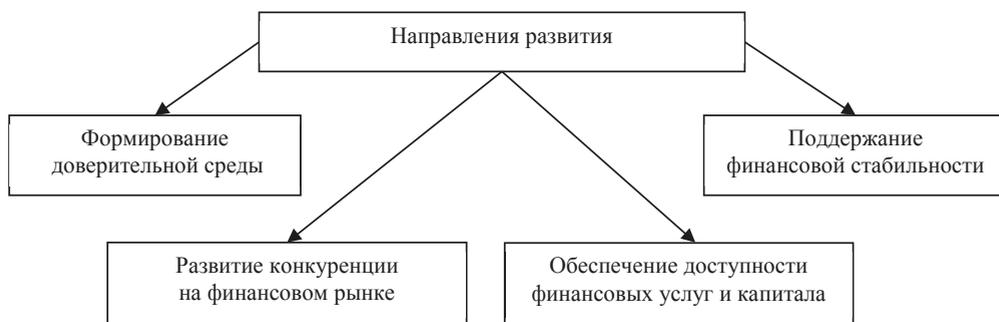


Рис. 1.5. Направления развития финансового рынка

Свобода передвижения денежных потоков в те отрасли, где есть лучшие условия для инвестирования, называется ликвидностью. В более широком понимании это характеристика экономического объекта или процесса, описывающая возможность быстро и беспрепятственно осуществить те или иные экономические операции с ним. Ликвидность определяется как свойство актива быть быстро проданным по цене, близкой к рыночной.

В этой связи высокая ликвидность может существовать только при наличии такого числа покупателей и продавцов, которого будет достаточно для того, чтобы иметь относительно сбалансированный спрос и предложение, чтобы действия отдельных участников рынка не могли резко изменить соотношение спроса и предложения, а покупатели и продавцы могли бы без особых усилий найти друг друга и были бы удовлетворены справедливым ценообразованием. Решают все эти вопросы на финансовом рынке как финансовые посредники, так и инфраструктурные институты.

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

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

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

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

Если основная цель функционирования финансового рынка состоит в том, чтобы сформировать механизм для привлечения в экономику инвестиций путем построения взаимоотношений между теми, кто испытывает потребность в средствах, и теми, кто хочет инвестировать избыточный доход, то для этого необходимо аккумулировать финансовые ресурсы и обеспечить возможность их перераспределения путем совершения различными участниками рынка операций с финансовыми активами (инструментами).

В данном случае выделим в качестве основной функцию аккумуляции свободных денежных средств для финансирования экономики предприятий (корпораций) страны с целью поддержания экономического роста. Рассмотрим функции финансового рынка:

<i>Функция</i>	<i>Содержание</i>
Аккумулирующая (мобилизационная)	Аккумуляция свободных денежных капиталов и сбережений и их последующее использование в качестве инвестиционных ресурсов
Распределительная (перераспределительная)	Обеспечение непрерывного движения финансовых ресурсов в поисках наилучших инвестиций
Информационная	Информирование участников о текущей ситуации на рынке и формирование стратегии поведения у инвесторов, вкладчиков, пайщиков и т. п.
Ценовая (ценообразование)	Формирование рыночной цены на финансовые активы и возможность ее регулирования в процессе совершения сделок

Проанализируем функции финансового рынка.

1. Аккумулирующая (мобилизационная) функция состоит в аккумулировании свободных денежных средств вкладчиков, инвесторов с целью организации и расширения масштабов деятельности хозяйствующих субъектов. Эмиссия ценных бумаг является важнейшей функцией процесса привлечения капитала.

Учитывая, что на финансовом рынке основными его участниками являются финансовые посредники, роль которых заключается в поиске и сведении незнакомых экономических субъектов, имеющих взаимодополняющие по отношению к финансовым ресурсам потребности, то после аккумулирования свободных денежных средств обязательно наступит этап их распределения, и в дальнейшем многократного перераспределения в соответствии с инвестиционными предпочтениями инвесторов. На второе место выходит распределительная (перераспределительная) функция финансового рынка, характеризующая риск-профиль инвестора в условиях многообразия финансовых активов.

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

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

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

Рассмотрев основные (главные) функции финансового рынка, необходимо дать ответ на еще один важный вопрос — ценообразование активов. В этой связи следует отнести к функциям финансового рынка и рынка ценных бумаг функ-

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

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

Наряду с обозначенными функциями, присущими целевым параметрам финансового рынка, с ним связаны и такие специфические функции как:

- хеджирование;
- спекулирование;
- арбитражирование.

Таким образом, функции финансового рынка позволяют реализовать основную его задачу — мобилизацию свободных денежных ресурсов и доведение их до потребителей, а также выявление равновесной справедливой цены и сообщение достоверной и объективной информации всем участникам.

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

1.4. Участники финансового рынка

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

Однако инвестиции невозможны, если индивидуальные участники экономического процесса не делают сбережений. Склонность к сбережению означает отказ как от потребления, так и от инвестирования, а это противоречит существующей логике необходимости обращения сберегаемых средств в рост капитала. Склонность к сбережению — это и психологический фактор, т. к. вполне естественно стремление человека сберегать средства, и с этим фактором нельзя не считаться. Однако одна из самых важных характеристик сбережений — это потенциаль-

ные инвестиции. Низкая норма инвестиций приводит к снижению темпов экономического роста, что было характерно для России 1990–1999 гг. Вместе с тем превышение инвестиций над сбережениями служит источником инфляции, а это не менее опасная проблема для высокоразвитых стран, т. к. инфляция приводит к обесценению национальной валюты.

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

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

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

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

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

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

К важнейшим регуляторам денежной массы в обществе, в том числе сбережений, относятся действия центральных банков стран на открытом рынке. В теории нет полного согласия среди экономистов по поводу того, как именно изменяются ожидания при проведении операций на открытом рынке.

С одной стороны, увеличение покупки центральными банками ценных бумаг можно трактовать как экспансионистскую денежно-кредитную политику, в результате которой уменьшаются процентные ставки, возрастут объем производства и инвестиции, повысятся потребительские расходы. С другой стороны, такая политика может стать причиной дальнейшего увеличения денежной массы и инфляции. Инфляционные ожидания заставят кредиторов повысить процентные ставки, более того, они могут уменьшить инвестиции и потребительские расходы.

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

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

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

Динамика развития российского рынка ценных бумаг, сопровождающаяся действиями недобросовестных его участников, подтверждает лишь мотив сохранения денег в обществе. Разница между деньгами и неденежными финансовыми активами (облигации, акции, сберегательные сертификаты и т. д.) заключается в том, что деньги по определению — самый ликвидный из финансовых активов. Номинальная цена денег всегда равна одной денежной единице (особенно когда речь идет о твердых валютах — доллар, евро, фунт стерлингов, иена, швейцарский франк, юань). Номинальная цена неденежного актива (например, облигации) может со временем меняться. Это означает, что можно получить как доход, так и убыток.

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

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

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

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

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

В этой связи необходимо обратиться к ежегодному исследованию активности граждан на фондовом рынке, проводимому саморегулируемой организаци-

ей НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка). Динамика количества уникальных клиентов в системе торгов ПАО «Московская биржа» представлена на рис. 1.6.

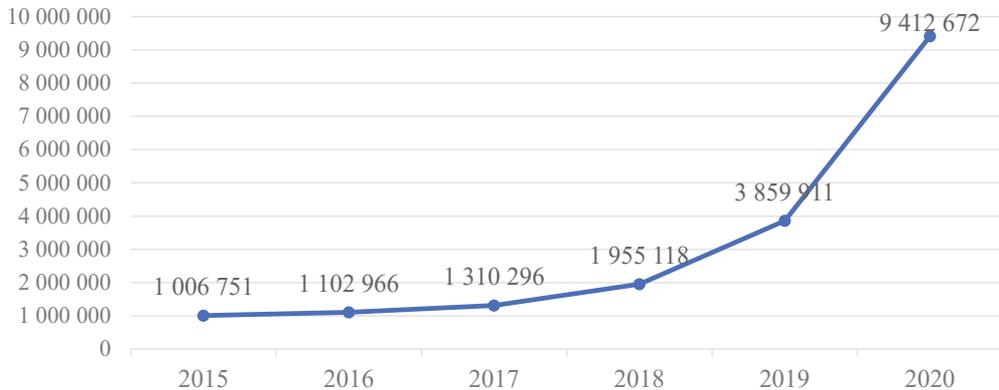


Рис. 1.6. Динамика количества уникальных клиентов в системе торгов ПАО «Московская биржа» за 2015–2020 гг.¹

На рисунке 1.6 показано, что рост за 5 лет составил 834%, а 143% пришлось на 2020 г. Причинами роста интереса частных инвесторов к рынку ценных бумаг Банк России назвал снижение ставок по депозитам, бурный рост цен акций, а также отмену депозитарной комиссии рядом брокеров. Хорошим стимулом для инвесторов также стали налоговые льготы, в первую очередь вычеты по индивидуальным инвестиционным счетам (ИИС). Новые частные инвесторы действуют очень рискованно.

Тенденция резкого роста количества клиентов финансового рынка в 2021 и 2022 гг. продолжается. Динамика количества уникальных клиентов в системе торгов ПАО «Московская биржа» представлена на рис. 1.7.

Наибольшая доля вложений инвесторов приходится на долговые финансовые инструменты, в том числе 72% — в корпоративные облигации, 23% — в государственные федеральные облигации, 2% — в облигации субъектов Федерации, 3% — в еврооблигации.

Доля частных инвесторов в объеме торгов акциями составила 37,7%, облигациями — 17,6%, на срочном рынке — 43,5%, на спот-рынке валюты — 12,2%.

По итогам девяти месяцев 2021 г. количество открытых индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) превысило 4 млн. Оборот по ИИС с начала 2021 г. составил 714 млрд рублей, в структуре оборота 87% — сделки с акциями, 7% — с облигациями, 6% — с биржевыми фондами.

¹Московская биржа: [сайт]. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 03.11.2021).

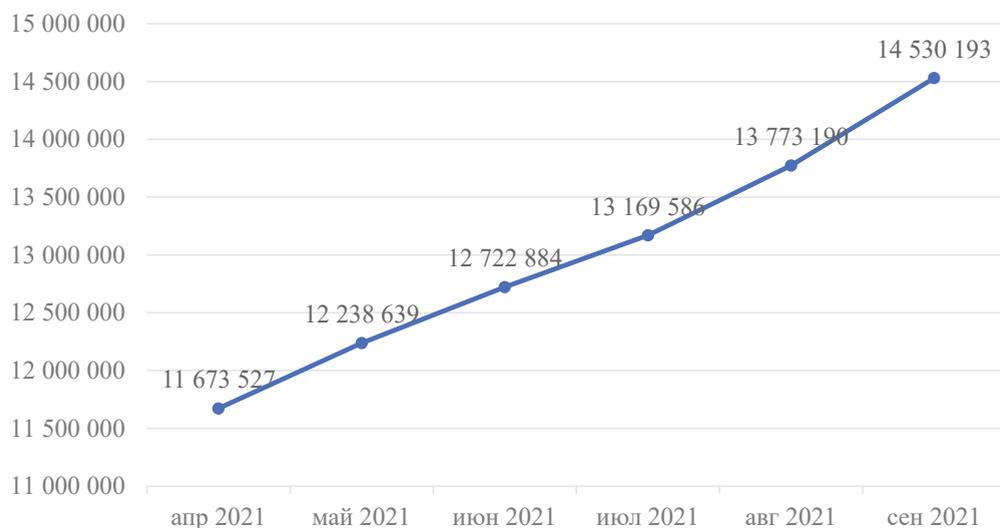


Рис. 1.7. Динамика количества уникальных клиентов в системе торгов ПАО «Московская биржа» за 2021 г.¹

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

- уровень доходности рынка;
- условия налогообложения рынка;
- степень риска потери капитала или недополучения ожидаемого дохода;
- организация рынка и удобство для инвесторов, возможность быстрого входа и выхода с рынка, уровень информированности рынка и т. п.

Рынок ценных бумаг как базовый сегмент финансового рынка создает почву для объединения заемщиков и инвесторов.

Первоклассными заемщиками (эмитентами) выступают предприятия различных форм собственности и государство, а финансовые институты и физические лица — *основные поставщики капитала (инвесторы)*. Вместе с тем необходимо отметить, что сам финансовый институт также может выступать и заемщиком капитала в целях финансирования собственных операций.

Таким образом, участников финансового рынка можно сгруппировать по следующим категориям:

- 1) *поставщики* финансового капитала (продавцы временно свободных денежных средств) — *кредиторы*, инвесторы;
- 2) *потребители* финансового капитала (покупатели) — *заемщики*, эмитенты;
- 3) взаимодействие между поставщиками и потребителями финансового капитала невозможно в рыночной экономике без финансовых посредников. *Финансовые посредники* — институты, выполняющие посредническую функцию между

¹Московская биржа: [сайт]. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 03.11.2021).

поставщиками и потребителями финансового капитала. Для финансовых посредников депозитного типа характерен двойной обмен долговыми обязательствами: они создают собственные долговые обязательства, которые служат источником приобретения долговых обязательств других участников рынка. Этим они отличаются от классических брокеров, дилеров, управляющих компаний, представляющих финансовых посредников инвестиционного типа;

4) *инфраструктурные* организации финансового рынка, обслуживающие его участников и организующие проведение сделок — биржи, регистраторы, депозитарии, расчетные и клиринговые организации, аудиторы, инвестиционные советники, бюро кредитных историй, рейтинговые, коллекторские агентства и другие;

5) *регулирующие и контролирующие организации* — органы государственного регулирования и надзора за участниками отдельных сегментов финансового рынка и саморегулируемые организации, устанавливающие профессиональные стандарты деятельности на финансовом рынке, правила поведения участников, кодексы профессиональной этики.

Количественные изменения основных участников финансового рынка представлены в табл. 1.1.

Таблица 1.1

**Количественные изменения основных участников
финансового и микрофинансового рынка за 2014–2020 гг.¹**

<i>Категория участников финансового рынка</i>	<i>2014 г. (17.01.2014)</i>	<i>2015 г. (30.01.2015)</i>	<i>2016 г. (05.02.2016)</i>	<i>2017 г. (17.02.2017)</i>	<i>2018 г. (02.02.2018)</i>	<i>2020 г. (10.01.2020)</i>
Брокеры	885	803	616	436	380	290
Дилеры	888	811	633	469	420	319
Форекс-дилеры	–	1	1	6	8	4
Управляющие (ДУ)	783	708	520	328	272	202
Инвестиционные советники	–	–	–	–	–	69
Депозитарии	616	573	492	389	347	276
Регистраторы	37	39	39	35	35	32
Управляющие компании ПИФ	402	395	371	330	303	269
НПФ	120	120	101	71	66	47
МФО	3 865	3 992	3 675	2 497	2 216	1 774
КПК	3 288	3 226	3 462	2 183	1 844	1 525
СКПК	1 617	1 661	1 714	1 182	927	673

¹ Юридическая компания «Декарт». Участники финансового рынка и рынка микрофинансирования России в цифрах в 2020 году (обзор рынка на 10.01.2020), часть № 2. URL: <https://idekart.ru/articles/uchastniki-finansovogo-i-mikrofinansovogo-rynka-v-2020-chast-2> (дата обращения: 03.11.2021).

Окончание табл. 1.1

<i>Категория участников финансового рынка</i>	<i>2014 г. (17.01.2014)</i>	<i>2015 г. (30.01.2015)</i>	<i>2016 г. (05.02.2016)</i>	<i>2017 г. (17.02.2017)</i>	<i>2018 г. (02.02.2018)</i>	<i>2020 г. (10.01.2020)</i>
Ломбарды	–	–	–	–	4 787	3 599
ЖНК	69	66	62	56	45	50
БКИ	25	26	21	16	17	11
Коллекторские агентства	–	–	–	–	177	294
Специализированные депозитарии	44	38	39	39	31	26
Субъекты страхового дела (страховые организации и страховые брокеры)	н/д	566	478	358	308	255
Кредитные организации (КО)	838	820	706	598	561	439
Кредитные рейтинговые агентства (КРА) и их филиалы	9	9	9	2	5	4

Начиная с мирового финансового кризиса 2007–2008 гг., последствия которого коснулись и России, происходит консолидация участников финансового рынка практически в каждом его сегменте: банки, инвестиционные компании, управляющие компании ПИФ (паевые инвестиционные фонды), страховые организации, НПФ (негосударственные пенсионные фонды), МФО (микрофинансовые организации), КПК (кредитные потребительские кооперативы), СКПК (сельскохозяйственные кредитные потребительские кооперативы), ломбарды, ЖНК (жилищные накопительные кооперативы), БКИ (бюро кредитных историй) и т. д.

Во многом это происходит по следующим причинам:

- ужесточение надзора за участниками рынка и регулирования самого рынка со стороны Банка России, и, как следствие, увеличение операционных расходов для выполнения всех установленных законодательством РФ требований и ограничений. Данная мера направлена на повышение уровня надежности участников финансового рынка, защиты прав и интересов потребителей финансовых услуг, а также своевременное выявление недобросовестных участников и их вывод с финансового рынка;
- высокая конкуренция между участниками рынка, что увеличивает расходы на каждого привлеченного клиента и, как следствие, снижает маржинальность бизнеса;
- оптимизация расходов, связанных с содержанием участников рынка.

Под действием указанных факторов снижается рентабельность бизнеса отдельных участников финансового рынка и рынка микрофинансирования, что вынуждает многих из них объединяться друг с другом через слияния и поглощения или уходить с рынка самостоятельно или под давлением Банка России в результате проводимых им надзорных мероприятий.

Представим схему взаимодействия участников одного из сегментов финансового рынка — рынка ценных бумаг, т. к. она наиболее полно структурирована в соответствии с действующим законодательством (рис. 1.8.).

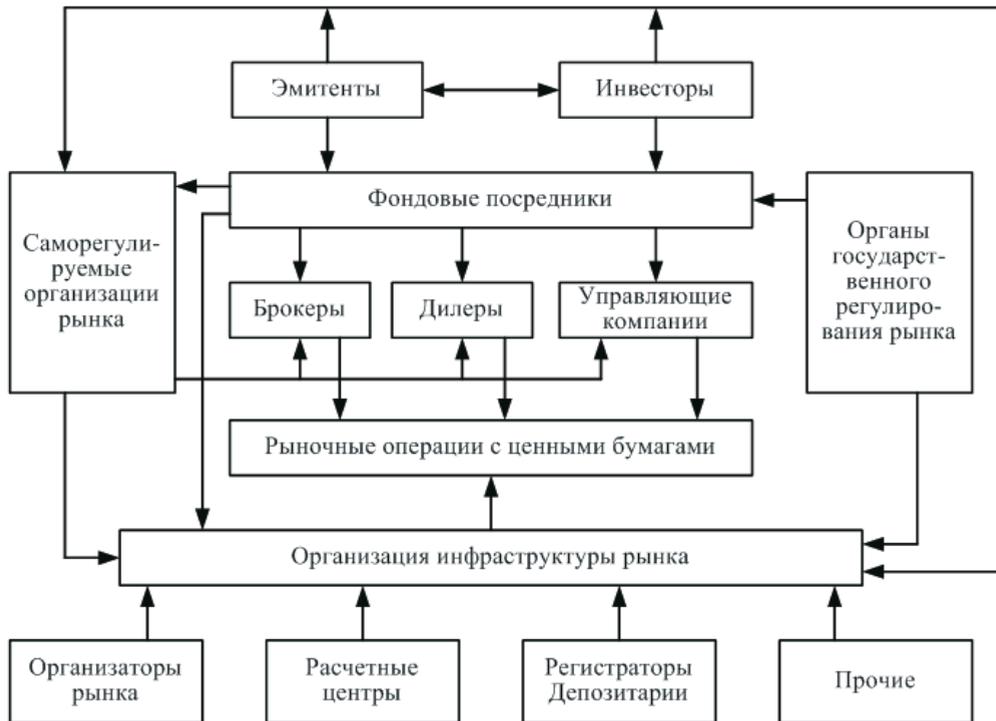


Рис. 1.8. Схема взаимодействия эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг

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

1.5. Рынок производных финансовых инструментов

В отличие от акций и корпоративных облигаций, появление которых обусловлено непосредственными потребностями расширенного воспроизводства хозяйствующих субъектов, возникновение производных финансовых инструментов вызвано необходимостью перераспределения ценовых рисков, и *основная их экономическая функция* — предоставление экономическим субъектам хозяйствования механизма хеджирования, т. е. страхования от неблагоприятного изменения цен на рынке капиталов.

Как правило, производные финансовые инструменты относятся к так называемым «срочным инструментам», когда срок их исполнения отнесен в будущее, поэтому нередко используется термин «срочный рынок» как место обращения большинства производных финансовых инструментов.

Сам процесс инвестирования, в т. ч. портфельного, осуществляется, как правило, на спот- или кассовом рынке, а защитные операции (операции хеджирования) от возможного в будущем негативного движения цен на кассовом рынке совершаются на срочном рынке с помощью специальных производных финансовых инструментов.

Если придерживаться базовой классификации рынков, то срочный рынок присутствует во всех составных частях (сегментах) финансового рынка (денежного (валютного), фондового (рынка ценных бумаг), кредитного, страхового, рынка золота), а также является обязательным элементом товарного рынка. Объем операций срочного рынка в десятки раз превышает объем торгов на рынках реальных активов.

Сегментация финансового рынка в разрезе спотовой и срочной частей представлена на рис. 1.9.

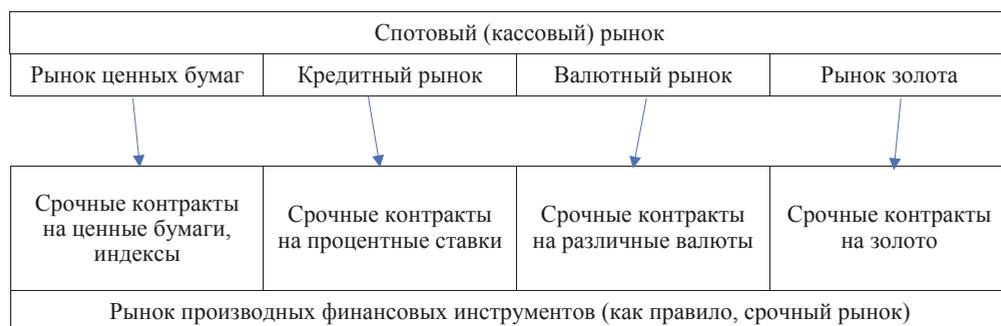


Рис. 1.9. Сегментация финансового рынка в разрезе спотового и срочного

Истоки срочного рынка уходят в историческое прошлое предпринимательства. Зарождение организованной срочной торговли можно отнести к появлению в 1751 г. Нью-Йоркской продовольственной биржи.

Первая срочная биржа — Чикагская торговая палата — СВТ (Chicago Board of Trade) была образована в 1848 г. для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию. Однако, действительно, бурное развитие срочный рынок получил только в 70–80-е гг. XX в.

В 1970–80-х гг. наблюдались гораздо более резкие колебания обменных курсов и процентных ставок, чем в предыдущие периоды. Крах Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х гг., которая была заменена системой плавающих валютных курсов, стал источником большой неопределенности при принятии деловых решений. Амплитуда колебаний валютных курсов в 1980-х гг. увеличилась, и эта тенденция наблюдается до настоящего времени.

Другим серьезным ударом по промышленным отраслям в тот период стал рост процентных ставок. В 1970-х гг. в политике принятия экономических решений произошел переход от кейнсианства, отдававшего предпочтение стабильным процентным ставкам за счет нестабильности денежной массы, к монетаризму, утверждающему необходимость контроля за денежной массой.

Следовательно, хозяйствующие субъекты, частные инвесторы столкнулись в своей финансовой инвестиционной деятельности с большим риском и неопределенностью. В этой связи стала нарастать необходимость в специальных инструментах финансовой политики фирмы, личного финансового плана частного инвестора, которые помогли бы им снизить степень риска и рыночной неопределенности.

В результате появился объективный спрос на совершенно новый класс инструментов — производных, выполняющих задачу хеджирования рисков.

Хеджирование предполагает обеспечение стабильности будущих обменных курсов и процентных ставок или гарантированную компенсацию потерь от их неблагоприятных изменений за счет получаемых доходов. Хеджирование — это действие в интересах самого инвестора, действие, направленное на исключение негативного сценария движения цен на активы, процентные ставки, индексы и т. п.

Именно в 70–80-е гг. XX века стали активно формироваться современные срочные биржи. Так, в 1972 г. образован Международный валютный рынок IMM (International Monetary Market), являющийся подразделением Чикагской товарной биржи СМЕ (Chicago Mercantile Exchange). В 1973 г. открылась торговля опционами на Чикагской бирже опционов СВОЕ (Chicago Board Options Exchange). Лондонский рынок торгуемых опционов LTOM (London Traded Options Market) образован в 1978 г. при Лондонской фондовой бирже LSE (London Stock Exchange). В 1979 г. возникла Нью-Йоркская фьючерсная биржа NYFE (New York Futures Exchange). В 1982 г. образована Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов LIFFE (London International Financial Futures Exchange). В этом же году открылась торговля срочными контрактами на Филадельфийской фондовой бирже PHLX (Philadelphia Stock Exchange). Во Франции в 1985 г. образована биржа финансовых фьючерсных контрактов MATIF (Marche a Terme d'Instruments Financiers). В Японии первые срочные сделки стали заключаться в 1985 г.

В России торговля срочными контрактами зародилась в 1992 г., когда на Московской товарной бирже (МТБ) была открыта фьючерсная секция (21.10.1992).

Во-первых, следует отметить, что в России становление срочного рынка произошло как исключительно *биржевого*, и это является положительным моментом, учитывая его повышенную рискованность.

Во-вторых, вполне объективно, что срочный рынок в России оказался представленным *финансовыми фьючерсными контрактами* (сначала на валютные курсы (доллар), затем — на процентные ставки (доходность ГКО), и только потом — на российские фондовые индексы (РТС, ММВБ). В первое десятилетие становления срочного рынка в России не нашлось места таким базовым активам производных финансовых инструментов, как нефть, металлы, сельскохозяйственная продукция и другие товары.

В-третьих, участниками отечественного рынка преимущественно стали *спекулянты*, их роль остается доминирующей до настоящего времени.

Выше обозначено, что основная экономическая функция рынка стандартных контрактов — *хеджирование рисков или страхование*. Но будет справедливым расширить этот круг и другими ключевыми функциями, которые выполняет срочный рынок (рис. 1.10).

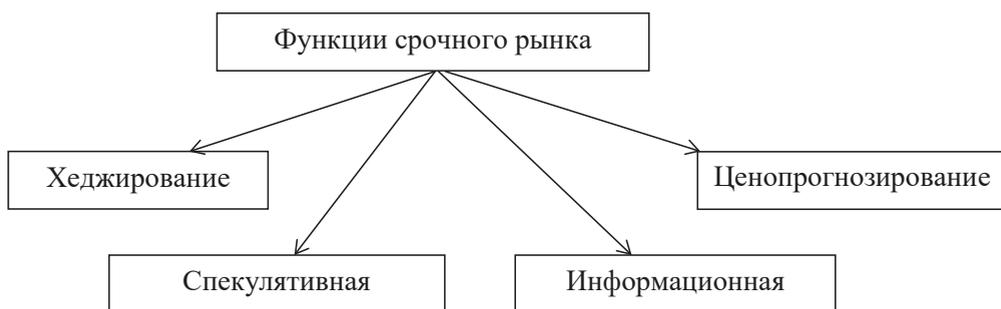


Рис. 1.10. Ключевые функции срочного рынка

Основные (ключевые) участники срочного рынка, непосредственно совершающие операции с производными финансовыми инструментами, представлены на рис. 1.11.

Хеджер — это лицо, страхующее на срочном рынке свои финансовые активы или сделки на спот-рынке.

Вариант первый — инвестор владеет активом (портфель ценных бумаг, приобретенные товарные ценности, валюта) и его цель — не допустить обесценивания актива, хеджировать (страховать) свою позицию от падения цены.

Вариант второй — потенциальный инвестор запланировал в будущем приобретение активов, и его цель — зафиксировать приемлемые цены, не допустить их роста, хеджировать свою позицию от этого негативного фактора (увеличения курсовой стоимости акции, процентной ставки по облигациям, стоимости товара).

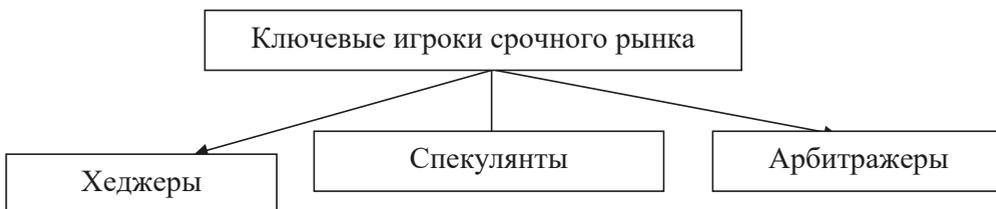


Рис. 1.11. Ключевые игроки срочного рынка

В обоих случаях заключение срочного контракта позволяет хеджеру избежать ценового риска. Данный риск берет на себя спекулянт. Хеджер, страхующий свои риски, готов нести определенные убытки на срочном рынке при благоприятном для него движении цен на рынке базового актива. В этом случае хеджеры создают основу для получения прибыли спекулянтами.

Спекулянт — это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов, которая может возникнуть во времени. Спекулянт рискует, его риск зависит от того, насколько умело он прогнозирует тенденции ценообразования соответствующих активов.

Следует отметить главное: присутствие множества спекулянтов — это объективная необходимость рыночного механизма формирования цены. Спекулянт обеспечивает, с одной стороны, *ликвидность* финансового инструмента, а с другой — *берет на себя риск изменения цены*, который перекладывают на него хеджеры.

Арбитражер — это лицо, извлекающие прибыль за счет одновременной покупки-продажи одного и того же актива на разных рынках (из разницы курсов как между отдельными биржевыми площадками, так и между биржевым и внебиржевым рынком) или взаимосвязанных активов при нарушении между ними паритетных отношений.

В целом арбитражная операция — это операция, которая позволяет получить арбитражеру прибыль без всякого риска и не требует от него каких-либо инвестиций. Осуществление арбитражных операций приводит к выравниванию возникших отклонений в ценах на одни и те же активы на разных рынках и возникновению паритетных отношений между взаимосвязанными активами. Арбитражными операциями на рынке ценных бумаг могут быть покупка акций с одновременной продажей фьючерсного контракта на них, использование инструментов рынка процентных ставок и валюты, возможность построения календарных спредов, а также спредов между различными фьючерсными и/или опционными контрактами.

Действия игроков срочного рынка помогают раскрыть его основные функции (хеджирование, спекулирование), но наряду с этим необходимо признать и то, что все действия игроков направлены на поиск справедливой будущей цены базового актива, их роль в реализации функции ценопрогнозирования неоспорима.

Операции с производными финансовыми инструментами совершают в соответствии с российским законодательством профессиональные участники рынка ценных бумаг: брокеры, дилеры, управляющие компании.

Хеджеры, спекулянты и арбитражеры могут быть как профессиональными участниками рынка ценных бумаг, так и их клиентами.

Ключевые участники срочного рынка (игроки) не смогут совершать свои операции без таких *инфраструктурных институтов, как организаторы торговли (биржи), клиринговые центры, расчетные фирмы (часть брокеров, дилеров и управляющих компаний), расчетные депозитарии.*

На *расчетной фирме* лежит ответственность за соблюдением гарантийного обеспечения как собственных сделок, так и сделок своих клиентов.

Биржа (организатор торговли) может предложить расчетным фирмам выступить в роли *маркетмейкеров* по отдельным стандартным контрактам.

Маркетмейкер принимает на себя обязательства по поддержанию ликвидности рынка путем выставления постоянных котировок продажных и покупных цен контрактов как по количеству лотов, так и в заданном спреде и временном диапазоне выполнения первых двух позиций в течение торговой сессии.

Срочным рынкам присущи определенные отличительные черты:

1) торговля финансовыми фьючерсными (опционными) контрактами производится, как правило, на централизованной и регулируемой бирже;

2) обращающиеся контракты в высшей степени стандартизированы, сделки заключаются в конкретные месяцы (недели, дни) поставки на конкретные количества продукта;

3) основные базовые активы (ценные бумаги) поставляются через фондовую биржу, а клиринговая организация гарантирует исполнение контрактов, которые заключены между расчетными фирмами;

4) фактическая поставка базовых активов по финансовым фьючерсным и опционным контрактам обычно случается редко (не более 5% всех обращающихся контрактов);

5) срочные финансовые контракты должны обладать большой степенью ликвидности, в противном случае они имеют тенденцию «умирать».

Производными (derivatives) называются инструменты финансового (фондового) рынка, цены которых являются производными от цен других инструментов (ценных бумаг, валют, процентных ставок, фондовых индексов, реальных товаров и иных активов), иначе называемых базовыми (базисными) активами.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» рассматривает производный финансовый инструмент как договор, за исключением договора РЕПО, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в т. ч. в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и/или химических показателей состояния

окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованиями своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными актами Центрального банка Российской Федерации (далее — Банк 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 указать на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

ЦБ РФ своим Указанием № 3665-У от 16 февраля 2015 г. «О видах производных финансовых инструментов» определяет достаточно полный их перечень. Так, «базисными активами производных финансовых инструментов являются ценные бумаги, товары, валюта, процентные ставки, уровень инфляции, официальная статистическая информация, физические, биологические и (или) химические показатели состояния окружающей среды, договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, значения, рассчитываемые на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей, от цен (значений) которых зависят обязательства стороны или сторон договора, являющегося производным финансовым инструментом»¹.

В настоящее время существует четыре основных вида классических производных финансовых инструментов:

- форвардные контракты;
- фьючерсные контракты;
- опционные контракты;
- свопы (swaps).

Производные финансовые инструменты могут эмитироваться как компаниями-эмитентами (например, варрант), так и искусственно создаваться участни-

¹ О видах производных финансовых инструментов : Указание Банка России от 16 февраля 2015 г. № 3565-У // Гарант.Ру : [сайт]. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70832794/?ysclid=la0oy3gfgi290180710> (дата обращения: 03.11.2022).

ками рынка вне зависимости от интересов самого эмитента (фьючерсы, опционы, свопы и др.).

Очевидно, что в производных инструментах присутствует функциональная зависимость базисного актива и самого производного инструмента. Если по каким-либо причинам базисный актив перестает существовать, то это автоматически делает невозможным и обращение производного инструмента.

Кроме перечисленных выше, к производным финансовым инструментам также относятся:

- депозитарные расписки (американские — ADR, глобальные — GDR), российские — RDR);
- соглашение о форвардной (будущей) процентной ставке (Forward Rate Agreements — FRAs);
- конвертируемые облигации;
- и другие.

Депозитарные расписки — это эмиссионные ценные бумаги, особенностью которых является обращение на национальном рынке акций иностранного эмитента. Депозитарная расписка — инструмент для инвестирования аналогично покупке самой акции. Депозитарная расписка — это реальный актив, который в силу специфики появления и обращения на рынке является производным финансовым инструментом.

Различие спонсируемых и неспонсируемых американских депозитарных расписок состоит в том, насколько данные производные ценные бумаги связаны с их эмитентом. Суть «спонсируемой» программы заключается в том, что она поддерживается или инициируется компанией-эмитентом. Именно к спонсируемым программам выпуска депозитарных расписок относятся их уровни.

Классификация предусматривает четыре уровня американских депозитарных расписок (АДР):

– первый уровень обозначен как «торговая» форма. Депозитарные расписки данного уровня могут обращаться только на внебиржевом рынке, и компания-эмитент акций не обязана представлять финансовую отчетность, проверенную аудиторами в соответствии с международными стандартами или выполнять все требования по раскрытию информации, в частности, Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Следует подчеркнуть, что программа АДР первого уровня не может быть использована для привлечения нового капитала, т. е. в его основе может быть только вторичный рынок ценных бумаг;

– второй уровень обозначен как «листинговая» форма и используется компаниями для получения регистрации на американской или другой зарубежной бирже. Компания-эмитент должна в этом случае отвечать требованиям биржи по листингу, которые обычно включают минимальное число акционеров и минимальную рыночную капитализацию; а также она должна представить отчетность за несколько лет, составленную и проверенную аудиторами по международным стандартам. Вместе с тем следует заметить, что этот уровень встречается редко, поскольку больший интерес представляет третий уровень;

– третий уровень обозначен как форма «предложения» и используется эмитентами, желающими привлечь капитал за пределами своего внутреннего рынка. Соответственно, эмитенты должны выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США в отношении регистрации и отчетности для новых эмитентов, а также соблюдать правила и нормы биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги;

– четвертый уровень обозначен как форма «частного размещения». Данный уровень позволяет получить доступ к международным рынкам путем частного размещения АДР, которое проводится только среди очень крупных профессиональных инвесторов, называемых «квалифицированными институциональными покупателями».

Третий и четвертый уровень депозитарных расписок предназначены для размещения дополнительных эмиссий акций, облигаций.

«Неспонсируемая» программа инициируется, например, инвестиционным банком, который приобретает акции на внутреннем рынке, вносит их на хранение и выпускает собственные ценные бумаги на базе находящихся на кастодиальном хранении. Такая программа предполагает обращение расписок на внебиржевом рынке.

Варрант (warrant) представляет собой ценную бумагу (производную ценную бумагу), которая дает своему владельцу право на покупку определенного числа других ценных бумаг (чаще — обыкновенных акций) в течение установленного периода времени и по установленной цене. Фактически варрантами являются опционы call. Вместе с тем опционы call обычно обращаются в течение нескольких месяцев, в отличие от варрантов, которые выпускаются эмитентом на срок от одного года до десятков лет.

Варранты выпускает компания-эмитент, базовым активом варранта может быть акция, облигация. Если речь идет о варрантах на акции, то варранты обеспечивают *приток капитала* в компанию и уменьшают вес (долю) уже находящиеся в обращении акции, чего классические опционы никогда не делают.

Варранты после их выпуска в обращение «отделяются» от базового актива и «живут» своей самостоятельной историей ценообразования.

Цена исполнения варранта может быть постоянной, а может и меняться. Чаще всего варранты выпускаются на срок от 10 до 20 лет, однако срок обращения некоторых из них неограничен. Начальная цена исполнения в момент выпуска варранта, как правило, устанавливается значительно выше рыночной цены базисного актива.

Стоимость варранта складывается из двух элементов. Во-первых, варрант обладает инвестиционной стоимостью, которая изменяется в соответствии со стоимостью акций, лежащих в основе варранта. Второй компонент стоимости варранта определяется временем, которое остается до истечения срока действия варранта. Обычно чем больше это время, тем выше стоимость варранта.

Если рыночный курс акций ниже цены исполнения варранта, а срок его действия истекает через один день, такой варрант считается не имеющим стоимости. Однако если курс акций ниже цены исполнения варранта, но до окончания срока его действия остается еще много времени, «срочная» стоимость варранта воплощается в его рыночную стоимость и может быть весьма значительной. При этом точная рыночная цена варранта будет зависеть от нескольких факторов, в частности, от продолжительности времени до окончания срока действия варранта, величины разрыва между текущей рыночной ценой акций и ценой исполнения варранта, преобладающего среди инвесторов мнения относительно перспектив самих акций и дивидендов по ним и общей ситуации на рынке. Естественно, что варрант стоит выше во время рынка «быков» и дешевле — на рынке «медведей».

Соглашение о форвардной процентной ставке (Forward Rate Agreement) предполагает, что участник соглашения знает, например, что через шесть месяцев ему потребуется сделать трехмесячный заем. Тогда можно зафиксировать процентную ставку по этому займу, заключив с банком соглашение о форвардной процентной ставке.

Таким образом, соглашение о форвардной процентной ставке — это соглашение о будущей процентной ставке по некоторому будущему обязательству, согласно которому на дату исполнения стороны обязуются компенсировать различия в сумме процентных платежей, рассчитанных исходя из оговоренной и фактической ставок и оговоренного номинала.

Конвертируемая облигация (convertible bonds) — это финансовое обязательство эмитента, которое позволяет владельцу в будущем (при погашении облигации) получить:

- либо определенную сумму денег;
- либо акции эмитента (долевые инструменты).

Такие облигации включают:

- 1) обязанность погасить облигацию — это обязательство;
- 2) возможность конвертации в обыкновенные акции — это право на участие в капитале.

Экономический эффект от эмиссии такого инструмента практически тот же, что и от одновременного выпуска сразу двух инструментов:

- финансового обязательства;
- опциона на покупку обыкновенных акций.

Если компания выпустила инструмент, содержащий одновременно компоненты обязательства и капитала, она должна раскрыть существующие свойства этого инструмента.

Держатель анализирует конвертируемую облигацию целиком. Потоки денежных средств по договору не являются платежами в счет основного долга и процентов на непогашенную сумму основного долга, поскольку процентная ставка не отражает только компенсацию временной стоимости денег и кредитные риски. Доходность также связана со стоимостью капитала эмитента.

Обязательство и капитал должны быть представлены в отчетности отдельно. Обязательство оценивается в первую очередь:

- путем дисконтирования будущих платежей по инструменту;
- по ставке, превалирующей на рынке для подобных обязательств, не связанных с долевым элементом.

Сумма долевого компонента рассчитывается как балансирующая величина.

Учет конвертируемых облигаций по МСФО ведется в соответствии со стандартом МСФО IAS 32 «Финансовые инструменты: раскрытие и представление информации», МСФО IAS 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка», МСФО IFRS 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации».

Своп (swap) — соглашение об обмене долговых обязательств.

Как правило, своп — это внебиржевой продукт, предполагающий обмен рисками или финансовой выгодой, имеющейся у одной стороны на одном рынке, на эквивалентную выгоду другой стороны на другом рынке.

Своп — это одновременная покупка и продажа одного и того же базового актива или обязательства на эквивалентную денежную сумму, при которой обмен финансовыми условиями обеспечивает обеим сторонам определенный выигрыш, недоступный им иначе.

По срокам своп относится к средне- и долгосрочным обязательствам (до 10 лет).

Преимущества свопов:

- снижение стоимости финансирования (доступ к рынкам заимствований в иностранной валюте под процентную ставку, установленную для национальной валюты);
- гибкость (внебиржевая торговля дает неограниченные возможности для формирования своп-контрактов, устраивающих обе стороны);
- единовременность сделки (срок до 10 лет покрывает множество коротких деривативов, что ведет к снижению издержек и организационных усилий);
- хеджирование рыночного риска (обмен рисками).

Недостатки: кредитные риски, которые значительно больше из-за отсутствия гарантий исполнения со стороны контрагентов по сделке, чем у фьючерсных и опционных контрактов.

Фьючерсные, форвардные, опционные контракты занимают очень большой объем операций на срочном рынке. Нередко понятие и определение фьючерсного и форвардного контрактов имеют одну и ту же трактовку, в основе которой лежит твердое обязательство, ценовые условия обозначены в текущее время, а исполнение отнесено в будущее. Но фьючерсный контракт по таким условиям не может существовать ни одного дня, это достаточно сложный финансовый инструмент по сравнению с форвардным контрактом.

Фьючерсный контракт — это стандартный биржевой договор на поставку базового актива или исполнение обязательств расчетным путем в указанный срок по цене, которая устанавливается в момент заключения контракта и коррек-

тируется вариационной маржой по мере изменения котировальной (рыночной) цены данного контракта.

Базовый актив — биржевой товар (ценная бумага, финансовый инструмент или иной товар), который поставляется или стоимость которого является базой для расчета при исполнении стандартного контракта.

Маржа — общее наименование вида гарантийного обеспечения, величина которого зависит от текущей позиции участника рынка (вариационная маржа) или от позиции, которую он намерен открыть (начальная маржа).

Фьючерсный контракт строго стандартизирован спецификацией — документом, определяющим характеристики стандартного контракта. В спецификации должно быть отражено следующее: наименование базового актива, величина контракта, вид контракта (расчетный, поставочный), срок расчетов (исполнения контракта), минимальный лот, размер депозитной (начальной) маржи, порядок определения котировальной цены, первый и последний день торговли, шаг цены (тик — единица измерения цены биржевого товара), комиссионный сбор биржи.

Фьючерсный контракт стандартизирован по всем параметрам, кроме одного, — цены поставляемого товара (ключевое свойство биржевого товара), которая выявляется в процессе биржевых торгов. Предметом торга в таких контрактах является цена, а термины «продажа» или «покупка» контракта условны и означают только занятие позиции продавца или позиции покупателя с принятием на себя соответствующих обязательств.

Лицо, которое берет на себя обязательство поставить актив, занимает короткую позицию, т. е. продает контракт. Лицо, которое обязуется принять актив, занимает длинную позицию, т. е. покупает контракт.

Стандартизация фьючерсного контракта означает, что торговля возможна только контрактами с определенными биржей условиями. Каждый фьючерсный контракт имеет стандартное, установленное биржей количество актива, лежащего в основе контракта. Это количество называется единицей контракта (или объемом контракта).

Каждый контракт имеет свой срок поставки (срок расчетов — исполнения), также устанавливаемый биржей. Обычно в качестве срока поставки указывается месяц, а не конкретная дата. Как, правило, на рынке ценных бумаг сроком поставки (расчетов — исполнения) является 15 число месяца, если оно приходится на выходной день, то тогда датой поставки (расчетов — исполнения) является ближайший до этого числа рабочий день. В настоящее время с учетом появления месячных, недельных фьючерсных и опционных контрактов биржа составляет календарь их исполнения и поставки на весь год.

Биржей устанавливается также соответствующая единица измерения цены контракта (котировочной цены контракта или расчетной (рыночной) цены контракта), например, доллары за тонну (\$/т), рублей за доллар (руб./\$), рублей

за пункт¹ (руб./пункт, или руб./г) и т. д. в зависимости от вида актива, лежащего в основе контракта.

Биржей устанавливается шаг цены (тик). Например, 0,1 руб. за контракт или 1 руб. за контракт. В качестве единицы контракта может быть 1, 10, 100, 1000, 100 000 акций эмитента или другого количества актива (валюта, товар).

Спот-цена — это цена на базовый актив на рынке реального товара.

Котировочная цена (котировка, расчетная, рыночная цена) — это цена, установленная в соответствии с правилами определения котировальной (рыночной) цены биржи по результатам прошедших торгов. В настоящее время ПАО «Московская биржа» устанавливает в качестве рыночной (котировальной, котировочной) цены средневзвешенную цену по всем сделкам за определенный период времени. Теоретически это могла бы быть (если бы приняли такие правила формирования цены) цена закрытия, рассчитанная по заданному алгоритму биржей. Вариант расчета может быть любой, главное — это объективность ценообразования и соблюдение принятого регламента.

Состояние финансового рынка России не позволяет исключить резких колебаний цен, влекущих за собой значительную переоценку открытых позиций на срочном рынке. Во избежание проблем с исполнением обязательств для поддержания системы гарантий формируются *страховые (резервные) фонды или гарантийные залоги (депозиты)*, которые позволяют обеспечивать завершение расчетов при любой рыночной конъюнктуре. Назначение данного депозита — защитить продавца от неисполнения контракта покупателем, если цены упали, и покупателя от неисполнения контракта продавцом, если цены выросли.

Взносы в страховой (гарантийный) фонд в равных долях вносят все расчетные фирмы ПАО «Московская биржа» (по состоянию на 01.01.2021 г. — по 10 000 000 руб.).

Каждый участник фьючерсной торговли имеет специальный счет в клиринговом центре биржи для учета вносимой им маржи.

Наряду со страховым (гарантийным) фондом необходимо формирование и соблюдение других видов маржинальных условий, которые призваны обеспечить различные этапы операций с фьючерсными контрактами.

Сумма денежных средств, которую вносит участник фьючерсных торгов на счет расчетной фирмы в клиринговой организации для открытия одной (нескольких) позиции по контрактам, называется *начальной (первоначальной) маржой*. Начальная маржа выполняет функцию гарантии исполнения обязательств по открытым позициям.

¹ Пункт — минимальная единица изменения стоимости актива, причем любая цена данного актива указывается с учетом пункта. Например, если указано, что минимальное изменение — это 1 пункт, а котировка актива — 18,356 руб., это означает, что минимальное изменение цены для данного контракта — 0,001 руб. (за один пункт).

Размер начальной маржи (гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации) устанавливается биржей для каждого вида фьючерсного контракта в виде фиксированной суммы. Размер первоначальной маржи может измениться, если существенно изменятся котировки данного вида фьючерсного контракта.

На первой стадии (1997–2002 гг.) регулирования российского рынка стандартных контрактов размер начальной маржи напрямую зависел от лимитов колебаний цен сделок на рынке и не мог составлять менее 15% (в отдельные периоды — 10%) от стоимости базового актива.

В настоящее время для каждого стандартного контракта, обращающегося на бирже, устанавливается индивидуальная начальная маржа (гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации). Важно проанализировать расчет начальной маржи для фьючерсных и опционных маржируемых контрактов, обращающихся на бирже (ПАО «Московская биржа»). Рассмотрим спецификацию фьючерсного контракта на индекс Мосбиржи:

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Краткое наименование контракта	MIX-12.21
Краткий код	MXZ1
Наименование контракта	Фьючерсный контракт на индекс Мосбиржи
Вид контракта	Фьючерс
Тип контракта	Расчетный
Лот	1
Котировка	в пунктах
Начало обращения	04.12.2020
Последний день обращения	16.12.2021
Дата исполнения	16.12.2021
Шаг цены	25,0000
Стоимость шага цены	25,00000
Нижний лимит	385 025,0000
Верхний лимит	432 625,0000
Расчетная цена последнего клиринга	408 825,0000
Сбор за регистрацию сделки*, руб.	8,92
Сбор за скальперскую сделку*, руб.	4,46
Сбор за адресную сделку*, руб.	8,92
Клиринговая комиссия за исполнение контракта, руб.	3,00
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации** (ГО, руб.)	48 336,05
Данные по ГО на	27.09.2021
Исполнение	Закрытие позиций с перечислением вариационной маржи, рассчитанной исходя из среднего значения Индекса Мосбиржи за период с 15:00 до 16:00 в последний день заключения контракта, умноженного на 100

Если участник рынка торгует на бирже не непосредственно, а через своего брокера, брокерская фирма вправе устанавливать для клиента свою (дополни-

тельную) маржу, которая называется маржей брокерской фирмы. Эта маржа может отличаться по размеру от маржи биржи в большую сторону.

После открытия игроком позиции каждое изменение цены фьючерсного контракта будет уменьшать или увеличивать стоимость позиции игрока. Такие изменения подсчитываются биржей каждый торговый день, а затем производится соответствующий перерасчет состояния счета участника торгов, при необходимости биржа потребует внесения *вариационной маржи* (то есть маржи, которая обслуживает не открытые позиции, а изменение цены открытого фьючерсного (опционного) контракта относительно установленной котировальной цены торговой сессии).

Величина вариационной маржи определяется методом корректировки по рынку (mark to market), в ходе которой переоценивается позиция по цене, наиболее точно отражающей конъюнктуру данного дня (котировальная, расчетная цена). Таким образом, вариационная маржа обеспечивает соответствие размера внесенного обеспечения новой стоимости контракта после изменения цен.

Вариационная маржа представляет собой задолженность стороны срочной сделки, которая вычисляется по итогам торговой сессии следующим образом.

Вариационная маржа по открытой позиции на день ее открытия:

$$BM_0 = (C_T - C_0) \cdot V_K,$$

где C_T — котировочная (котировальная, рыночная) цена текущей торговой сессии;

C_0 — цена единицы стандартного товара в момент открытия позиции;

V_K — объем сделки (количество лотов (K), умноженное на стандартную величину лота (L)).

$$V_K = K \cdot L.$$

Вариационная маржа по ранее открытой позиции и не закрытой в ходе текущей торговой сессии рассчитывается следующим образом:

$$BM_T = (C_{T1} - C_T) \cdot V_K,$$

где C_T — котировочная (котировальная, рыночная) цена предыдущей торговой сессии;

C_{T1} — котировальная цена текущей торговой сессии.

Вариационная маржа по позиции, закрытой в ходе текущей торговой сессии (путем открытия противоположной позиции):

$$BM_3 = (C_3 - C_T) \cdot V_K,$$

где C_3 — цена единицы стандартного товара, заключенного с противоположной позиции;

C_T может быть и C_0 , если закрытие позиции происходит в день ее открытия.

Вариационная маржа, рассчитанная по приведенным выше формулам, может быть как положительной, так и отрицательной. Положительная маржа вно-

сится продавцом в пользу покупателя и списывается со счета продавца, отрицательная — вносится в пользу продавца и списывается со счета покупателя.

Если клиент купил несколько однотипных контрактов, то соответствующая вариационная маржа вносится по каждому контракту. Таким образом, вносимая сумма вариационной маржи будет равна вариационной марже по 1 контракту, умноженной на количество контрактов.

Требование о внесении вариационной маржи может быть удовлетворено двумя способами (в отличие от первоначальной маржи):

- 1) внесением требуемых средств;
- 2) закрытием своей позиции (всей или части).

Причем даже если после требования о внесении вариационной маржи происходит благоприятное для клиента изменение цен, это требование остается в силе, не ликвидируется (т. е. клиенту все равно нужно либо вносить деньги, либо закрывать позицию).

После закрытия позиции клиент может забрать все оставшиеся на его счете деньги по закрытому контракту, включая сумму первоначальной маржи. Однако нужно иметь при этом в виду, что клиент несет и другие, кроме маржи, расходы по фьючерсному контракту. Так, например, за регистрацию каждой совершенной сделки биржа взимает определенную комиссию (вознаграждение биржи — регистрационный сбор), на российском срочном рынке это, как правило, — фиксированная величина с одной единицы контракта.

Итак, вариационная маржа в конечном счете является составной частью системы гарантий, применяемой биржей (клиринговым центром) для обеспечения исполнения всеми участниками торгов своих обязательств.

Необходимость таких мер вызвана тем, что операции по срочным контрактам несут повышенный риск неисполнения контракта одной из сторон по сравнению со сделками на спот-рынке.

Особый статус имеет *дополнительная маржа*, необходимость возникновения которой связана со срочным изменением размера начальной маржи ввиду форс-мажорных обстоятельств на рынке (резкое изменение цен, остановка торговой сессии, др.).

На практике также возможны случаи *принудительного закрытия* позиций участников торгов стандартными контрактами:

- невозможность выполнить требования по внесению вариационной маржи;
- прекращение членства в секции стандартных контрактов, если самостоятельно не урегулированы вопросы открытых позиций;
- приостановка или аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
- прекращение торгов видом стандартного контракта в связи с форс-мажорными обстоятельствами, если это предусмотрено правилами торговли и спецификацией на данный биржевой контракт.

Процедура принудительного закрытия предусматривает недопущение к участию в торгах лица, в отношении которого проводится данная процедура, и осуществление ее происходит служащими биржи, уполномоченными на проведение. Закрытие позиций осуществляется по рыночным ценам, стоящим в котировках остальных участников торгов, без выставления новых цен продажи/покупки со стороны уполномоченного биржей лица.

Форвардный контракт — это один из первых и самых простых инструментов срочного рынка, согласно которому одна из сторон обязуется в установленный будущий день поставить, а другая — оплатить определенное количество товара или финансового актива по заранее оговоренной цене.

От сделки с немедленной поставкой и оплатой (спот) форвардный контракт отличается только одной характеристикой — отсроченностью даты исполнения, именно поэтому форвардный контракт относится к срочной сделке.

Форвардный контракт — это сделка купли/продажи актива по цене, установленной в настоящем, а с исполнением в будущем. Нередко точно такое же определение дается в отношении фьючерсного контракта, на самом деле у фьючерсного контракта, как показал проведенный выше анализ, все гораздо сложнее — это и не сделка, и не так просто, как форвардный контракт, он исполняется. Сравнительная характеристика форвардных и фьючерсных контрактов приведена в табл. 1.2.

Таблица 1.2

Сравнительная характеристика форвардных и фьючерсных контрактов

<i>Сравнительные характеристики</i>	<i>Форвардный контракт</i>	<i>Фьючерсный контракт</i>
1. Условия контракта	Определяются контрагентами при заключении сделки	Стандартные (определяются биржей)
2. Основная цель контракта	Купля/продажа актива, его хеджирование	а) хеджирование (страхование); б) спекуляция (игра на разнице цен); в) арбитражирование
3. Возможность отказа от контракта	До фиксированной даты поставки трудно ликвидировать (закрыть) свою позицию по контракту	В любой день до даты поставки (расчета) можно ликвидировать (закрыть) свою позицию по контракту
4. Результаты контракта	Выигрыш или потеря определяются в момент поставки актива	Ежедневный перерасчет «прибыли» и «убытков» (вариационная маржа)
5. Обеспечение контракта	Заключение не требует дополнительных расходов	Требуется внесение обеспечения для открытия позиции (начальная маржа)
6. Вторичный рынок	Практически отсутствует	Должен быть высоколиквидным
7. Гарантии исполнения	Непосредственные участники сделки	Клиринговая организация (биржа)

Окончание табл. 1.2

<i>Сравнительные характеристики</i>	<i>Форвардный контракт</i>	<i>Фьючерсный контракт</i>
8. Место заключения контракта	Вне биржи (конфиденциально путем прямых переговоров)	Исключительно биржевой рынок
9. Контрагенты	Сделка заключается между двумя контрагентами	Клиринговая организация выступает третьей стороной договора (обязательный централизованный клиринг)

В последние годы в России набирает обороты торговля классическими опционными контрактами. Известны четыре основные направления развития рынка опционов:

- валютные (на наличную валюту, на валютные фьючерсы);
- процентные (на процентные фьючерсы, на соглашение о будущей процентной ставке — гарантии процентной ставки, на процентные свопы);
- фондовые (на акции, на индексные фьючерсы);
- товарные (на физические товары, на товарные фьючерсы).

Опционный контракт — стандартный биржевой договор на право (но не обязанность) купить или продать базовый актив по установленной цене исполнения (страйк) в определенный срок или в течение определенного периода времени в обмен на уплату премии.

Виды опционов

По правам:

- опцион на право покупки определенного актива — опцион call («колл»);
- опцион на право продажи определенного актива опцион put («пут»);
- двойной опцион (double-опцион, или put-and-call-опцион) — покупка опционов «пут» и «колл» на одни и те же ценные бумаги с одинаковыми ценами исполнения и сроками. Исполнение одного из опционов означает, что другой опцион останется неисполненным. Двойные опционы не получили широкого распространения.

Необходимо отметить, что функции сторон в случае исполнения опциона «пут» меняются на противоположные: покупатель опциона становится продавцом базисного актива, а продавец опциона — покупателем базисного актива. В этой связи во избежание разночтений иногда уточняется, что в том или ином контексте понимается под длинной позицией по опциону «пут». Здесь во всех без исключения случаях считается, что длинная позиция — это позиция покупателя контракта (фьючерсного, опциона «колл», «пут»). Используют также следующую терминологию: различают позицию по срочному контракту и возникающую при этом рыночную позицию. Последняя является длинной, если при увеличении цены базисного актива стоимость позиции возрастает, и короткой — в противном случае. Для опциона «пут» позиция по контракту и рыночная позиция противоположны, т. е. длинная позиция по опциону «пут» является в то же время короткой рыночной позицией.

По срокам:

– американский опцион — опцион «пут» или «колл», который может быть предъявлен к исполнению покупателем в любое время до окончания срока его действия (даты экспирации — *expiry date*). Поставка или расчеты производятся по цене исполнения на момент истечения контракта. Все обращающиеся на биржах опционы, включая и те, что продаются и покупаются на европейских биржах, относятся именно к этому типу;

– европейский опцион — опцион, который может быть предъявлен к исполнению покупателем только в течение определенного периода времени (конкретный день истечения его срока обращения и не раньше). Большинство внебиржевых опционов являются европейскими по стилю исполнения.

Поскольку опцион представляет собой право, но не обязанность покупки (продажи) актива, покупатель опциона (держатель опциона) будет его реализовывать только в том случае, если ему это выгодно. В противном случае, т. е. когда покупатель не реализует свое право на покупку (продажу), говорят, что опцион истек без исполнения.

Таким образом, опцион на покупку (*call*-опцион) реализуется, если цена исполнения ниже, чем цена на этот же актив на рынке реального товара; а опцион на продажу (*put*-опцион) — когда цена исполнения выше цены актива на рынке реального товара.

По «прибыли»:

– опцион «в деньгах» — опцион, который дает его покупателю «прибыль» при своем исполнении. Для опциона *call* цена-страйк меньше текущей котировальной цены (рис. 1.12). Для опциона *put* цена-страйк больше текущей котировальной цены (рис. 1.13);

– опцион «на деньгах» (нулевой, при своих) — опцион, который при его исполнении не дает покупателю ни «прибыли», ни убытка. С некоторым упрощением (без учета премии) нередко опционом «на деньгах» называют опцион, страйк которого равен текущей котировальной цене;

– опцион «вне денег» — опцион, который его покупателю исполнять невыгодно. Для опциона *call* внеденежным будет опцион, страйк которого больше текущей котировальной цены. Для внеденежного опциона *put* соответственно страйк должен быть меньше котировальной цены.

Опционы «на деньгах» и «вне денег», как правило, истекают без исполнения.

Как видно из определения, в опционном контракте всегда указываются две цены: цена исполнения опциона и его премия.

Цена исполнения (также может называться ценой столкновения или *strike*-ценой, ценой реализации опциона) — это цена, по которой покупатель опциона может купить (или продать) актив, лежащий в основе опционного контракта. Страйк-цена фиксируется в опционном контракте.

Страйки, по которым ведется торговля, для биржевых опционов устанавливаются биржей в соответствии с Правилами торговли. Обычно выбирается неко-

торый фиксированный шаг страйка. В день открытия торгов опционами с новой датой экспирации определяется центральный страйк, наиболее близкий к текущей цене базисного актива. Затем от центрального страйка отсчитываются равные количества страйков вверх и вниз, и, таким образом, полученные серии выставляются на торги.

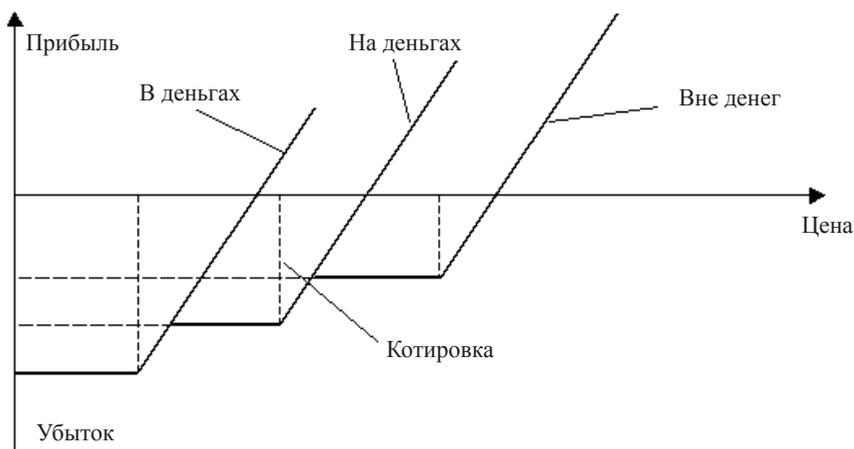


Рис. 1.12. Характеристика опционов call по «прибыли»

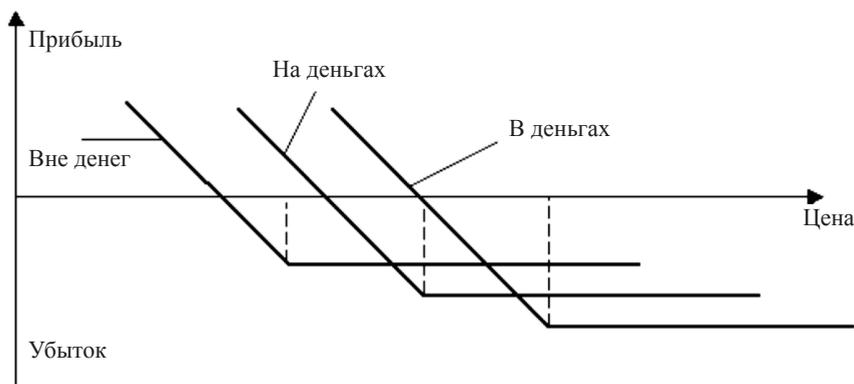


Рис. 1.13. Характеристика опционов put по «прибыли»

Премия опциона — сумма, которую покупатель опциона выплачивает продавцу опциона в момент заключения сделки. Премия опциона также называется стоимостью опциона. Величина премии является единственной переменной в опционном контакте, она определяется в ходе биржевых торгов.

Зависимость стоимости опциона от цены базового инструмента представлена на рис. 1.14.

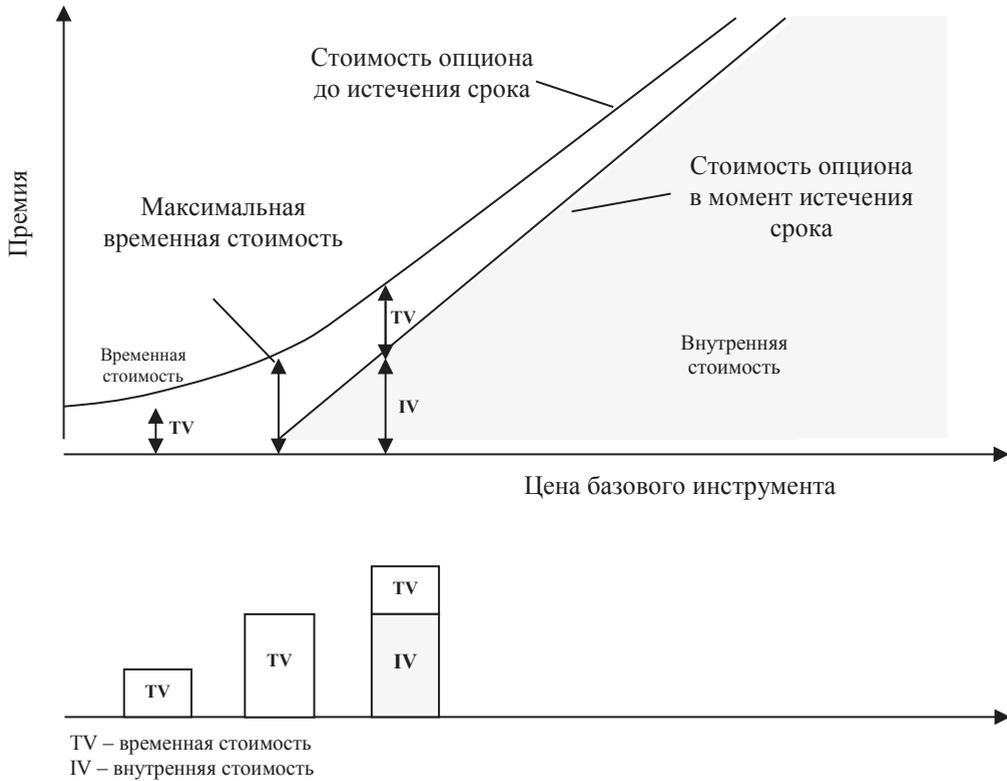


Рис. 1.14. Зависимость стоимости опциона от цены базового инструмента

Премия опциона складывается из двух величин:

$$\text{Премия} = \text{внутренняя стоимость} + \text{временная стоимость.}$$

Внутренняя стоимость опциона — это разность между ценой базового актива и ценой исполнения. Эта величина может быть либо положительной, либо равной нулю. Внутренняя стоимость — это мера выигрыша по опциону.

Временная стоимость опциона — это то, что остается от премии при вычете из нее действительной (внутренней) стоимости, следовательно, в проигрышных и невыигрышных опционах временная стоимость равна премии опциона. Временная стоимость зависит от ряда факторов:

- времени, оставшегося до окончания срока действия опциона;
- изменчивости основного инструмента (или процентной ставки);
- не подверженной риску процентной ставки.

Зависимость временной стоимости от времени, оставшегося до истечения опциона, представлена на рис. 1.15.

Чем длиннее период до окончания срока действия, тем выше премия, т. к. больше вероятность использования опциона.



Рис. 1.15. Зависимость временной стоимости от времени, оставшегося до истечения опциона

С математической точки зрения временная стоимость убывает по экспоненте, т. е. зависит от квадратного корня из величины оставшегося времени. Например, временная стоимость трехмесячного опциона падает в два раза быстрее, чем временная стоимость девятимесячного опциона.

Чем ближе конечный срок действия, тем ближе будет цена опциона к его действительной (внутренней) стоимости. В конечный срок действия опцион не будет иметь временной стоимости — только действительную.

Временная стоимость имеет максимальное значение, если опцион невыигрышный (сделочная цена и цена основного инструмента равны). Когда процентная ставка основного инструмента сильно отличается от сделочной цены — цена опциона близка к его действительной стоимости. По мере приближения к окончанию срока действия опциона линия его цены и линия действительной стоимости сближаются, а временная стоимость падает:

$$\text{Временная стоимость} = \text{премия} - \text{внутренняя стоимость.}$$

Временная стоимость покрывает риск продавца, связанный с тем, что опцион может дать держателю выигрыш до истечения срока. По мере приближения даты истечения временная стоимость уменьшается и становится равной нулю в момент истечения срока опциона. Другими словами, чем меньше остается времени до истечения опциона, тем меньше становится период, в течение которого опцион может оказаться с выигрышем.

Следует подчеркнуть, что стороны опционного контракта, в отличие от сторон форвардного и фьючерсного контрактов, находятся в несимметричном положении. Именно это обстоятельство компенсируется тем, что держатель опциона

в момент заключения контракта платит другой стороне определенную сумму — цену опциона.

В отличие от фьючерсного контракта опционный контракт позволяет инвесторам и биржевым посредникам определять и ограничивать риски размерами премии, выплачиваемой покупателями контрактов продавцам за право требовать исполнения опционов последними.

Преимущества операций с опционами представлены на рис. 1.16.



Рис. 1.16. Преимущества операций с опционами

Покупатель опциона несет обязательства выплатить продавцу опциона оговоренную премию. Продавец опциона несет перед покупателем более существенные обязательства: он должен исполнить все условия опциона, если покупатель того пожелает. Обязательства по опционному контракту прекращаются в следующих случаях:

1) происходит исполнение опциона, т. е. поставляется актив, лежащий в основе опционного контракта (как правило, фьючерсный контракт);

2) опцион истекает без исполнения. В этом случае покупатель не реализует свое право по опциону, поскольку ему это невыгодно;

3) происходит совершение обратной сделки. В этом случае могут прекратиться права продавца или покупателя опциона: если инвестор купил опцион, а затем продал точно такой же опцион до наступления срока исполнения опци-

она, или наоборот, если он вначале продал опцион, а затем купил. Таким образом, обязательства прекращаются взаимным погашением (аналогично обратной сделке по фьючерсным контрактам). Эта ситуация встречается наиболее часто, т. е. до срока исполнения прекращается большинство опционных контрактов.

Как уже указывалось выше, покупатель опциона, кроме уплаты премии по опциону, не несет больше никаких обязанностей. Он может купить, а может и не покупать актив, на который подписался (в случае опциона call). Аналогично может продать или не продать актив по опциону put — исполнение опциона зависит исключительно от того, выгодно это ему или нет.

У продавца опциона обязательства по его исполнению существенно выше. Если покупатель put-опциона решит его исполнить, продавец обязан купить актив, лежащий в основе опциона. Следовательно, биржа (которая выступает гарантом сделки) должна быть уверена, что у продавца есть достаточно денежных средств для исполнения своих обязанностей по опциону. С этой целью от продавца опциона put обычно требуют внести определенный гарантийный взнос (маржу) для обеспечения исполнения обязанностей по опциону.

Обеспечение исполнения обязательств по опциону call может иметь два варианта:

– продавец владеет активом, лежащим в основе опциона. Такой опцион называется покрытым (covered call). В этом случае можно не брать маржу, а потребовать от продавца передачи бирже соответствующего актива в депозит в качестве гарантии того, что сделка будет исполнена, если покупатель того пожелает;

– продавец не владеет активом, лежащим в основе опциона. Такой опцион называется непокрытым (naked call). В этом случае с продавца обычно требуют внесения маржи, т. к. для исполнения опциона нужно будет купить актив на рынке реального товара.

В случае исполнения непокрытого опциона продавец несет убытки гораздо большие, чем при исполнении покрытого опциона. Однако в случае call-опциона без исполнения прибыль продавца покрытого опциона меньше, чем продавца непокрытого, т. к. первый несет расходы по хранению актива. Кроме этого, продавец непокрытого call-опциона теряет потенциальный доход от своего актива и в том случае, если цены на актив вырастут.

Цена товара на реальном (кассовом) рынке — это та цена, по которой товар покупается в данный текущий момент времени. Сделка с исполнением на второй рабочий день считается заключенной на условиях «спот». Теоретически справедливым будет утверждение, что спот-рынок (наличный, кассовый) есть рынок инструментов с практически немедленным исполнением, в случае российского фондового рынка это практически немедленное исполнение отнесено к процедуре торговли и исполнения сделок по принципу T + 2. Таким образом, за пределами данного алгоритма открывается срочный рынок.

Цена фьючерса — это мнение участников фьючерсного рынка о том, сколько будет стоить данный товар в будущем (на момент исполнения фьючерсного

контракта). Поскольку цены на товары все время меняются, «плавают», то и возникает разница между ценами реального и фьючерсного рынка. Эта разница называется базисом:

$$B = S_0 - F_{0,t}$$

где B — базис;

S_0 — цена актива на реальном рынке сейчас, в момент времени t_0 ;

$F_{0,t}$ — фьючерсная цена актива сейчас, в момент времени t_0 , для фьючерсного контракта, срок исполнения которого наступает в момент времени t .

Рассмотрим различные ситуации, которые могут при этом возникать.

Если базис положительный, то реальная цена актива больше фьючерсной. Такая ситуация обычно возникает в моменты превышения спроса над предложением на рынке реального товара (дефицит товара). Называется данная ситуация «бэквардэйшн» (backwardation) — перевернутый рынок.

Если базис отрицательный, то реальная цена актива меньше фьючерсной. Такая ситуация возникает, когда предложение превышает спрос на рынке реального товара и называется «контанго» (contango) — нормальный рынок.

Нулевой базис, т. е. равенство реальных и фьючерсных цен, имеет место обычно при приближении срока исполнения фьючерса.

Нужно иметь в виду также следующее. Цены на рынке реального товара различаются в зависимости от положения самого рынка, т. е. цены на товар в одном городе могут отличаться от цен на этот же товар в другом, поэтому базис всегда рассчитывается для рынка в определенном месте.

Базис с течением времени может изменяться, т. к. реальные и фьючерсные цены постоянно «плавают» относительно друг друга. Сближение цены реального и фьючерсного рынка называется усилением (сужением) базиса, а их расхождение относительно друг друга — ослаблением (расхождением) базиса.

Рынок контанго для фьючерсного контракта представлен на рис. 1.17.

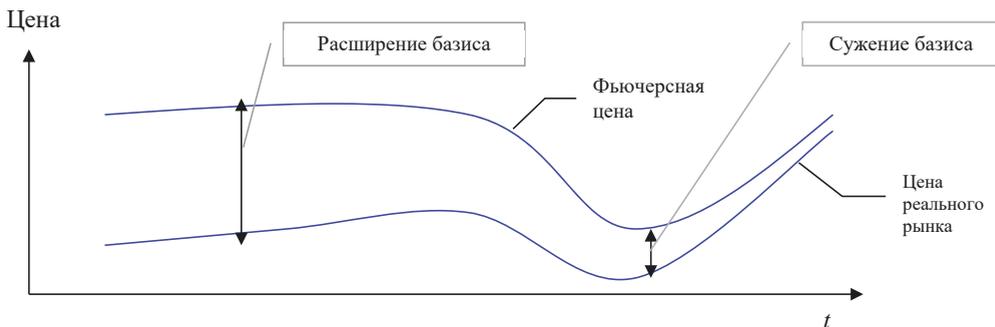


Рис. 1.17. Рынок контанго для фьючерсного контракта

При этом можно заметить, что продавец фьючерсного контракта выигрывает при усилении базиса, а покупатель — при его ослаблении. Следя за изменением базиса, продавец и покупатель могут строить свою стратегию игры на фьючерсах.

В свою очередь, не только цены реального рынка воздействуют на фьючерсные, но и фьючерсные цены также влияют на рынок реального товара. Так, если фьючерсная цена увеличивается по сравнению с натуральной, это стимулирует продавцов товара придерживать свой товар, хранить его, в результате чего предложение товара уменьшается и цены на реальном рынке начинают расти, стремясь к фьючерсным.

В обратной ситуации («бэквардэйшн») превышение натуральных цен над фьючерсными стимулирует торговцев немедленно реализовывать свой товар, в результате чего спрос падает и, соответственно, падают натуральные цены.

Цена фьючерсов в первую очередь зависит от общих факторов, а уже затем от специфических, связанных с видом фьючерса, таких как, например, расходы на хранение актива, налоги, комиссионные посредникам, доходность актива (дивиденды по акциям, купоны по облигациям, проценты по кредитам и т. п.), транспортные расходы, расходы по страхованию и др.

Кроме этого, цена фьючерсов зависит также от срока его исполнения, поскольку все перечисленные выше факторы имеют тенденцию меняться со временем.

Чтобы вывести теоретическую цену фьючерса, общую для всех типов фьючерсов, придется ограничиться только общими факторами, т. к. остальные зависят от типа конкретного фьючерса. Этого вполне достаточно для примерного сравнения фьючерсной и натуральной цены актива.

Таким образом, при выводе формулы будет учитываться банковская ставка по депозитам, цена актива на реальном рынке и срок действия фьючерсного контракта:

$$F_{0,t} = S_0 + S_0 \cdot d_0 \cdot \frac{t}{360} = S_0 \cdot \left(1 + d_0 \frac{t}{360}\right),$$

где $F_{0,t}$ — цена фьючерса со сроком исполнения через t дней сейчас, в момент времени $t = 0$;

S_0 — цена актива на рынке реального товара сейчас, в момент времени $t = 0$,

d_0 — банковская ставка по депозитам (учетная ставка) в момент времени $t = 0$ (в виде десятичной дроби);

t — количество дней, оставшихся до исполнения контракта.

Из приведенной выше формулы видно, что цена фьючерса отличается от цены актива на реальном рынке на величину $S_0 \cdot d_0 \cdot \frac{t}{360}$. Чаще всего эта величина составляет около 20 % (но может быть и 10, и 50 % в зависимости от вида актива).

В качестве примера учета дополнительного фактора можно привести формулу теоретической цены фьючерсного контракта на акции, по которым начисляется дивиденд. В этом случае доход по дивидендам вычитается:

$$F_{0,t} = S_0 \cdot \left(1 + (d_0 - D) \cdot \frac{t}{360}\right),$$

где D — средний размер дивиденда по акциям.

Рыночная цена на фьючерсные контракты постоянно колеблется вокруг этой теоретически рассчитанной цены. За счет такого колебания возникает вероятность совершения арбитража — перетекания денег с фьючерсного рынка на рынок реального товара и обратно.

Например, теоретическая стоимость фьючерсного контракта 100 руб./ед. (это цена, рассчитанная с учетом цены актива в настоящий момент времени на рынке реального товара). На бирже спот-сделок данный контракт котируется по 110 руб./ед. Арбитражер может купить товар на реальном рынке и продать его на фьючерсном, получив при этом прибыль. Разумеется, т. к. такая операция принесет выгоду, многие участники рынка захотят совершить подобные операции. В результате увеличения спроса на рынке реального товара цены вырастут, а на фьючерсном (в связи с увеличением предложения) — упадут. Тогда рыночная цена контракта приблизится к теоретической (а следовательно, к цене реального рынка). Благодаря возможности совершения арбитражных операций цены на рынке реального товара и фьючерсном рынках постоянно колеблются, стремясь к равновесию.

Таким образом, можно дать еще одно определение теоретической цены фьючерса — это цена, при которой невозможен арбитраж.

Как известно из определения, опционный контракт содержит две цены: цена исполнения контракта и его премия. Цена исполнения опциона устанавливается, как правило, в спецификации. О цене премии договариваются покупатель опциона с продавцом в процессе торгов. Такая рыночная цена премии также обычно колеблется вокруг некой теоретически рассчитанной премии. Чем больше времени до истечения опциона или чем продолжительнее срок его действия, тем выше размер премии.

При равенстве прочих факторов с ростом *процентных ставок* размер премии падает, и наоборот. Этот эффект можно рассматривать как упущенную выгоду. Чтобы купить опцион, покупатель должен либо заимствовать денежные средства, либо снимать средства с депозита. В любом случае он несет издержки, связанные либо с выплатой процента, либо с его неполучением. Если процентные ставки растут, размер упущенной в результате покупки опциона выгоды возрастает, а размер премии в качестве компенсации снижается. Почему речь идет о компенсации? Это происходит потому, что продавец опциона, получивший премию, может положить деньги на депозит и получить более высокий процент, чем ожидалось. Когда процентные ставки падают, премия растет. Здесь компенсацию получает продавец.

Волатильность — мера быстроты изменения рыночных цен базового актива.

Иначе волатильность называют *изменчивостью* — это мера величины и диапазона колебаний цены инструмента за определенный период времени. Она не дает индикации направления, в котором будет изменяться цена. Чем более изменчив основной инструмент, тем выше премия опциона, т. к. больше вероятность того, что в результате использования опциона будет получена прибыль.

Существует два наиболее распространенных метода измерения изменчивости: историческая изменчивость и предполагаемая изменчивость. Историческая изменчивость определяется путем изучения исторически сложившихся цен на основные ценные бумаги и использования математической модели для измерения колебаний от среднего значения. Историческая волатильность — это стандартное отклонение величины изменения исторических цен в годовом исчислении за некоторый период времени. Она используется для оценки будущей волатильности.

Предполагаемая изменчивость измеряется путем применения модели ценообразования опционов противоположным образом. Другими словами, если в цене опциона известны все переменные, включая фактическую премию, которая платится на рынке за опцион, то тогда можно воспользоваться формулой черного ящика для вычисления изменчивости.

Подразумеваемая (предполагаемая) волатильность — это уровень будущей волатильности, который, по мнению рынка, является правильным и должен присутствовать в модели ценообразования опционов. Это не что иначе как прогноз процентного диапазона, в пределах которого должны лежать цена базового актива на момент истечения срока опциона. Волатильность обычно выражается в процентах и представляет собой стандартное отклонение или доверительный уровень для базового актива. Доверительный уровень равен 68 % для одного стандартного отклонения (для двух составит 95 %).

С повышением волатильности возрастает вероятность того, что цена базового актива изменится по отношению к цене исполнения и опцион даст выигрыш.

С понижением волатильности снижается вероятность того, что цена базового актива позволит получить прибыль при исполнении опциона.

Существует множество ценовых моделей опционной премии.

Наиболее известная — модель ценообразования опционов Блэка — Шоулза (англ. Black–Scholes Option Pricing Model, OPM). В основе модели заложено определение теоретической цены на европейские опционы (опционы с фиксированной датой исполнения). Экономический смысл заключается в том, что теоретическая цена опциона является объективной величиной при условии торговли базовым активом на рынке, когда цена опциона на него опосредованным образом уже устанавливается самим рынком.

Данная модель получила широкое распространение на практике и, помимо всего прочего, может также использоваться для оценки всех производных бумаг, включая варранты, конвертируемые ценные бумаги, и даже для оценки собственного капитала финансово зависимых фирм.

Согласно модели Блэка — Шоулза ключевым элементом определения стоимости опциона является ожидаемая волатильность базового актива. В зависимости от колебания актива цена на него возрастает или понижается, что прямо пропорционально влияет на стоимость опциона. Таким образом, если известна стоимость опциона, то можно определить уровень волатильности, ожидаемый рынком.

В основу этой модели положен винеровский процесс. Поэтому в формулу Блэка — Шоулза, кроме ценовых характеристик, входят также значения функции нормального распределения вероятности. Наиболее распространенный вариант формулы Блэка — Шоулза, используемый в модели опционного ценообразования, выглядит следующим образом:

$$C_n = S_A \cdot N(d_1) - \frac{S_U}{(1+r)^t} \cdot N(d_2),$$

где C_n — теоретическое значение премии опциона на данный момент времени;
 S_A — цена актива на рынке реального товара на данный момент времени;
 S_U — цена исполнения опциона;
 $N(d_1)$ и $N(d_2)$ — значения для нормальных вероятностей d_1 и d_2 ;
 r — безрисковая процентная ставка (которая определенным образом связана с банковской процентной ставкой по депозитам);
 t — время, оставшееся до истечения срока опциона.
 Значения d_1 и d_2 подсчитываются по следующим формулам:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_A}{S_U} + \left(r + \frac{1}{2} \sigma^2 \right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t},$$

где σ — средний уровень колеблемости цены актива, лежащего в основе опционного контракта за промежуток времени, равный t (дисперсия цены).

Формула Блэка — Шоулза популярна тем, что она дает очень хорошее приближение к реально складывающейся премии опциона call. Хотя в эту модель заложена именно премия опциона call, можно, исходя из нее, приблизительно оценить премию опциона put.

Предположим, инвестор купил некий актив и хочет застраховать себя как от падения цен, так и от их повышения (он хочет добиться безрискового помещения капитала). Безрисковое вложение, кроме всего прочего, теоретически не приносит прибыли, т. е. возникает ситуация, при которой клиент ничего не теряет, но и ничего не приобретает.

С точки зрения опционной модели это означает, что инвестору требуется продать 1 call и купить 1 put на один и тот же актив с одинаковым сроком исполнения и одинаковой ценой исполнения. Именно в этом случае, если цены упадут, call не будет исполнен, а put — будет. Если цены вырастут, будет исполнен call, а put — не будет. При этом премия опциона put должна быть такой, чтобы покрыть убытки, возникающие от исполнения call-опциона. Этому условию удовлетворяет формула:

$$C_n^{put} - C_n^{call} + S_A = \frac{S_U}{(1+r)^t},$$

т. е. стоимость портфеля инвестора, состоящего из разницы в премиях опционов put и call, и стоимости базисного актива на данный момент времени должна быть равна дисконтированной цене исполнения опциона. Отсюда:

$$C_n^{put} = C_n^{call} - S_A + \frac{S_U}{(1+r)^t},$$

или

$$C_n^{put} = S_A \cdot N(d_1) - \frac{S_U \cdot N(d_2)}{(1+r)^t} - S_A + \frac{S_U}{(1+r)^t} = S_A \cdot (N(d_1) - 1) - \frac{S_U}{(1+r)^t} \cdot (N(d_2) - 1),$$

однако оценка премии опциона put применяется очень редко, т. к. дает гораздо более худшее приближение к реальности. Это происходит потому, что в данную оценку заложена очень редко встречающаяся ситуация — ни прибыли, ни убытка. Чаще всего игрок все-таки намерен получить прибыль, поэтому он не будет терять время, если цена на актив начнет расти. Поэтому формула Блэка — Шоулза применяется обычно только для расчета теоретической премии опциона call.

Чтобы вывести свою модель ценообразования опционов, Блэк и Шоулз сделали предположения, которые представлены на рис. 1.18.

- ⇒ по базисному активу опциона call дивиденды не выплачиваются в течение всего срока действия опциона
- ⇒ нет транзакционных затрат, связанных с покупкой или продажей акции или опциона
- ⇒ краткосрочная безрисковая процентная ставка известна и является постоянной в течение всего срока действия опциона
- ⇒ любой покупатель ценной бумаги может получать ссуды по краткосрочной безрисковой процентной ставке для оплаты любой части ее цены
- ⇒ короткая продажа разрешается без ограничений, и при этом продавец получит немедленно всю сумму за проданную без покрытия ценную бумагу по сегодняшней цене
- ⇒ торговля ценными бумагами (базовым активом) ведется непрерывно, и поведение их цены подчиняется модели геометрического броуновского движения с известными параметрами

Рис. 1.18. Допущения для модели ценообразования опционов

На рынке наблюдаются постоянные изменения цены актива, лежащего в основе опционного контракта. В результате меняется и цена опциона. Для исследования данных зависимостей введены «греки» — коэффициенты оценки опционов и стратегий торговли.

Если инвестор, заключивший опционный контракт, заинтересован в том, чтобы застраховать свое финансовое положение от небольших колебаний цены актива в течение следующего короткого промежутка времени, то он использует технику дельта-хеджирования.

Существуют разного рода потенциальные хеджеры. Исходя из сложившейся практики определился круг хеджеров, которые активно используют эффективные рынки для выполнения стоящих перед ними целей:

– *корпорации*, чтобы защитить ставки процента на прогнозируемый временной излишек наличности и зафиксировать ставку процента на заемный капитал на планируемый выпуск краткосрочных обязательств;

– *пенсионные фонды, страховые компании*, чтобы защитить доход на планируемые инвестиции в первоклассные ценные бумаги и государственные обязательства;

– *экспортеры*, чтобы защитить валютный курс при платежах за ожидаемые отгрузки товаров;

– *инвестиционные банки*, чтобы продать большое количество краткосрочных активов, которые рынок наличности, по-видимому, не сможет в полной мере поглотить по существующим ценам;

– *ипотечные финансовые институты*, чтобы защитить общий фонд (пул) ипотек от неблагоприятных изменений в ставке процента по ним, прежде чем завершится его создание.

Этот перечень может дополняться, но он дает представление об огромном институциональном разнообразии субъектов, для которых фьючерсный рынок может оказаться полезным с точки зрения возможности хеджировать ставку процента, валютный курс или риск при совершении операций с ценными бумагами, другими активами на фондовой бирже.

Для эффективной работы финансовых фьючерсных рынков необходимы и хеджеры, и спекулянты. Спекулянты обеспечивают рынку ликвидность, позволяя хеджерам покупать или продавать без труда в больших количествах защитные производные финансовые инструменты.

Один из способов выбора подходящей стратегии основан на анализе соотношения риск/выигрыш для опционов. Существуют четыре возможных базовых стратегии:

- ограниченный риск — ограниченный выигрыш;
- неограниченный риск — ограниченный выигрыш;
- ограниченный риск — неограниченный выигрыш;
- неограниченный риск — неограниченный выигрыш.

Другая классификация опционных стратегий связана с ожиданиями рынка касательно движения цены базового актива:

- 1) рынок «бычий» — типичные опционы: длинный «колл», короткий «пут»;
- 2) рынок «медвежий» — типичные опционы: длинный «пут», короткий «колл»;
- 3) рынок «нейтральный» — комбинация опционов «колл» и «пут».

На практике существуют четыре простейшие опционные стратегии:

- длинный «колл»;
- короткий «пут»;
- длинный «пут»;
- короткий «колл».

1.6. Регулирование финансового рынка и деятельности его участников

Государственное регулирование предполагает, с одной стороны, регулирование самого финансового рынка, с другой — регулирование деятельности его участников.

Система государственного регулирования — это важнейший фактор сохранения стабильности самого рынка и повышения конкурентоспособности его институтов.

Надзор и регулирование финансовой сферы обязательны на том основании, что банки и финансовые институты через роль посредника в предоставлении финансовых ресурсов имеют особое положение в системе. Так как банк является учреждением, через которое проходят платежи, то выход из строя одного банка может привести к эффекту домино других банков, в результате этого будет нелегко устранить негативный внешний фактор. Банки не всегда принимают во внимание стоимость устранения внешних негативных эффектов, следовательно, они берут на себя больший риск, чем могли бы, работая в среде, где данный риск отсутствует. Таким образом, цель надзора и регулирования заключается в предотвращении появления негативных ситуаций, которые потребуют от банков строго определенной (высокой) доли резервов, а также для того, чтобы финансовые учреждения и банки могли вести свой бизнес, не уделяя пристального внимания риску. Эти аргументы служат оправданием для роли центральных банков как кредитора в последней инстанции.

Направления регулирования можно объединить в три группы:

- 1) пруденциальный надзор — не допустить излишне рискованных операций со стороны финансовых организаций. Включаются прежде всего кредитные организации (в связи с участием в системе страхования вкладов), а также инвестиционные и страховые компании;

2) регулирование бизнес-поведения на финансовом рынке направлено на защиту интересов потребителей финансовых услуг и инвесторов. Регулируются все профессиональные участники финансовых операций;

3) обеспечение финансовой стабильности — создание механизмов управления системными рисками и предотвращения распространения кризисных явлений с одного сектора финансового рынка на другой.

Исторически сложилось так, что финансовое регулирование и надзор были основаны на институциональном подходе, согласно которому институты регулируются в соответствии с их функциональными направлениями. Тем не менее в последние два десятилетия во многих странах с развитой экономикой был принят консолидированный подход в ответ на появление финансовых конгломератов, регулирование которых не может быть адекватно осуществлено путем традиционного институционального подхода.

До начала реформ 2000-х годов модели финансового регулирования и надзора среди 102 передовых стран распределялись следующим образом, %:

- 35 из отобранных стран следовали институциональной модели;
- 24 — консолидированной;
- 2 — модели «Твин Пикс» (в частности, такие страны, как Австралия и Нидерланды);
- 39 % стран приняли гибридную (функциональную) модель, в частности, такие страны как, США, Франция и Италия.

После реформ, проведенных в период с 1988 по 2008 гг., ситуация изменилась следующим образом, %:

- 30 % выборки приняли единую (консолидированную) модель;
- 33 — институциональную;
- 33 — гибридную;
- 4 — модель «Твин Пикс».

Российская модель финансового регулирования и надзора вначале была сформирована по институциональной модели, при этом в конце 2013 г. данная модель превратилась в консолидированную. Основным принципом консолидированной модели является возложение регулирования банковского и финансового сектора, а также смежных секторов других небанковских финансовых услуг на Центральный банк РФ.

В период после глобального финансового кризиса консолидированная модель была признана наиболее эффективной среди альтернативных моделей. В соответствии с этими международными тенденциями Россия изменила свою структуру регулирования от частично институциональной модели к консолидированной.

Органы регулирования и контроля могут быть представлены двумя типами: государственное регулирование и саморегулирование.

Необходимость регулирования обусловлена наличием рисков у участников финансового рынка, значительным влиянием внешних и внутренних факторов, связанных с ценообразованием финансовых инструментов, с необходимостью со-

хранности средств инвесторов, доверием инвесторов к институтам, предоставляющим финансовые услуги, неопределенностью получения ожидаемых в будущем доходов. Поэтому целенаправленное регулирование финансового рынка является основополагающим условием его эффективного функционирования.

Финансовое регулирование — это система мер, направленных на обеспечение устойчивости финансовых институтов и стабильности финансового рынка в целом, а также на ограничение рисков (валютных, кредитных, ликвидности и др.).

Задачами финансового регулирования является создание равных конкурентных возможностей для всех участников рынка, защита интересов инвесторов и кредиторов, предотвращение мошенничества, недобросовестного поведения отдельных участников.

Приведем примеры финансовых регуляторов отдельных стран.

Государственным регулятором финансового рынка Германии является BaFin — The Federal Financial Supervisory Authority — Федеральное управление финансового надзора Германии. Дата основания — 1 мая 2002 г.

Финансовым регулятором Великобритании является FSA — Financial Services Authority, дата основания — 01.04.2013 г.

В США три регулятора:

1) SEC (The United States Securities and Exchange Commission);

2) CFTC (Commodity Futures Trading Committee), контролирует фьючерсные, валютные и товарные рынки;

3) NFA (National Futures Association), неправительственная фьючерсная ассоциация, подчиняющаяся государственному регулятору CFTC, специализирующаяся на защите прав инвесторов и выдаче лицензий на брокерскую деятельность на территории США.

Финансовым регулятором Японии является Japan Securities Dealers Association, JSDA (Ассоциация дилеров по ценным бумагам Японии).

Финансовым регулятором Китая (за исключением Гонконга) является China Securities Regulatory Commission, CSRC (Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая).

Единственным государственным регулятором РФ является Центральный банк России.

Каждая страна имеет свой подход к тому, как организовать систему финансового регулирования и надзора, что во многом определяется степенью развития экономики и финансовой сферы. Выделяют четыре основных подхода (табл. 1.3), которые были сформулированы в 2008 г. в докладе Group 30 (G30) и применяются в настоящее время по всему миру.

Модель «Твин Пикс» основывается на различиях между общественными целями регулирования и присваивает каждому регулируемому органу свои цели. Данная модель определена в докладе G30 (2008) как форма регулирования по целям, в которой существует разделение регулирующих функций между двумя регуляторами, когда один выполняет функцию безопасности и надежности надзора,

а другой специализируется на проведении регулирования предпринимательской деятельности. Этот подход разработан для объединения *сильных сторон консолидированного подхода*, а также с целью принятия мер, которые обеспечат *защиту прав потребителей*, прозрачность, безопасность и надежность при урегулировании конфликтов.

Таблица 1.3

Подходы к финансовому надзору

<i>Подход</i>	<i>Характерные черты</i>	<i>Страны, в которых применяется данный подход</i>
Институциональный	Специфика финансового института определяет, какой регулятор осуществляет надзор за его деятельностью как с точки зрения безопасности и устойчивости, так и с точки зрения правил ведения бизнеса	Китай, Гонконг, Мексика
Функциональный (гибридный)	Надзорный орган осуществляет контроль в зависимости от бизнеса, в котором осуществляются сделки финансовым институтом, независимо от его специфики	Бразилия, Франция, Италия, Испания, США
Интегрированный (консолидированный)	Единый универсальный мегарегулятор проводит надзор за всеми секторами финансовых услуг как с точки зрения безопасности и устойчивости, так и с точки зрения правил ведения бизнеса	Канада, Германия, Япония, Катар, Сингапур, Швейцария, Норвегия, Дания, Швеция, <i>Россия</i>
«Твин Пикс»	Регулирующие функции разделяются между двумя регуляторами: один выполняет надзор за безопасностью и устойчивостью, другой специализируется на проведении бизнес-регулирования	Великобритания, Австралия, Нидерланды

Функциональная, или гибридная, модель, которая реализуется в Италии и во Франции, не подразделяет надзор по правовому статусу бизнеса, а скорее осуществляет регулирование по типу бизнеса, которым занимается конкретная организация, без рассмотрения данной организации относительно ее правового статуса. Для каждого вида бизнеса может быть назначен свой функциональный регулирующий орган. Такая модель хорошо работает, если обеспечена координация между органами, но она может давать сбои при определении типа деятельности бизнеса, который будет подвергаться регулированию. Финансовая система США лучше всего подходит как пример описания гибридной системы в том смысле, что у нее есть как функциональные, так и институциональные аспекты, а также сложности для определения бизнес-организаций к конкретному государственному надзорному учреждению.

В настоящее время не существует единого мнения о наилучшей модели финансового регулирования, и выбор в основном варьируется между четырьмя популярными системами.

Эффективность финансового надзора в совокупности основывается на его реализации по трем направлениям:

– *макропруденциальный надзор*, который предполагает обеспечение стабильности системы платежей, поддержание ликвидности финансового рынка, урегулирование вопросов, связанных с кризисными явлениями, угрожающими целостности рынка;

– *микроруденциальный надзор*, который предполагает обеспечение устойчивости финансовых учреждений, разработку механизмов финансовой безопасности;

– *надзор за соблюдением правил ведения бизнеса* (защита потребителей финансовых услуг).

В настоящее время в развитых странах преобладающей тенденцией является переход к модели мегарегулятора финансового рынка, причинами которого являются расширение линейки предлагаемых финансовыми институтами услуг, дублирование и разобщенность функций различных финансовых регуляторов, недостаточное внимание к регулированию возросших системных рисков на финансовом рынке.

Сущность деятельности любого центрального банка сводится к функциям, которые этот институт выполняет на финансовом рынке и его сегментах. Функции следуют из целей, поставленных перед регулятором, поскольку цель — это то, ради чего реализуется та или иная функция. Основным нормативно-правовым актом, определяющим деятельность национального банка, его организационно-правовой статус, порядок взаимоотношения с государством и банковской системой и полномочия, выступает закон о центральном банке.

Для Банка России в Федеральном законе № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» прописано пять основных целей деятельности, из которых две последние были добавлены в связи с упразднением ФСФР (Федеральная служба по финансовым рынкам) и передаче выполняемых ею функций Банку России:

- 1) защита и обеспечение устойчивости рубля;
- 2) развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации;
- 3) обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы;
- 4) развитие финансового рынка Российской Федерации;
- 5) обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

Данные цели можно сгруппировать по трем направлениям, в рамках которых Центральный банк РФ реализует свои функции:

- 1) по отношению к экономике;
- 2) по отношению к банковской системе;
- 3) по отношению к финансовому рынку.

В Федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации» перечислены укрупненные функции Банка России. Наглядное представление функций позволяет утверждать, что Центральный Банк осуществляет достаточные полномочия на российском финансовом рынке:

<i>Укрупненные функции</i>	<i>Полномочия Банка России</i>
Денежно-кредитное регулирование	1) разработка и проведение единой денежно-кредитной политики; 2) монопольное осуществление эмиссии наличных денег и организация денежного обращения; 3) кредитор последней инстанции для коммерческих банков
Функции нормативного регулирования	1) установление правил осуществления банковских операций; 2) установление правил ведения расчетов; 3) разработка правил для проведения расчетов с международными организациями, иностранными государствами, физическими и юридическими лицами; 4) утверждение отраслевых стандартов бухгалтерского учета и плана счетов для кредитных и некредитных финансовых организаций; 5) разработка методологии и составление финансового счета РФ в системе национальных счетов
Операционные функции	осуществление обслуживания счетов бюджетов всех уровней бюджетной системы
Информационно-аналитические функции	1) анализ и прогнозирование состояния экономики РФ, публикация соответствующих данных; 2) разработка прогноза и организация составления платежного баланса РФ; 3) ведение статистического учета прямых инвестиций в РФ и прямых инвестиций из РФ за рубеж
Функции финансового агента	осуществление самостоятельно или по поручению Правительства всех видов банковских операций и иных сделок
Функции органа валютного регулирования и валютного контроля	1) валютный контроль; 2) эффективное управление золотовалютными резервами Банка России; 3) установка и публикация официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю;
Надзорная и контрольная функции	1) надзор и наблюдение в национальной платежной системе; 2) государственная регистрация кредитных организаций, негосударственных пенсионных фондов, выдача лицензий, их приостановка и отзыв; 3) надзор за деятельностью кредитных организаций, некредитных финансовых организаций и банковских групп; 4) регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг, отчетов об итогах выпусков; 5) контроль и надзор в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах (соблюдение эмитентами требований законодательства об акционерных обществах и ценных бумагах); 6) защита прав и законных интересов акционеров и инвесторов на финансовых рынках, страхователей, застрахованных лиц и выгодоприобретателей

Наиболее прогрессивный подход к функциям и задачам Банка России как мегарегулятора отражен в «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 и период 2023–2024 гг.».

Банк России в качестве регулятора финансового рынка впервые разработал документ, обладающий кросс-секторальным характером и содержащий описание

запланированных действий Банка России по развитию всех секторов финансового рынка на среднесрочный период. Для этого были определены основные бенефициары, заинтересованные в развитии финансового рынка в России:

– *население Российской Федерации*, которому должен быть доступен широкий ассортимент финансовых продуктов и услуг, использование которых будет способствовать повышению уровня качества жизни;

– *российская экономика*, которой будет способствовать развитый финансовый рынок, удовлетворяющий потребности в капитале и позволяющий эффективно перераспределять финансовые ресурсы и управлять рисками;

– *финансовая индустрия* как полноценная отрасль российской экономики, способная расти выше среднеотраслевых показателей, формируя привлекательную отдачу на капитал и диверсификации экономики России.

В соответствии с законодательством указанный документ разрабатывается Банком России один раз в три года. Этот документ направлен на то, чтобы финансовые институты и инструменты способствовали повышению уровня и качества жизни граждан, поддержанию и развитию российского бизнеса и регионов, а также экономики в целом (рис. 1.19).

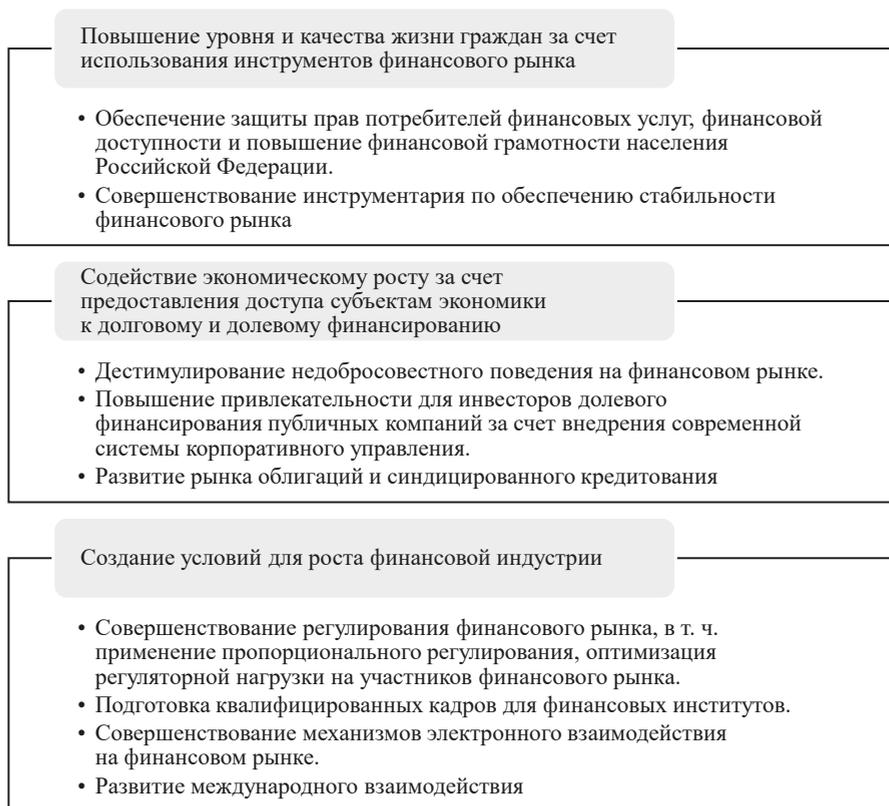


Рис. 1.19. Цели и соответствующие направления развития финансового рынка

Создание мегарегулятора сделало возможным объединение планов проверок для кредитных организаций, являющихся одновременно профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Это позволило снизить административную нагрузку на участников рынка и повысить эффективность в рамках консолидированного надзора. Кроме того, для совершенствования и постепенного внедрения процесса консолидированного надзора в условиях мегарегулятора финансового рынка Центральный банк распространил практику осуществления скоординированных проверок кредитных и некредитных финансовых организаций в составе финансовых групп, связанных взаимными непрозрачными операциями, что способствовало комплексному выявлению рисков.

Важнейшей функцией на финансовом рынке, которая была возложена на Центральный банк с 2013 г., является *противодействие недобросовестным практикам поведения на открытом рынке*:

- выявление финансовых институтов, осуществляющих неправомерные финансовые операции (создание фиктивной стоимости активов, которые могут быть направлены на формирование капитала организации либо покрытие резервов, а также замена качественных активов активами, имеющими фиктивную стоимость);

- ограничение и пресечение манипулирования (курсами иностранных валют, паями закрытых ПИФов, ипотечными сертификатами участия и необеспеченными облигациями).

Банк России сосредоточил усилия на совершенствовании регулирования финансового рынка посредством реализации следующих мероприятий:

- внедрение селективного подхода к регулированию и надзору за финансовыми организациями;

- переход некредитных финансовых организаций на единый план счетов бухгалтерского учета, внедрение отраслевых стандартов бухгалтерского учета, основанных на МСФО;

- поэтапное введение XBRL (eXtensible Business Reporting Language «расширяемый язык деловой отчетности») — универсального стандарта публикации, обмена, анализа финансовых данных и деловой отчетности между участниками финансового рынка;

- широкое применение процедур оценки регулирующего воздействия нормативных актов Банка России (до и после принятия);

- последовательное внедрение механизма профессионального суждения;

- исключение необоснованного регулятивного арбитража;

- обеспечение финансовым организациям возможности использования аутсорсинга.

При осуществлении надзора соблюдаются два *базовых условия*: определение принадлежности финансовой организации к финансовой группе и классификация финансовых организаций в зависимости от выполнения финансовых операций и принимаемых рисков.

В первом случае к деятельности финансовых групп применяются комплексные методы оценки, мониторинга (в том числе дистанционного надзора) и инспектирования, для чего разрабатываются требования к унифицированной отчетности, составление которой позволит избежать дублирования информации, повысить прозрачность операций, совершаемых между взаимозависимыми организациями в составе этих групп, предотвратит случаи совершения незаконных действий в области отмывания доходов и вывода их за рубеж.

Второе условие предусматривает разделение финансовых организаций внутри секторов финансового рынка на три группы: системно значимые, небольшие организации и прочие. В рамках дифференцированного подхода применяются соответствующие требования к структуре активов, величине собственных средств, предельные размеры обязательных нормативов и др. В результате обеспечивается пропорциональное распределение регулятивной нагрузки согласно значимости финансовой организации.

С точки зрения законодательства к целям деятельности Банка России в сфере контроля и надзора за финансовым рынком относятся:

- обеспечение развития финансового рынка;
- эффективное управление рисками;
- защита прав и законных интересов стейкхолдеров.

Свои надзорные полномочия ЦБ РФ осуществляет на основании следующих *принципов*:

- принцип *универсальности* (применение единых подходов к надзору);
- принцип *пропорциональности* (осуществление надзора за эмитентами с учетом его величины, положения на рынке и иных параметров);
- принцип *соразмерности* (соотношение глубины надзора и степени влияния возможных нарушений на права основных стейкхолдеров);
- принцип *индивидуализации* (определение объемов надзора по различным направлениям и группам субъектов).

Центральный банк регулирует участников финансового рынка путем *предварительного, текущего и последующего* надзора.

Предварительный надзор — это лицензирование деятельности финансово-кредитных организаций и установление нормативно-правовых правил.

Текущий и последующий надзор — выявление наиболее существенных рисков и нарушений в финансовом секторе, влияющих на стабильность и устойчивость деятельности финансовых институтов.

При проведении надзорных мероприятий Банк России чаще всего использует такую *форму* контроля и надзора, как *дистанционная проверка* участников финансового рынка, реже — инспекционная проверка.

В рамках проведения надзорных мероприятий Банк России применяет следующие *методы* контроля и надзора:

- анализ информации для выявления нарушений законодательства РФ участниками финансового рынка;

- установление обязательных требований некредитным финансовым организациям;
- сбор информации и формирование баз данных об участниках финансового рынка;
- устранение нарушений, выявленных в ходе проведения проверок.

Помимо применения универсальных подходов к регулированию участников финансового рынка Банк России учитывает особенности деятельности каждого участника финансового рынка и формирует специфические подходы и методы контроля и надзора за ними.

Регулирующие, контрольные и надзорные функции Банка России в сфере финансовых рынков осуществляются через действующий на постоянной основе орган — Комитет финансового надзора, объединяющий руководителей структурных подразделений Банка России, обеспечивающих выполнение его надзорных функций. Комитет финансового надзора принимает решения по основным вопросам регулирования, контроля и надзора в сфере финансовых рынков.

Структура Центрального банка представляет собой единую централизованную систему с управлением по вертикали. Существуют департаменты, которые отвечают за определенный круг вопросов.

При проведении надзорных мероприятий за эмитентами применяются следующие методы: пруденциальный и инспекционный.

Пруденциальный метод надзора за эмитентами означает дистанционные проверки отдельных сведений и комплексные дистанционные проверки. В рамках дистанционной проверки отдельных сведений проводится анализ документов и информации на основании поступающих в Банк России обращений в отношении деятельности поднадзорных лиц. Комплексные проверки проводятся на основании распоряжения Службы по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров.

Инспекционные (выездные) проверки совершаются в случаях обращения акционера или инвестора к регулятору, на основании заявления проводится анализ значительного объема документов с вынесением предписания в случае нарушения нормативно-правовых актов, регулирующих деятельность финансового кредитного института или эмитента. Также инспекционная проверка может быть проведена в случае обращения акционера с требованием проведения проверочных мероприятий на общем собрании акционеров. Возможен вариант обращения инвестора в правоохранительные или иные государственные органы РФ с просьбой о проведении выездной проверки эмитентов.

Все направления надзора можно разделить на две группы и распределить по степени влияния на финансовый рынок и права акционеров и инвесторов.

Данные мероприятия отражены в табл. 1.4.

Служба Банка России по защите прав потребителей финансовых услуг и миноритарных акционеров представляет собой структурное подразделение Центрального аппарата Банка России в сфере корпоративных отношений, которое

осуществляет контроль и надзор за соблюдением участниками рынка ценных бумаг, прежде всего эмитентами, законных прав и интересов инвесторов, в том числе и миноритарных акционеров. Оно же рассматривает обращения и жалобы иных физических и юридических лиц на нарушения в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах.

Таблица 1.4

Направления надзора за эмитентами Банка России

<i>Степень влияния</i>	<i>Надзор, осуществляемый в связи с поступлением документов</i>	<i>Надзор, осуществляемый на постоянной основе</i>
Серьезное влияние	Приобретение крупных пакетов акций акционерных обществ (АО)	Контроль раскрытия информации. Контроль проведения общего собрания акционеров. Приобретение крупных пакетов акций публичного акционерного общества (ПАО)
Существенное влияние	Определение статуса АО. Освобождение от обязанности по раскрытию информации	Направление информации в центры корпоративной информации и каскадные корпоративные действия. Преобразование АО в общество с ограниченной ответственностью (ООО). Передача ведения реестра регистратору
Умеренное влияние	Заявления Представителей владельцев облигаций (ПВО) об исключении из Списка ПВО	Определение статуса АО. Регистрация выпуска при учреждении. Мониторинг деятельности Представителей владельцев облигаций. Мониторинг проведения Общего собрания владельцев облигаций
Незначительное влияние	Заключения о состоянии деятельности акционерных обществ в сфере обращения ценных бумаг	

Основные направления развития финансовых технологий на период до 2022 г. (далее — Основные направления) определяют основные цели и задачи развития инновационных технологий на финансовом рынке Российской Федерации, среди которых поддержка инноваций и обеспечение доступности финансовых продуктов и услуг для населения и бизнеса, что в перспективе будет способствовать устойчивому развитию и повышению конкурентоспособности финансового сектора.

На начало 2019 г. на финансовом рынке Российской Федерации наблюдается ряд трендов, формирующих предпосылки для стимулирования и развития финансовых технологий, в числе которых:

- низкая маржинальность банковских услуг;
- преобразование участниками финансового рынка своих бизнес-моделей и стремление к созданию экосистем;
- увеличение проникновения финансовых услуг за счет их цифровизации;

– потеря банками монополии на оказание традиционных (платежных и иных) услуг, а также приобретение нефинансовыми организациями значительной роли на финансовом рынке;

– стремление банков к партнерствам со стартапами и технологическими компаниями.

В соответствии с результатами исследований наиболее перспективными финансовыми технологиями являются:

- Big Data и анализ данных;
- мобильные технологии;
- искусственный интеллект;
- роботизация;
- биометрия;
- распределенные реестры;
- облачные технологии.

Развитие финансовых технологий модернизирует традиционные направления оказания финансовых и иных услуг, в которых появляются инновационные продукты и сервисы для конечных потребителей.

Наиболее характерным для финансового рынка является управление капиталом на основе следующих инновационных продуктов и сервисов:

- робоэдвайзинг;
- программы и приложения по финансовому планированию;
- социальный трейдинг;
- алгоритмическая биржевая торговля;
- сервисы целевых накоплений и иное.

С развитием цифровых технологий возникают и риски, связанные с ростом киберугроз, требующих оперативного и своевременного мониторинга, обнаружения, оценки и разработки соответствующих мер по их предотвращению либо минимизации их возможных последствий.

Создание и развитие платформы для удаленной идентификации позволит перевести финансовые услуги в цифровую среду, повысить доступность финансовых услуг для потребителей, в том числе людей с ограниченными возможностями, пожилого и маломобильного населения, а также увеличить конкуренцию на финансовом рынке. Создание платформы для удаленной идентификации обеспечит дистанционное получение услуг физическими лицами с использованием единой системы идентификации и аутентификации (ЕСИА), а также биометрической системы.

Планируемая к внедрению платформа «Маркетплейс» позволит обеспечить возможность поиска и удобного предоставления востребованных финансовых услуг и продуктов для клиентов всеми участниками рынка наряду с другими финансовыми площадками, в том числе с применением чатов, ботов и робоэдвайзинга. Платформа будет предусматривать консолидацию данных по предложениям участников финансовой экосистемы, анализ потребностей и персонализацию предложений для клиентов.

RPA (Robotics Process Automation) представляет собой программное обеспечение (ПО), которое имитирует действия человека для выполнения операций в рамках бизнес-процессов.

В свою очередь чат-боты — это ПО, которое имитирует речевое поведение человека (устно или письменно) при общении с собеседником.

И RPA, и чат-боты призваны автоматизировать рутинные и часто выполняемые процессы, производимые инвестиционными компаниями и банками на регулярной основе. По оценкам специалистов роботизация процессов позволяет устранить 80–95 % операционных ошибок и сократить стоимость процесса на 30–75 %, не прибегая к каким-либо реорганизациям.

Роботизированные процессы обладают следующим рядом преимуществ перед использованием ручного труда:

- снижение стоимости выполнения рутинных операций, интеграция и автоматизация;
- снижение количества ошибок и улучшения качества выполняемых процессов;
- возможность увеличения обрабатываемых объемов информации;
- повышение скорости выполнения процессов.

В зависимости от сложности возложенных задач чат-боты можно разделить на три типа:

1) запрос информации с помощью кнопок — наиболее простой с точки зрения разработки чат-бот, позволяющий предоставить быстрый и точный ответ на вопрос, предусмотренный в базе знаний. Основным недостатком такого типа ботов является их ограниченность (невозможность предоставления информации за пределами кнопок) и сложность применения при расширении предлагаемого функционала. Такой тип чат-бота является самым дешевым в разработке решением;

2) запрос информации через простые вопросы — «продвинутая» версия кнопочного бота, который обрабатывает вопросы, сформированные в свободной форме, анализирует ключевые слова и осуществляет поиск по нескольким базам знаний одновременно. Такой тип бота требует больше времени на разработку по сравнению с «кнопочной» версией, при этом он может взять на себя большее количество запросов. Является более дорогим в разработке, по сравнению с «кнопочным» ботом;

3) наиболее «умный» тип чат-бота, осуществляющий работу с самыми сложными структурированными вопросами пользователей. Бот анализирует сочетания слов и сравнивает запрос с накопленной историей, прежде чем давать ответ. Такой тип бота подразумевает применение технологий машинного обучения, а следовательно, требуется время не только на разработку, но еще и на обучение правильным связкам «вопрос-ответ». Наиболее дорогой в разработке по сравнению с остальными типами ботов.

Наиболее существенное снижение нагрузки на подразделения инвестиционных компаний и банков будет происходить при совмещении всех трех типов чат-ботов.

Применение чат-ботов может присутствовать в таких процессах операционного блока инвестиционной компании или банка как:

1) уточнение информации об указании кода услуг в клиентских документах. В таком случае чат-ботом направляется информация о кодировке предоставляемых клиентских услуг для дальнейшего корректного отображения данных в системах банков и инвестиционных компаний;

2) направление уведомлений о существенных событиях. Формируются автоматизированные сообщения о событиях внутри системы, которые требуют внимания операционного блока. Также можно настроить уровни принятия решений, для того чтобы выбрать в качестве адресата уведомления руководителя или рядового сотрудника;

3) маршрутизация поступающих в операционный блок запросов. При поступлении запроса от одного из пользователей будет сформирована рекомендация об обращении к одному из сотрудников операционного блока на основании анализа запроса;

4) формирование отчетов о работе подразделения. В данном случае происходит подготовка управленческих отчетов на основании доступной информации для чат-бота и при учете прав доступа. Отчеты могут включать в себя количественные и качественные показатели, а также показывать сравнение между ними.

Результатом внедрения чат-ботов в вышеуказанные и аналогичные процессы отмечаются такие позитивные улучшения в работе инвестиционных компаний, как сокращение времени обслуживания клиентов, ускорение документооборота и снижение нагрузки, возлагаемой на сотрудников.

Переход на систему единого мегарегулятора финансового рынка в России уже позволил унифицировать взаимоотношения регулятора со всеми участниками финансового рынка. Успешно запущен дистанционный надзор, обеспечена большая открытость финансового рынка как по регулированию деятельности финансово-кредитных институтов, так и в целях надзора, осуществлено создание первых рабочих групп по обсуждению важных проектов нормативных актов с участием представителей компаний и саморегулируемых организаций.

В современных условиях реализован новый подход к регулированию маржинальной торговли, который позволит более уверенно проходить рыночные шоки, в том числе аналогичные кризису ликвидности 2014 г. (Указание Банка России от 18 апреля 2014 г. № 3234-У «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов» (с изменениями и дополнениями). С 1 июля 2019 г. вступило в силу новое Указание Банка № 4928-У о требованиях к брокерской деятельности при совершении игроками маржинальных сделок, приводящих к возникновению непокрытых позиций клиента, а также контролю за возникающими при этом рисками.

Менять регулирование понадобилось для создания более эффективного механизма контроля за рисками при совершении маржинальных операций за счет включения в расчет обеспечения позиций по производным финансовым инструментам.

Основное отличие нового указания от действующего в настоящее время документа заключается в том, что при осуществлении контроля за рисками брокер сможет учитывать не только позиции по ценным бумагам и денежным средствам, но и по фьючерсным контрактам. Это позволяет при сохранении того же плеча совершать больше операций, например, использовать фьючерсный контракт на хеджирование позиции клиента по непокрытым сделкам с ценной бумагой или иностранной валютой. Поскольку величина риска будет меньше, это позволит клиенту совершать большее количество сделок при том же размере обеспечения.

Саморегулирование непокрытых сделок в целом останется прежним, несколько меняются технические детали расчетов, и для участников рынка потребуется доработка IT-систем.

Установлены новые требования к отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ):

– для некредитных финансовых организаций (НФО) введены новые базовые формы: 402 (Сведения об аффилированных лицах), 415 (Отчет о ценных бумагах), 417 (Отчет о внебиржевых сделках), 418 (Сведения об осуществлении деятельности и т. д.);

– аналогичная отчетность для кредитных организаций (КО) вынесена в отдельный нормативный акт.

На рынке ценных бумаг происходит эффективное выявление схем недостоверного подтверждения прав на ценные бумаги недобросовестными депозитариями в целях фиктивного формирования активов страховых компаний, банков и НФО.

Появление нового вида профессионального участника рынка ценных бумаг (ПУРЦБ) — форекс-дилера позволит ввести законодательное регулирование этого вида деятельности. В связи с появлением на финансовом рынке форекс-дилера принят пакет актов: требования к деятельности (Указание Банка России от 2 сентября 2015 г. № 3773-У «Об отдельных требованиях к деятельности форекс-дилера»), к работникам (Указание Банка России от 1 сентября 2015 г. № 3770-У «О функциях работников форекс-дилера, определяемых для целей пункта 1.1 статьи 10.1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ “О рынке ценных бумаг”, и требованиях к работникам форекс-дилера, их выполняющим») и внутреннему учету (Указание Банка России от 2 сентября 2015 г. № 3772-У «О порядке и сроках ведения форекс-дилером учета заключаемых договоров и операций, совершаемых в связи с их исполнением»).

За последние годы проведена реформа доверительного управления (ДУ), в т. ч. закреплена обязанность управляющего выявлять интересы клиента и руководствоваться ими при осуществлении ДУ, запущен инструмент «стандартных стратегий», что привело к большей защищенности клиентов и притоку клиентов на рынок. Указание Банка России от 28 декабря 2015 г. № 3921-У «О составе, объеме, порядке и сроках раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» установило требования к наличию у профессиональных участников официальных сайтов в сети интернет, структуре таких сайтов,

перечню и срокам раскрытия профессиональными участниками на таких сайтах информации (выданные лицензии, членство в СРО; в отношении брокеров — о допуске к торгам, клиринговому обслуживанию; в отношении депозитариев — условия осуществления депозитарной деятельности, образцы документов; в отношении ДУ — перечень организаций, в которых открыты счета депо; в отношении участников торгов, совершающих сделки по поручению ДУ, регистраторов — перечень филиалов, трансфер-агентов, список эмитентов, реестров, правила ведения реестра владельцев ценных бумаг).

Реализован проект «Красная зона», который позволил вывести с рынка ценных бумаг большинство недобросовестных участников. По оставшимся поднадзорным организациям были сформированы досье, в которые стала собираться вся надзорно значимая информация (материалы, содержащие сведения о компании, материалы по результатам надзорных мероприятий, материалы, содержащие информацию по внутренним процессам, заключения по оценке финансового состояния и т. д.).

Осуществлено реформирование нормативной базы по учетной инфраструктуре, что способствовало установлению единых требований для депозитариев КО и НФО, сокращению длины депозитарных цепочек, исключению возможности использования ценных бумаг для формирования фиктивного капитала, обеспечению хранения депозитариями учетных данных в электронных базах данных.

В вопросах совершенствования регулирования брокерской деятельности предложены новые подходы: кросс-агентирование, интернализация, — определены фидуциарные обязанности брокера, предложены меры по регулированию конфликта интересов, меры по защите имущества клиентов.

Предпринимаются усилия по внедрению пруденциального регулирования на рынке ценных бумаг:

– установлены общие требования к организации системы управления рисками для ПУРЦБ, к процессам и мероприятиям, документации и персоналу в зависимости от вида деятельности и характера совершаемых операций (Указание Банка России от 21 августа 2017 г. № 4501-У «О требованиях к организации профессиональным участником рынка ценных бумаг системы управления рисками, связанными с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и с осуществлением операций с собственным имуществом, в зависимости от вида деятельности и характера совершаемых операций»);

– установлен порядок расчета показателя краткосрочной ликвидности (ПКЛ), направленного на обеспечение у брокера надежного уровня ликвидности и возвратности средств клиентов по их требованию (Указание Банка России от 6 июня 2017 года № 4402-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности в части расчета показателя краткосрочной ликвидности при предоставлении клиентами брокера права использования их денежных средств в его интересах»);

– установлен порядок расчета показателя достаточности капитала (ПДК) дилеров, брокеров, управляющих, форекс-дилеров, направленного на обеспечение

надежного уровня достаточности капитала путем улучшения качества активов за счет формирования пула активов с меньшими рисками (Указание Банка России от 30 ноября 2017 г. № 4630-У «О требованиях к осуществлению дилерской, брокерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами и деятельности форекс-дилеров в части расчета показателя достаточности капитала»);

– модернизированы подходы к ведению внутреннего учета на основе существующих практик и стандартов международного регулирования, что позволило уйти от излишней детализации и расширить объем информации, которую можно получить из данных учета (Положение Банка России от 31 января 2017 г. № 577-П «О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»).

В вопросах совершенствования регулирования дилерской деятельности предложен концептуальный подход к расширению определения дилерской деятельности. Разработана Концепция о внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части совершенствования дилерской деятельности.

Регулятор опубликовал Концепцию пропорционального регулирования, где установлены показатели, необходимые для категоризации профессиональных участников в целях развития пропорционального регулирования (условно на малых, средних и крупных — Указание Банка России от 17.12.2018 № 5013-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 27 июля 2015 года № 481-П “О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг”» (Зарегистрировано в Минюсте России 22.01.2019 № 53485)).

Внедрен Стандарт надзорной деятельности Банка России в отношении некредитных финансовых организаций, принят пакет нормативных актов по регулированию деятельности инвестиционных советников, устанавливающих минимально необходимые требования к цивилизованному осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию.

Концепция и законопроект по сегрегации предусматривают создание унифицированного режима обособления активов клиентов для кредитных и некредитных организаций, осуществляющих профессиональную деятельность, в том числе при использовании субброкерских схем.

В рамках централизации надзорных процедур мегарегулятор провел:

– анализ показателей по всему рынку (выявление некачественных активов в субброкерских схемах, конфликта интересов в случае приобретения за счет средств клиента ценных бумаг связанных компаний и т. д.) для выявления надзорных фактов;

- автоматизированный расчет триггеров (на основе данных отчетности, бирж и т. д.) по утвержденной методологии для использования кураторами;
- проведение стресс-тестирования ликвидности и капитала на основе утвержденной методологии и разработанных сценариев и автоматизации;
- автоматический расчет риск-профиля на основе данных отчетности и бирж для предоставления кураторам и последующая консолидация результатов в единую «цветовую» карту по отрасли;
- реализация стандартных выгрузок (по биржевым и внебиржевым оборотам, котировкам, рэнкингам и т. д.) для кураторов в ЦБ РФ и хабах;
- разработка и обновление аналитических таблиц (по основным финансовым показателям и показателям деятельности организаций: финансовый результат, клиенты, обороты, активы и т. п.).

Под финансовой стабильностью понимается бесперебойное и эффективное функционирование финансового рынка, в т. ч. процесса по трансформации сбережений в инвестиции, его устойчивость к внутренним и внешним шокам. Обеспечение финансовой стабильности снижает издержки экономики от реализации финансовых рисков, повышает предсказуемость стоимости капитала для экономических субъектов, обеспечивает непрерывность предоставления услуг и предотвращает нарастание структурных дисбалансов. Защищенность от шоков, в свою очередь, снижает премию за системный (рыночный) риск, закладываемую в стоимость финансовых продуктов, повышая доступность финансовых услуг для потребителя.

Модель финансового рынка России во многом схожа с моделями других стран с формирующимися рынками. Ее основными чертами являются доминирование банков над некредитными финансовыми организациями, опора экономических агентов при инвестировании на собственные средства, преимущественная роль бюджетного и межфирменного каналов в перераспределении финансовых ресурсов по сравнению с каналом финансового посредничества. Слабое развитие рынка капитала и отсутствие прочного базиса институциональных инвесторов в лице страховых компаний и пенсионных фондов ограничивают возможности экономики по трансформации сбережений населения в долгосрочные инвестиции, необходимые для устойчивого роста экономики и повышения благосостояния граждан. Устойчивый рост экономики страны невозможен без притока инвестиций, который во многом определяется доступностью капитала. Создание условий, способствующих расширению возможностей для привлечения финансирования широким кругом экономических агентов, является одной из ключевых задач Банка России. Необходимым элементом доступности капитала является формирование на финансовом рынке устойчивого базиса в лице институциональных инвесторов, в первую очередь негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний, инвестиционных фондов, а также населения. Важную роль играет также развитость инфраструктуры и инструментария, наличие конкурентной и доверительной среды, стабильность функционирования финансового рынка.

Другой важной стороной доступности является возможность потребителей использовать финансовые продукты, необходимые им в течение жизни и в процессе хозяйственной деятельности.

Выделяются четыре аспекта доступности финансовых услуг:

- физическая;
- ценовая;
- ассортиментная;
- ментальная.

Обеспечение доступности финансовых услуг для всех членов общества является важной социально-экономической задачей. Повышение проникновения финансовых услуг способствует росту финансового рынка и развитию конкуренции, стимулирует экономический рост. Банк России уделяет особое внимание повышению скорости и качества доступа к финансовым услугам для потребителей из отдаленных районов и сельской местности, субъектов малого и среднего предпринимательства, групп населения с ограниченным доступом к финансовым услугам (лиц с низким уровнем дохода, людей с инвалидностью, пожилых и других маломобильных групп населения). Для населения, имеющего доступ к сети интернет, Банк России работает над повышением скорости и качества доступа к финансовым услугам.

В развитии финансового рынка необходимо учитывать ограничение доступа финансовых институтов к внешним рынкам капитала вследствие введенных рядом стран финансово-экономических санкций в отношении России. Внутренних резервов, в т. ч. финансовых, в России тоже достаточно. Здесь необходимо учитывать специфику развития рынка ценных бумаг. К особенностям его развития относится довольно высокий уровень концентрации капитала в отдельных секторах, в первую очередь — банковском, где на пять крупнейших кредитных организаций приходится 60,4% совокупных активов всего сектора. Активность населения на рынке ценных бумаг остается чрезвычайно низкой. В структуре сбережений населения доминируют банковские депозиты, что во многом обусловлено мерами Банка России, укрепившими надежность банковской системы, в т. ч. стабильностью функционирования системы страхования вкладов, а также исторически низким доверием к небанковским финансовым посредникам из-за деятельности теневого и недобросовестных участников рынка.

В ближайшие годы особое внимание следует уделить:

- развитию конкурентной среды на финансовом рынке;
- реализации потенциала финансового рынка по трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции (развитие источников и инструментов рынка капитала);
- внедрению комплекса мер по повышению доверия на финансовом рынке — увеличение прозрачности и чистоты функционирования рынка, устранение практик недобросовестного поведения, управление конфликтом интересов, повышение культуры функционирования финансовой среды;
- поиску инструментов проактивного надзора на финансовом рынке.

Будущее российского финансового рынка выглядит перспективным. Усилия Центрального банка РФ, саморегулируемой организации НАУФОР, профессиональных участников рынка ценных бумаг и научно-педагогических кадров в конечном счете решат задачу масштабного включения механизма финансирования экономики страны, хозяйствующих субъектов через инструменты финансового рынка с привлечением финансово грамотного населения как потенциально крупного частного инвестора.

Вопросы для самопроверки к главе 1

1. Назовите механизм функционирования финансового рынка.
2. Перечислите сегменты финансового рынка.
3. Укажите основные цели и задачи кредитного рынка и рынка ценных бумаг.
4. Что повлияло на быстрое развитие современного валютного рынка?
5. Какова роль рынка золота в современной мировой экономике?
6. Перечислите основные финансовые активы.
7. Дайте определение финансовому рынку.
8. Что такое финансовая система?
9. Назовите наиболее общие типы финансовых посредников.
10. Раскройте механизм функционирования финансового рынка.
11. Какие наиболее характерные черты присущи денежному рынку?
12. Что такое клиринговый сертификат участия?
13. Какие наиболее характерные черты присущи рынку капиталов?
14. Какой финансовый инструмент может использоваться как на денежном рынке, так и на рынке капиталов?
15. Какие функции выполняет рынок капиталов?
16. Назовите самый ликвидный финансовый актив.
17. Назовите основные функции денежного рынка.
18. Назовите основные цели функционирования финансового рынка.
19. Обоснуйте основные направления развития финансового рынка в России.
20. Перечислите и обоснуйте основные функции финансового рынка.
21. Какие специфические функции присущи финансовому рынку?
22. Назовите первоклассных заемщиков капитала.
23. Перечислите основных поставщиков капитала.
24. Какова основная экономическая функция производных финансовых инструментов?
25. Перечислите и обоснуйте функции срочного рынка.
26. Кто такой хеджер?
27. Какую роль исполняет спекулянт на срочном рынке?
28. Кто такой арбитражер на срочном рынке?

29. Из каких частей состоит премия опциона?
30. Чем отличается фьючерсный контракт от форвардного?
31. Для чего нужна первоначальная (начальная маржа)?
32. Какое назначение имеет вариационная маржа?
33. Чему равно максимальное значение временной стоимости опциона?
34. Перечислите основные направления регулирования финансового рынка.
35. Назовите особенности институциональной модели регулирования финансового рынка.
36. Укажите особенности консолидированной модели регулирования финансового рынка.
37. Перечислите особенности «гибридной» модели регулирования финансового рынка.
38. Какими аспектами характеризуется доступность финансовых услуг?
39. Что означает субброкерская схема обслуживания клиентов на финансовом рынке?
40. Что понимается под финансовой стабильностью рынка?

ГЛАВА 2. КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

2.1. Кредитный рынок, его сущность, характеристики и функции

Эффективное функционирование системы кредитования в значительной мере определяет развитие банковского сектора экономики, рост объемов производства и торговли, удовлетворение потребительских нужд.

Кредит на сегодняшний день является самой востребованной из банковских услуг. Во многом это обуславливается широким целевым диапазоном данного вида кредитования: приобретением недвижимости, автомобилей, бытовой и электронной техники, а также покупкой туристических путевок и оплатой обучения, образования и т. д.

Роль кредита в преодолении нестабильности мировой экономики заключается в том, что он в значительной мере стимулирует эффективность труда, позволяет добиться значительных положительных результатов в повышении уровня жизни населения, ускоряет оборачиваемость денежных средств, а значит, стимулирует банковскую систему, которая способствует развитию реального сектора экономики.

Кредит — это объективная экономическая категория, совокупность экономических отношений, связанных с движением ссудного капитала на условиях срочности, платности, возвратности, обеспеченности и целевого назначения.

Основными принципами кредитования являются срочность, платность и возвратность.

Возвратность предполагает, что переданные в долг ценности в оговоренной заранее форме (кредитном соглашении), чаще всего денежной, будут возвращены продавцу кредита (кредитору). Нарушение принципа возвратности может нанести непоправимый ущерб кредитору, поэтому в современных условиях в кредитных соглашениях принято оговаривать способы страхования кредитного риска.

Кредитное соглашение — письменный договор кредитора и должника при предоставлении-получении кредита, подробно оговаривающий условия срочности, платности и возвратности.

Согласно ст. 819 ГК РФ по кредитному договору банк или иная кредитная организация (кредитор) обязуются предоставить денежные средства (кредит) заемщику в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты на нее. Кредитный договор должен быть заключен в письменной форме. Несоблюдение письменной формы влечет за собой недействительность кредитного договора.

Принцип *платности* кредита означает, что заемщик денег должен внести определенную единовременную плату за пользование кредитом или платить в течение оговоренного срока.

Срочность кредитования — это естественная форма обеспечения возвратности кредита. Она означает, что ссуда должна быть не просто возвращена, а возвращена в строго оговоренный в кредитном соглашении срок. Для этого в кредитном соглашении подробно разрабатывается график погашения кредита и уплаты процентов.

Наряду с основными принципами кредитования важным является *обеспеченность* кредита — дополнительный принцип кредитования, который включается в кредитное соглашение.

С принятием Федерального закона «О банках и банковской деятельности» коммерческие банки получили возможность выдавать своим клиентам кредиты под различные формы его обеспечения.

Наиболее распространенными видами обеспечения ссуд являются:

- материальные ценности, оформленные залоговым обязательством;
- гарантии посредников — платежеспособных юридических и физических лиц (банков и т. п.);
- страховые полисы, оформленные заемщиками в страховой компании по риску непогашения ссуды;
- ликвидные ценные бумаги.

Еще одним дополнительным принципом кредитования является его *целевая направленность*, которая создает условия для соблюдения принципов возвратности и платности ссуд, а также в определенной степени и их срочности. Этот принцип предполагает выдачу ссуды под обозначенную цель ее использования (оговаривается в кредитном соглашении). Целевая направленность ссуды позволяет кредитору однозначно представлять возможности заемщика по возврату ссуды в срок с процентами. Наиболее стабильным считается кредитование на производительные цели, когда вложенные деньги дают реальную отдачу — прибыль.

В практической деятельности рассматривается принцип *дифференцированности* кредита, который означает различный подход к заемщикам в зависимости от их реальных возможностей погасить ссуду.

Принцип *дифференцированного* подхода к заемщикам в зависимости от их реальных возможностей погасить взятый кредит предполагает деление заемщиков на первоклассных и сомнительных. Внутри этих групп обычно применяют более подробную дифференциацию, используя систему кредитных рейтингов. Внутри кредитных рейтингов должники дифференцируются достаточно подробно с учетом целого комплекса критериев.

Кредитный рейтинг — это система дифференциации заемщиков по признаку платежеспособности.

Платежеспособность — способность заемщика погасить кредит в сроки с процентами. Зависит от экономических и социально-политических факторов.

Совокупное применение на практике всех принципов банковского кредитования позволяет соблюсти как общегосударственные интересы, так и интересы обоих субъектов кредитной сделки — банка и заемщика.

В современной практике необходимо остановиться на 5 основных видах и формах кредита (рис. 2.1)

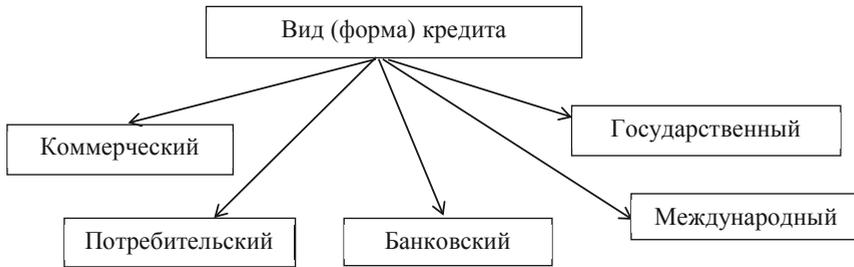


Рис. 2.1. Виды и формы кредита

Коммерческий кредит — это предоставление товара продавцом покупателю с отсрочкой платежа или перечисление аванса со стороны покупателя продавцу. Коммерческий кредит лежит в основе деятельности хозяйствующих субъектов и является неотъемлемой частью сделок на товарных рынках.

Банковский кредит — это предоставление ссуды кредитополучателю кредитным учреждением (банком) на условиях возврата, платы, на срок и на строго оговоренные цели, а также, чаще всего, под гарантии или залог в денежной форме. Получателями банковского кредита могут быть и физические, и юридические лица.

Таким образом, банк — это учреждение, «торгующее» кредитами, формирующимися из денег, мобилизуемых в качестве ресурсной базы банка (вклады, собственные ценные бумаги (сертификаты, векселя), другие депозиты и привлеченные денежные средства).

Банк, предоставляя кредиты, получает прибыль при условии поддержания положительного сальдо соотношения:

$$\text{ссудный процент} \geq \text{депозитный процент.}$$

Таким образом, выгодность ссуд выражается в норме процента, которая представляет собой отношение суммы процента к величине ссудного капитала.

Норма процента — динамичная величина и зависит прежде всего от соотношения спроса и предложения на рынке ссудного капитала, которые, в свою очередь, определяются многими факторами, в частности:

- масштабами производства;
- размерами денежных накоплений, сбережений всех классов и слоев общества;

– соотношением между размерами кредитов, предоставленных государством, и его задолженностью;

- циклическими колебаниями производства;
- его сезонными условиями;
- темпом инфляции (при ее усилении процентные ставки растут);
- государственным регулированием процентных ставок;
- международными факторами (неуравновешенностью платежных балансов, колебаниями валютных курсов, бесконтрольной деятельностью мирового рынка ссудных капиталов и т. д.).

Банковский кредит имеет целый ряд отличительных особенностей:

- участие в кредитной сделке одного из кредитных учреждений;
- широкий спектр участников;
- денежная форма предоставления ссуды;
- широкая вариация сроков ссуды;
- дифференциация условий кредита.

Потребительский кредит как форма (разновидность) кредита связан с кредитованием как банками, так и небанковскими институтами конечного потребителя (населения).

Основные отличительные характеристики потребительского кредита:

- заемщиками выступают физические лица;
- целевое назначение таких ссуд — использование их для удовлетворения конечных потребностей населения.

Потребительский кредит — кредит, предоставляемый непосредственно гражданам (домашним хозяйствам) для приобретения предметов потребления. Такой кредит берут не только для покупки товаров длительного пользования (квартиры, мебель, автомобили и т. п.), но и для прочих покупок (мобильные телефоны, бытовая техника, продукты питания). Он выступает или в форме продажи товаров с отсрочкой платежа, или в форме предоставления банковской ссуды на потребительские цели, таким образом, объектом потребительского кредита могут быть как товары, так и деньги.

Государственный кредит выступает в форме займов государства у населения, юридических лиц, иностранных государств в целях покрытия дефицита государственного бюджета или финансирования государственных расходов.

Международный кредит — это предоставление ссуд в коммерческой или банковской форме кредиторами одной страны заемщикам другой страны. Кредиторами и заемщиками по международному кредитованию выступают государства и юридические лица (банки и финансовые организации).

Все вышеперечисленные виды кредита делятся также по принципу срочности на:

- краткосрочные (от 1 дня до 1 года),
- среднесрочные (от 1 года до 5–10 лет),
- долгосрочные (свыше 5–10 лет).

Кредит, возникая на стадии обмена, выступает формой ссудной сделки, которая должна обеспечивать непрерывность движения стоимости. Движение стоимости является ядром движения кредита.

В процессе обмена различаются два вида сделок:

- сделка ссуды;
- сделка купли-продажи.

Кредит как сделка ссуды характеризует процесс обращения товаров. Сделка ссуды есть особая форма товарного обращения и может быть охарактеризована через противопоставление сделке купли-продажи. Основное различие между ними заключается в том, что при купле-продаже взаимное представление товаров происходит одновременно, при сделке ссуды возврат эквивалента отсрочен.

Сущность и роль кредита в экономике предполагают рассмотрение двух теорий кредита:

- натуралистической;
- капиталотворческой.

Их основные постулаты кратко можно представить следующим образом:

1) объект кредита — натуральные блага, т. е. кредит есть способ перераспределения материальных ценностей, а коммерческие банки — лишь посредники. Кредит не создает реальный капитал — это и есть основа натуралистической теории кредита;

2) кредиту принадлежит решающая роль в экономике, он не вытекает из процесса воспроизводства, кредит приносит прибыль и является производительным капиталом, определяет экономическое развитие общества. В основе такого подхода лежит капиталотворческая теория.

Теория кредита рассматривает кредит как категорию общественно-экономическую, а не технико-юридическую. Изучение кредита со стороны его формально-юридических признаков имеет значение только для понимания кредитной сделки. Поэтому кредит как экономическая категория не может быть охарактеризован специфическими технико-юридическими признаками кредитной сделки.

Следует подчеркнуть, что кредит — категория не только экономическая, но и историческая. Он возникает при определенном развитии производительных сил. Экономические категории, как правило, всеобщие категории исторические. Естественной основой, на которой возникают кредит и кредитные отношения, выступает товарное производство.

Роль кредита в рыночной экономике трудно переоценить. Кредит обеспечивает трансформацию денежного капитала в ссудный капитал и выражает отношения между кредиторами и заемщиками. При его помощи свободные денежные капиталы и доходы предприятий, личного сектора и государства аккумулируются, превращаются в ссудный капитал, который передается за плату во временное пользование.

Капитал физический, в виде средств производства, не может переливаться из одних отраслей в другие. Этот процесс осуществляется обычно в форме дви-

жения денежного капитала. Поэтому кредит в рыночной экономике необходим прежде всего как эластичный механизм перелива капитала из одних отраслей в другие и уравнивания нормы прибыли.

Кредит разрешает противоречие между необходимостью свободного перехода капитала из одних отраслей производства в другие и закрепленностью производственного капитала в определенной натуральной форме. Он позволяет также преодолевать ограниченность индивидуального капитала. В то же время кредит необходим для поддержания непрерывности кругооборота фондов действующих предприятий, обслуживания процесса реализации производственных товаров и услуг.

Ссудный капитал перераспределяется между отраслями, устремляясь с учетом рыночных ориентиров в те сферы, которые обеспечивают получение более высокой прибыли или которым отдается предпочтение в соответствии с общенациональными программами.

Кредит способен оказывать активное воздействие на объем и структуру денежной массы, платежного оборота, скорость обращения денег. Благодаря кредиту происходит более быстрый процесс капитализации прибыли, а следовательно, концентрации производства.

Кредит стимулирует развитие производственных сил, ускоряет формирование источников капитала для расширения воспроизводства на основе достижений научно-технического прогресса. Регулируя доступ заемщиков на рынок ссудных капиталов, предоставляя правительственные гарантии и льготы, государство ориентирует банки на преимущественное кредитование тех предприятий и отраслей, деятельность которых соответствует задачам осуществления общенациональных программ социально экономического развития.

Под влиянием спроса и предложения на кредитном рынке происходит движение специфического товара — ссудного капитала. В связи с этим возникает вопрос о правомерности подмены понятия кредитного рынка термином «рынок ссудных капиталов».

Понятия «ссуда» и «кредит» являются синонимами. На английский язык они переводятся одинаково, как *debt*. Такой подход к определению понятия ссудного капитала указывает на тождественность рынка ссудных капиталов и кредитного рынка. Вместе с тем термин «кредитный рынок» является более точным, т. к. подчеркивает специфический характер отношений, возникающих на данном рынке.

Кредитный рынок является базовым, фундаментальным сегментом финансового рынка наравне с рынком ценных бумаг. Кредитный рынок и рынок ценных бумаг — это конкурирующие между собой рынки по финансированию (кредитованию) хозяйствующих субъектов и экономики страны в целом.

Кредитный рынок связывает между собой противоположные элементы подсистемы, объединяя, с одной стороны, кредиторов, выступающих в роли продавцов ссудного капитала, с другой, — заемщиков, нуждающихся в дополнительных ресурсах.

Кредитные сделки опосредуются, как правило, кредитными институтами (банками и др.), которые берут займы и ссужают деньги, или движением различных долговых обязательств, которые продаются и покупаются на рынке ценных бумаг. Можно сказать и так, что кредитный рынок охватывает не только сферу банковского кредитования, «кредит» присутствует в различных формах на всех видах рынков: на рынке ценных бумаг существует сегмент долговых ценных бумаг, сделки кредитного характера совершаются на валютном рынке, рынке золота и драгоценных металлов.

Следовательно, кредитный рынок предоставляет средства для инвестиций в распоряжение предприятий и именно на нем происходит перемещение денег из тех секторов экономики, где имеется избыток, в те сектора, которые испытывают в них недостаток. На кредитном рынке предприятия берут деньги в долг для финансирования своих инвестиций; иногда предприятия дают деньги займы, но, как правило, производственный сектор больше берет, чем дает.

Поэтому можно сказать, что одна из основных задач кредитного рынка — направлять сбережения населения и свободные средства финансовым посредникам на инвестиции.

Сущность кредитного рынка не зависит от того, какой денежный капитал используется на нем: собственный или чужой, аккумулированный, т. е. не имеет значения, ведет ли банкир свое дело лишь при помощи собственного капитала или только при помощи капитала, депонированного у него.

Кредитный рынок способствует росту производства и товарооборота, движению капиталов внутри страны, трансформации денежных сбережений в капиталовложения, реализации научно-технической революции, обновлению основного капитала. В этом смысле рынок опосредует различные фазы воспроизводства, является своеобразной опорой материальной сферы производства, откуда она черпает дополнительные денежные ресурсы.

Экономическая роль кредитного рынка заключается в его способности объединить мелкие, разрозненные денежные средства в интересах всего капиталистического накопления. Это позволяет рынку активно воздействовать на концентрацию и централизацию производства и капитала.

Важной особенностью кредитного рынка является усиление влияния на процесс интернационализации мирового хозяйства посредством обеспечения миграции капиталов. Кроме того, кредитный рынок играет большую роль в структурной перестройке мировой рыночной экономики, особенно таких промышленно развитых стран, как США, стран Западной Европы и Японии.

Кредитный рынок выполняет важную роль в макроэкономике. В современной рыночной экономике денежный капитал накапливается в основном в виде денежного ссудного капитала. Поэтому накопление денежного капитала важно не само по себе как обособленный процесс, а прежде всего с точки зрения его воздействия на весь ход капиталистического воспроизводства, т. е. в макроэкономическом аспекте. Большая часть денежного капитала формируется за счет

сбережений населения, а их размеры играют значительную роль в образовании общенациональной нормы реального накопления, доли капиталовложений в валовом национальном продукте.

Таким образом, *кредитный рынок* — это совокупность экономических отношений по поводу купли-продажи ссудного капитала в целях обеспечения непрерывности осуществления воспроизводственного процесса, а также удовлетворения потребностей в нем государства и населения.

Если предметом сделок на кредитном рынке является ссудный капитал, то в вопросе ценообразования на кредитном рынке важнейшим показателем служит процентная ставка (ссудный процент). Величина процентной ставки подвержена колебаниям и зависит от цикличности развития экономики (как правило, при спаде они растут, при оживлении, подъеме — уменьшаются), от темпов инфляционного процесса (процентные ставки находятся в прямой зависимости от уровня инфляции), от эффективности инструментов государственного регулирования (ключевая, учетная ставка), от динамики денежных накоплений экономических субъектов.

Исходя из ключевой задачи кредитного рынка — финансирования национальной экономики и хозяйствующих субъектов — проанализируем его функции.

Начать необходимо с функции *аккумуляции (мобилизации)* финансовых (денежных) ресурсов. Речь идет о мобилизации денежных сбережений (накоплений) населения, государства, самих хозяйствующих субъектов.

Выполнение функции аккумуляции денежных ресурсов приведет к решению следующей задачи — перераспределению мобилизованных ресурсов в поисках лучших инвестиций. Таким образом, функция *перераспределения* финансовых ресурсов следует непосредственно за функцией мобилизации денежных ресурсов.

Следующей функцией кредитного рынка является *информационная*. В рыночной экономике доведение до всех участников кредитного рынка информации о кредитных инструментах, их сроках, процентных ставках, условиях обслуживания является обязательным.

Дополнительными функциями кредитного рынка могут быть: стимулирующая, социальная, инвестиционная. Но базовыми останутся первые три функции.

На кредитном рынке ресурсы аккумулируются и трансформируются в ссудный капитал. Это и будет *функциональной* точкой зрения механизма реализации кредитного рынка, в основе которой находятся технологии, правила (нормативно-законодательные акты), регулирующие обращение финансовых инструментов на кредитном рынке.

С *институциональной* точки зрения кредитный рынок — это совокупность кредитно-финансовых организаций и других инфраструктурных институтов, включая государственные регулирующие органы и саморегулируемые организации.

2.2. Банковский кредитный рынок: участники, инструменты и технологии

Коммерческие банки в современных условиях выступают важнейшим элементом экономической системы государства. В процессе деятельности коммерческих банков опосредуется значительная часть денежного оборота в стране, формируются источники капитала для осуществления расширенного воспроизводства через перераспределение временно высвобожденных денежных средств всех его участников. Коммерческие банки способствуют перемещению капитала из тех отраслей национальной экономики, которые наименее конкурентоспособны, в обладающие наиболее высоким уровнем конкурентоспособности.

Формирование устойчивой инфраструктуры кредитных отношений заключается в предварительной работе по анализу эффективности каждого из компонентов и кредитных рисков, локализации лучшей мировой практики предложения кредитных продуктов клиентам. Подобное совершенствование системы кредитных отношений позволяет предоставлять клиентам кредиты по более комфортным кредитным ставкам, снижать риски реализации кредитных проектов, иметь высокое качество кредитного портфеля. Для того чтобы оставаться конкурентоспособными в быстроменяющихся условиях конъюнктуры экономической ситуации, коммерческим банкам необходимо трансформировать стратегические отношения с клиентами, постоянно предлагать новые продукты и банковские услуги. Инфраструктура кредитных отношений, обеспечивающая глобальные конкурентные преимущества банков, складывается из широкого спектрального предложения клиентам кредитных продуктов: овердрафтное кредитование; кредитные линии; финансирование импортных операций по поставке товаров и оборудования; проектное финансирование; лизинг; банковские гарантии; факторинг; форфейтинг; гарантии перед таможенными органами и др.».

Выводя на рынок кредитные продукты и технологии с учетом потребностей клиентов в кредитовании, коммерческие банки обеспечивают гибкость и оперативность принятия решений, осуществляют прямой маркетинг типовых проектов по целевым сегментам и группам кредитования, при этом стремясь снизить ставки по кредитам за счет грамотного управления рисками. В данном случае невысокие затраты на снижение риска позволят сохранить на прежнем уровне или снизить ставки кредита для клиентов, банки же смогут снизить свои резервы за счет менее рискованного подготовленного проекта кредитования. С учетом экономических реалий и прогнозов экспертов вполне очевидно осознание того, что банковскому сектору России необходимы структурные реформы.

На сегодняшний день большинство российских банков декларируют в своей долгосрочной стратегии развития приоритетность кредитования типовых проектов в сфере энергоэффективности. С увеличением повсеместного использования всеми отраслями экономики энергосберегающих технологий отмечается и возросшая привлекательность проектов энергоэффективности для перспектив кре-

дитования коммерческими банками. Данные кредитные продукты предоставляются для реализации проектов по повышению энергоэффективности, а также для проведения мероприятий по обеспечению энергосбережения малого, среднего и крупного бизнеса. Стоит отметить, что кредитование подобных проектов входит в относительно новый перечень услуг, предлагаемый российскими банками, который начинает активно развиваться. В линейке продуктов существенную долю занимают программы кредитования промышленных и сельскохозяйственных предприятий, организаций сферы услуг. Особенность таких проектов состоит в наличии современных технических решений, схем финансирования и согласования интересов всех участников кредитных отношений.

Среди новых тенденций предоставления банковских продуктов отмечается отказ многих клиентов от кредитов в пользу банковских гарантий. По гарантиям банки несут риски в тех же объемах, что и при кредитовании, резервируя суммы по условным обязательствам, сопоставимые с кредитованием. Однако они не требуют дополнительных денежных средств.

В современных условиях масштабные колебания валютных курсов отразились на системе кредитования и внесли существенные корректировки в механизм кредитных отношений. В результате девальвации рубля в 2014 году кредитозаемщикам пришлось выплатить суммы в два и более раз превышающие первоначальные. С подобными проблемами столкнулись и граждане, которые брали кредиты в иностранной валюте, что не могло не сказаться на их личном благосостоянии. Итогом всему стали финансовая несостоятельность в выплате кредитов, лишение заемщиков недвижимости. С увеличением банкротства физических лиц пострадала банковская система в целом. В целях нормализации положения линейки кредитных продуктов для физических лиц — кредитов на потребительские нужды, автокредитов, ипотеки — недостаточно проводить формально закрепленные стандартные процедуры оценки положения заемщиков, важно на всех этапах программ кредитования информировать клиента о возможных рисках, необходимости обязательного страхования, возникающих расходов по оценке недвижимости и др. Основными преимуществами любого банка в данном секторе может стать не только наличие развитой филиальной сети, но и специальных технологий по обслуживанию клиентов, максимально сокращающих затраты времени клиентов на получение кредитов. Необходимо также учитывать реальные риски клиентов, состояние рынка недвижимости, автотранспортных средств, потребительских товаров и услуг.

Достижение поставленных целей возможно посредством:

- расширения деятельности бюро кредитных историй с целью выявления кредитозаемщиков с низкой степенью ответственности;
- разработки новых продуктов и услуг на базе современных интернет-технологий, мобильных приложений, банковских карт;
- внедрения программ эффективного управления денежными средствами кредитозаемщиков.

Главным же стимулом развития инфраструктуры кредитных отношений становятся профессионализм и репутация участников рынка. Поэтому рынок кредитования восстановится на новой операционной базе, будет учитывать влияние кредитуемых проектов на комплексное, сбалансированное развитие отраслей экономики, социальной среды и потребительского сектора.

Банковский сектор на 01.11.2022 образует 361 кредитная организация, в числе которых находятся 327 банков и 34 небанковских кредитных организаций.

Основные участники банковского рынка (25 первых банков по величине активов на 01.08.2021) представлены в табл. 2.1

Таблица 2.1

**Основные участники банковского рынка России
по размеру активов по состоянию на 01.08.2021 г.**

<i>Место</i>	<i>Наименование банка</i>	<i>Размер активов на 01.08.2021, млн руб.</i>	<i>Доля рынка, %</i>
1	ПАО Сбербанк	35 699 206	31,744
2	Банк ВТБ (ПАО)	18 470 417	16,424
3	Банк ГПБ (АО)	7 777 500	6,916
4	НКО НКЦ (АО)	6 140 748	5,460
5	АО «Альфа-Банк»	4 863 154	4,324
6	АО «Россельхозбанк»	3 882 891	3,453
7	ПАО «Промсвязьбанк»	3 353 332	2,982
8	ПАО «Московский кредитный банк»	3 166 543	2,816
9	ПАО Банк «ФК Открытие»	2 893 919	2,573
10	ПАО «Совкомбанк»	1 735 786	1,543
11	АО «Райффайзенбанк»	1 492 057	1,327
12	ПАО «Росбанк»	1 411 322	1,255
13	АО «ЮниКредит Банк»	1 190 645	1,059
14	АО «АБ «Россия»	1 091 129	0,970
15	Банк «ВБРР» (АО)	1 015 564	0,903
16	АО «Тинькофф Банк»	943 343	0,839
17	ПАО «Банк «Санкт-Петербург»	735 685	0,654
18	АО КБ «Ситибанк»	706 547	0,628
19	АО «Банк ДОМ.РФ»	664 347	0,591
20	ПАО «АК БАРС» Банк	617 567	0,549
21	АО «СМП Банк»	614 765	0,547
22	АО АКБ «Новикомбанк»	561 865	0,500
23	ПАО «Банк Уралсиб»	549 794	0,489
24	АО «Почта Банк»	460 139	0,409
25	АО «БМ-Банк»	458 421	0,408

На первые пять банков приходится 65 % активов банковской системы России.

Кредитный портфель банковского сектора России представлен в табл. 2.2.

Таблица 2.2

Кредитный портфель банковского сектора России, млрд руб.

№ п. п.	Показатели	Рубли			Валюта		
		01.01.20	01.01.21	01.09.21	01.01.20	01.01.21	01.09.21
1	Кредиты, приобретенные права требования и прочие размещенные средства	49 247,8	55 215,6	61 663,3	9 930,1	12 379,6	11 993,1
	в том числе: просроченная задолженность	3 169,2	3 615,1	3 537,2	352,2	478,6	374,3
1.1	Корпоративные кредиты	29 742,6	33 136,6	37 564,5	9 261,1	11 623,6	11 782,1
1.2	Государственные структуры	820,0	806,9	443,5	0,1	0,1	0,1
1.3	Физические лица	17 568,2	19 949,6	23 556,1	82,6	94,1	78,9
1.4	Приобретенные права требования (без учета просроченной задолженности)	1 006,7	1 233,7	–	482,4	524,6	–
1.5	Прочее	110,4	88,9	99,2	104,0	137,1	131,9

Наблюдается рост практически всех рублевых показателей, кроме кредитов государственным структурам.

Рассмотрим кредиты в разрезе групп срочности. По корпоративным клиентам данные представлены в табл. 2.3.

Таблица 2.3

Кредитный портфель российских банков в разрезе групп срочности по корпоративным клиентам, млрд руб.

Показатели	01.01.19	01.01.20	01.01.21	01.09.21
Кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные корпоративным клиентам — всего	38 011	39 004	44 760	49 347
в том числе:				
на срок до 30 дней	2 982	2 899	3 049	4 914
на срок от 31 до 90 дней	874	1 048	1 079	1 055
на срок от 91 до 180 дней	1 255	1 546	1 971	2 173
на срок от 181 дней до 1 года	3 460	3 343	4 208	4 419
на срок от 1 года до 3 лет	6 856	6 928	8 015	8 622
на срок свыше 3 лет	20 415	20 483	23 278	25 259
просроченная задолженность	2 171	2 757	3 161	2 905

Из таблицы 2.3 видно, что наибольшую долю занимают кредиты на срок свыше 3 лет, следующим сегментом выступают кредиты на срок от одного года до 3-х лет.

В таблице 2.4 представлены кредиты физическим лицам в разрезе групп срочности.

Таблица 2.4

**Кредитный портфель российских банков в разрезе групп срочности
по клиентам-физическим лицам, млрд руб.**

<i>Показатели</i>	<i>1.01.19</i>	<i>1.01.20</i>	<i>1.01.21</i>	<i>1.09.21</i>
Кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные физическим лицам — всего	14901	17651	20044	23635
в том числе:				
на срок до 30 дней	1313	1597	1623	2249
на срок от 31 до 90 дней	3	1	1	1
на срок от 91 до 180 дней	4	5	3	4
на срок от 181 дней до 1 года	132	130	119	126
на срок от 1 года до 3 лет	1287	1340	1117	1123
на срок свыше 3 лет	11387	13798	16236	19112
прочие средства	16	14	12	14
просроченная задолженность	760	765	932	1006

По кредитам физическим лицам ситуация аналогичная, как и по корпоративным клиентам, по преобладающему сроку кредитования — более 3-х лет. Вместе с тем следует отметить, что на второй позиции у физических лиц стоят сверхкороткие кредиты на срок до 30 дней.

Последнее породило новые формы банковского кредитования: лизинг, факторинг и форфейтинг.

Лизинг — это соглашение о долгосрочной аренде движимого и недвижимого дорогостоящего имущества. Кредитные отношения в лизинговой сделке возникают между лизингодателем, которым может быть банк или финансовая компания, и лизингополучателем — фирмой, использующей объекты лизинга в своей деятельности. Лизинг — это сочетание кредита с арендой. Лизинг всегда обслуживается долгосрочным кредитом, который гасится денежным либо компенсационным платежом (товарами, произведенными на арендованном оборудовании).

Факторинг в классическом понимании — финансирование под уступку права денежного требования. Другими словами, это посредническая операция кредитного учреждения по взысканию денежных средств с должников своего клиента и, если смотреть шире, управление его долговыми требованиями. Факторинг — удобный инструмент для быстрого увеличения оборотного капитала и повышения стабильности компании.

На практике применяются два вида факторинга:

– конвенционный факторинг — универсальная система финансового обслуживания клиентов, включающая бухгалтерский учет, расчеты с поставщиками и покупателями, страховое кредитование, представительство и т. д.;

– конфиденциальный факторинг — ограничивается выполнением только некоторых операций: уступка права на получение денег, оплата долгов и т. п.

Форфейтинг — операция по приобретению финансовым агентом (форфейтором) коммерческого обязательства заемщика (покупателя, импортера) перед кредитором (продавцом, экспортером). Данная операция является специфической формой кредитования торговых операций.

Форфейтинговыми ценными бумагами являются простой и переводной вексели. В отличие от традиционного учета векселей форфейтинг применяется при поставках оборудования на крупные суммы от шести месяцев до десяти лет во внешнеэкономических сделках, превращая экспортную сделку с отсрочкой платежа в наличную и кредитуя дебиторскую задолженность других стран, в которых невозможно получить государственные экспортные кредиты или гарантии по ним. Форфейтинг используется и при отказе экспортера предоставлять долгосрочный кредит некоторым странам.

Форфейтинг, таким образом, дает возможность мелким и средним предприятиям заключать сделки, превышающие их финансовые возможности, поскольку они могут постепенно продавать свои долгосрочные требования за наличные.

2.3. Инфраструктурные институты кредитного рынка

Очевидно, что для устойчивого функционирования кредитного рынка необходима инфраструктура, которая обеспечивала бы нормальное взаимодействие между имеющими свободные денежные ресурсы и нуждающимися в них. Такая инфраструктура, состоящая из совокупности кредитно-финансовых учреждений, аккумулирующих свободные денежные средства и предоставляющая затем их в ссуду, представлена банками и другими кредитно-финансовыми учреждениями.

Банки концентрируют основную часть кредитных ресурсов, осуществляя в широком диапазоне банковские операции и предоставляя финансовые услуги. Функции банков достаточно широки и не ограничиваются только посредничеством между владельцами капитала и заемщиками.

В широком смысле слова участниками кредитных отношений являются все, начиная от государства и заканчивая гражданами. При этом также все являются как кредиторами, так и заемщиками. В самом деле, вкладывая деньги в банк, гражданин является кредитором, так как предоставляет свои средства во временное пользование, а получая ссуду, например, на приобретение автомобиля, земельного участка и т. д., является заемщиком. Государство, размещая ценные бумаги на рынке, является заемщиком, а предоставляя кредит коммерческим банкам, — кредитором. Таким образом, круг участников кредитного рынка очень широк и включает в себя хозяйствующих субъектов, население и государство.

2.3.1. Бюро кредитных историй

Кредитная история — это документ, который характеризует платежную дисциплину человека или организации.

Бюро кредитных историй (далее — БКИ) — компания, которая формирует, обрабатывает и хранит кредитные истории людей, в то или иное время имевших кредитно-финансовые отношения с банками, ломбардами, микрофинансовыми организациями (МФО), кредитными союзами, операторами инвестиционных платформ. Деятельность БКИ базируется на предоставлении удобных кредитных отчетов, по которым можно следить о благонадежности того или иного заемщика.

С принятием Федерального закона от 30.12.2004 № 218-ФЗ «О кредитных историях» в России появились бюро кредитных историй. Настоящим законом регулируются отношения между Центральным банком Российской Федерации, Центральным каталогом кредитных историй, бюро кредитных историй, функционирующими в стране, заемщиками, кредиторами и иными лицами. За прошедший после принятия закона период времени в него были внесены изменения и дополнения, которые оказали существенное влияние на дальнейшее развитие бюро кредитных историй.

Порядок внесения сведений о юридическом лице в реестр, а также требования к финансовому положению и деловой репутации участников бюро кредитных историй установлены Положением Банка России от 28.12.2014 г. № 452-П «О порядке ведения Банком России государственного реестра бюро кредитных историй и требованиях к финансовому положению и деловой репутации участников бюро кредитных историй».

Статья 3 Федерального закона «О кредитных историях» дала следующие определения используемых терминов:

- кредитная история — информация, состав которой определен Федеральным законом и которая хранится в бюро кредитных историй;
- бюро кредитных историй — юридическое лицо, зарегистрированное в соответствии с законодательством Российской Федерации, являющееся коммерческой организацией и оказывающее в соответствии с Федеральным законом услуги по формированию, обработке и хранению кредитных историй, а также по предоставлению кредитных отчетов и сопутствующих услуг.

Кредитная история субъекта кредитной истории — физического лица — состоит из следующих частей:

- 1) титульной;
- 2) основной;
- 3) дополнительной (закрытой);
- 4) информационной.

Кредитная история субъекта кредитной истории — юридического лица — состоит из частей:

- 1) титульной;
- 2) основной;
- 3) дополнительной (закрытой).

Кредитные истории и юридических, и физических лиц включают информацию об их кредитах с суммами и сроками их погашения, сведениями о теку-

щей и просроченной задолженности, одним словом, — платежной дисциплине, процедурах банкротства. Эта информация передается только с согласия субъекта кредитной истории.

Информационная часть содержит сведения о выданных займах или отказах в их предоставлении, о договорах поручительства, а также о просрочке в выплате кредита (пропуск двух и более платежей подряд в течение 120 дней).

БКИ — всегда коммерческая (созданная для получения прибыли) организация. Основной вид деятельности — услуги, связанные с кредитными историями. Услуги включают формирование, обработку, хранение и предоставление отчетов по запросам пользователей. Сопутствующие услуги также связываются с кредитными историями. Например, это может быть создание индивидуального рейтинга заемщика (скоринг), ассоциаций и т. п.

К *функциям* бюро кредитных историй можно отнести:

- хранение кредитных историй пользователей;
- защиту данных, содержащихся в кредитных историях;
- формирование отчетов в Центральном каталоге кредитных историй по запросу пользователей и субъектов кредитных историй;
- редактирование кредитных историй в соответствии с полученными изменениями.

Для осуществления деятельности БКИ должно иметь лицензию.

В России создан государственный реестр бюро кредитных историй. Перечень таких организаций размещен на сайте <https://cbr.ru/ckki/restr/c> адресами, телефонами и электронными адресами. Именно Банк России ведет государственный реестр таких организаций, устанавливает требования к финансовому положению, деловой репутации, осуществляет проверки деятельности.

Формирование кредитной истории относится к компетенции БКИ. Поставщиком информации является кредитор (займодавец). Следует подчеркнуть, что предоставление информации — это обязанность кредитора, а не его право.

Необходимо также отметить, что возмездный характер договора информационных услуг БКИ прямо законом не предусмотрен. Однако исходя из того, что данный институт является коммерческой специализированной организацией, на практике договор с ней всегда платный. Каждое БКИ утверждает свои тарифы на оказание услуг.

Субъект кредитной истории может ознакомиться с информацией о себе. Для этого он направляет запрос в бюро кредитных историй, причем в каждое, которое хранит информацию о субъекте.

БКИ обеспечивает хранение кредитной истории в течение 10 лет со дня последнего изменения информации, содержащейся в кредитной истории (например, изменения паспортных данных и т. д.). По истечении указанного срока кредитная история аннулируется (исключается из числа кредитных историй, хранящихся в соответствующем бюро кредитных историй). Если по истечении 10 лет заемщик заключит договор займа (кредита), то его кредитная история будет формироваться заново.

Названный 10-летний срок значительно превышает как общий срок исковой давности, равный трем годам (ст. 196 ГК РФ), так и срок исковой давности о применении последствий недействительности ничтожной сделки, который составляет также три года со дня, когда началось ее исполнение (п. 1 ст. 181 ГК РФ), и корреспондирует аналогичному по продолжительности сроку временного хранения документов Архивного фонда РФ до их поступления в государственные и муниципальные архивы, установленному ст. 22 Федерального закона ФЗ «Об архивном деле в Российской Федерации» от 22 ноября 2004 г. № 125-ФЗ.

Центральный каталог кредитных историй обеспечивает хранение информации о бюро кредитных историй, в котором сформирована кредитная история субъекта кредитной истории, до получения сообщения от бюро кредитных историй об аннулировании кредитной истории субъекта кредитной истории. В случае объявления повторных торгов несостоявшимися при ликвидации бюро кредитных историй кредитные истории передаются организатором торгов на хранение в Центральный каталог, который обеспечивает хранение переданных ему кредитных историй до передачи их в бюро кредитных историй, но не более пяти лет со дня передачи ему таких кредитных историй. По истечении указанного срока соответствующие кредитные истории аннулируются. Бюро кредитных историй обеспечивает защиту информации при ее обработке, хранении и передаче сертифицированными средствами защиты в соответствии с законодательством Российской Федерации. Бюро кредитных историй, его должностные лица несут ответственность за неправомерное разглашение и незаконное использование получаемой информации в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации.

Совокупность информации, полученной бюро кредитных историй, является ограниченно оборотоспособным объектом. Под оборотоспособностью объектов гражданских прав понимают допустимость совершения сделок и иных действий, направленных на их передачу в рамках гражданско-правовых отношений. По критерию оборотоспособности все объекты гражданских прав делятся на три группы:

- находящиеся в свободном обороте;
- ограниченные в обороте;
- изъятые из оборота.

Объектами, ограниченными в обороте (ограниченно оборотоспособными), являются объекты гражданских прав, которые могут принадлежать лишь к определенным участникам оборота, либо нахождение их в обороте допускается по специальному разрешению (п. 2 ст. 129 ГК РФ). Ограниченная оборотоспособность информации, составляющей кредитную историю, проявляется в том, что ее владельцем может быть только специальный субъект — Бюро кредитных историй, — включенный в государственный реестр бюро кредитных историй.

Контроль и надзор за деятельностью бюро кредитных историй осуществляются Банком России.

Согласно статье 14 ФЗ № 218 Банк России осуществляет следующие функции:

1) ведет государственный реестр бюро кредитных историй в порядке, определяемом Банком России;

– устанавливает форму и требования к выписке из государственного реестра бюро кредитных историй, к порядку и срокам представления выписок из государственного реестра бюро кредитных историй. При этом срок представления выписок из государственного реестра бюро кредитных историй не может быть более чем 10 рабочих дней со дня получения Банком России соответствующего запроса;

2) устанавливает требования к финансовому положению и деловой репутации акционеров (участников) бюро кредитных историй и лиц, под контролем или значительным влиянием которых находятся акционеры (участники) бюро кредитных историй, определенных нормативными актами Банка России. В целях настоящего Федерального закона контроль и значительное влияние определяются в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности, признанными на территории Российской Федерации;

3) проводит, в том числе по месту нахождения бюро кредитных историй, проверки соблюдения бюро кредитных историй требований настоящего Федерального закона в порядке, определяемом Банком России, в том числе в случае обнаружения признаков соответствующих нарушений, а также в случае наличия письменных обращений субъектов кредитных историй, источников формирования кредитных историй, бюро кредитных историй с мотивированным обоснованием и приложением документов (их копий), содержащих подтверждение наличия признаков нарушений. При этом предметом проверок являются в том числе качество предоставляемых бюро кредитных историй услуг, включая точность и достоверность информации, соблюдение прав участников информационного обмена, соблюдение требований настоящего Федерального закона;

4) направляет в бюро кредитных историй обязательные для исполнения предписания об устранении выявленных в их деятельности нарушений;

– направляет рекомендации о снижении уровня рисков, выявленных в деятельности бюро кредитных историй;

5) осуществляет иные функции, предусмотренные законодательством Российской Федерации.

Решения Банка России могут быть обжалованы бюро кредитных историй в судебном порядке.

По состоянию на 03.09.2021 г. в России действует 8 БКИ.

Динамика количества Бюро кредитных историй представлена на рис. 2.2.

Перечень БКИ представлен в табл. 2.5.

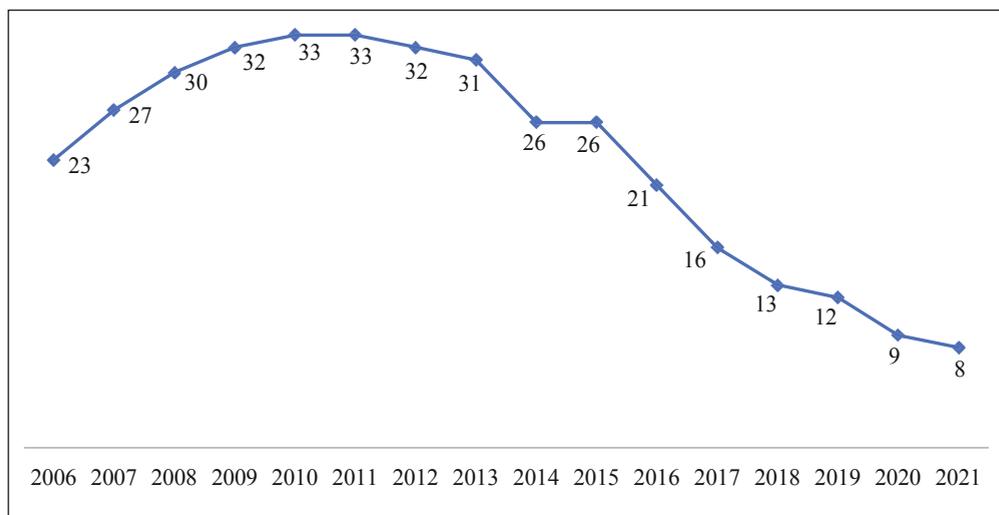


Рис. 2.2. Динамика количества БКИ в России:

—◆— количество БКИ

Таблица 2.5

Перечень БКИ в Российской Федерации на 03.09.2021 г.

<i>Номер бюро кредитных историй в государственном реестре бюро кредитных историй</i>	<i>Полное фирменное наименование бюро кредитных историй</i>	<i>Сокращенное фирменное наименование бюро кредитных историй</i>	<i>Дата признания Банком России бюро кредитных историй квалифицированным (при наличии)</i>	<i>Адрес (место нахождения) бюро кредитных историй</i>
077-00003-002	Акционерное общество «Национальное бюро кредитных историй»	АО «НБКИ»	11.05.2021	121069, г. Москва, Скатертный пер., д. 20, стр. 1
077-00009-002	Акционерное общество «Объединенное Кредитное Бюро»	АО «ОКБ»	10.06.2021	115184, г. Москва, ул. Большая Татарская, д. 9, этаж 4, помещение 51
077-00010-002	Общество с ограниченной ответственностью «Кредитное Бюро Русский Стандарт»	ООО «Кредитное Бюро Русский Стандарт»	—	105318, г. Москва, Семеновская площадь, д. 7, корп. 1
078-00012-002	Общество с ограниченной ответственностью «Бюро кредитных историй «Эквивафакс»	ООО «БКИ «Эквивафакс»	03.06.2021	129090, г. Москва, ул. Каланчевская, д. 16, стр. 1

Окончание табл. 2.5

<i>Номер бюро кредитных историй в государственном реестре бюро кредитных историй</i>	<i>Полное фирменное наименование бюро кредитных историй</i>	<i>Сокращенное фирменное наименование бюро кредитных историй</i>	<i>Дата признания Банком России бюро кредитных историй квалифицированным (при наличии)</i>	<i>Адрес (место нахождения) бюро кредитных историй</i>
078-00029-002	Общество с ограниченной ответственностью «Восточно-Европейское бюро кредитных историй»	ООО «ВЕБКИ»	–	191002, г. Санкт-Петербург, ул. Рубинштейна, д. 15–17, оф. 103.
077-00030-002	Общество с ограниченной ответственностью «Столичное Кредитное Бюро»	ООО «СКБ»	–	115533, г. Москва, пр. Андропова, д. 22, оф. 51
034-00033-002	Общество с ограниченной ответственностью «Межрегиональное Бюро кредитных историй «Кредо»	ООО «МБКИ «КРЕДО»	–	403870, Волгоградская область, г. Камышин, 8 мкр., д. 4
084-00034-002	Общество с ограниченной ответственностью «Красноярское Бюро кредитных историй»	ООО «Красноярское БКИ»	–	660049, г. Красноярск, ул. Конституции СССР, д. 17, оф. 183

Федеральный закон вводит понятие «квалифицированное бюро кредитных историй» (далее — КБКИ). С 1 января 2021 года существующие бюро разделяются на две группы: квалифицированные и остальные. К первой группе предъявляются повышенные требования по непрерывности деятельности, защите информации, финансовой устойчивости.

КБКИ будут оказывать дополнительные услуги по предоставлению кредитным организациям сведений о среднемесячных платежах граждан. Иными словами, КБКИ будут оперативно передавать банкам сведения для расчета показателя долговой нагрузки гражданина, обратившегося за кредитом. На сегодняшний день у БКИ есть пять дней на представление банку сведений о заемщике, с момента вступления изменений в силу срок предоставления такой информации сократится до двух дней.

Бюро кредитных историй признается квалифицированным в случае его ответственности следующим критериям:

1) соблюдение установленных Банком России требований к программно-техническим средствам и сетевым коммуникациям квалифицированных бюро кредитных историй, в том числе к их территориальному расположению;

2) минимальный размер собственных средств бюро кредитных историй, методика определения которых устанавливается Банком России, должен составлять не менее 100 млн рублей;

3) наличие в бюро кредитных историй сведений в отношении не менее 30 млн субъектов кредитных историй.

В целях реализации положений Федерального закона от 01.05.2019 № 77-ФЗ «О внесении изменений в ст. 4 Федерального закона «О кредитных историях» (далее — Федеральный закон № 77-ФЗ), согласно которым с 29 октября 2019 года у источников формирования кредитных историй возникает обязанность присвоения уникальных идентификаторов договора (сделки) для каждого из договоров займа (кредита), а также иного договора или обязательства, издано Указание Банка России от 09.09.2019 № 5251-У «О правилах присвоения уникального идентификатора договора (сделки), по обязательствам из которого (из которой) формируется кредитная история», зарегистрированное Министерством юстиции Российской Федерации 30.10.2019 № 56361 (далее — Указание № 5251-У).

С 1 октября 2019 года по кредитной истории рассчитывается показатель долгой нагрузки (ПДН) для физических лиц. Если этот показатель у гражданина слишком высок, т. е. его платежи по кредитам «съедают» слишком большую часть его дохода, то банк может отказать в выдаче нового займа. При этом совокупные долговые обязательства заемщика, т. е. числитель в формуле для расчета ПДН, рассчитываются на основе сведений из кредитной истории.

Персональный кредитный рейтинг (ПКР), или скоринговый балл, или показатель финансового здоровья — формируется на основании всех записей кредитной истории. Он демонстрирует шансы заявителя оформить кредит или ипотеку в банке. По нему финансовые учреждения судят о добросовестности заемщика.

Кредитный рейтинг формируется на основе:

- добросовестности исполнения обязательств перед кредиторами, т. е. своевременного погашения кредитов;
- диверсификации кредитов. Использование разных видов кредитов, даже многократное, позитивно сказывается на рейтинге, тогда как чрезмерное количество однотипных займов — негативно;
- продолжительности кредитной истории. Этот показатель отражает опыт заемщика в кредитовании;
- временного промежутка с момента обновления кредитной истории — свежие записи сильнее влияют на персональный кредитный рейтинг, чем старые.

Министерство финансов РФ намерено в ближайшем будущем использовать созданный БКИ реестр кредитных историй для внедрения реестра движимого заложенного имущества. Если законопроект будет внедрен, можно будет легко уточнить, находится ли приобретаемый у третьего лица автомобиль в заложенном имуществе. Наличие реестра движимого имущества позволит банкам и другим финансово-кредитным компаниям избежать ситуаций, когда заемщик закладывает одно и то же имущество сразу в нескольких организациях.

2.3.2. Кредитный брокер

Рынок кредитного посредничества, или брокериджа, возник в мировой финансовой индустрии относительно недавно, примерно в середине 80-х годов XX века, когда в Америке и Европе стал зарождаться кредитный бум, затронувший практически все сферы экономики и потребительского рынка (так называемая политика кредитного расширения, или «рейганомика»).

На сегодняшний день по данным аналитических агентств, таких как Bloomberg, в странах с развитыми финансовыми рынками — США, Великобритании, Австралии, Новой Зеландии, Испании, Франции, Канады, Японии и Сингапуре — кредитные брокеры являются наиболее востребованными посредниками большинства банковских продуктов для заемщиков. В Европе кредитных брокеров насчитывается около 400 тыс. с занимаемой долей рынка в 30–40%, в США — 1300 тыс. с долей рынка более 75%. При этом за рубежом на 1 млн человек приходится в среднем 900 брокеров, тогда как в России — только 2. Таким образом, можно с уверенностью утверждать, что рынок услуг кредитных брокеров в России находится в самой начальной фазе. Действительно, примерным периодом начала выхода на российский кредитный рынок профессиональных посредников, помогающим клиентам в получении кредита, является 2007–2008 гг., перед началом финансового кризиса. Ввиду объективных причин старт рынка кредитного брокериджа в России стал развиваться только с начала 2011 г., когда Правительством РФ были приняты программы по стимулированию как потребительского кредитования, так и ипотечных займов, вплоть до частичной компенсации ставок кредита.

Данный период характеризовался государственной политикой снижения кредитных ставок как для корпоративных клиентов, так и для граждан, в этих условиях обеспечивался и спрос на услуги кредитных брокеров. По результатам опросов, проведенных среди россиян в 2018 г., намеревающихся получить кредит, почти 60% граждан страны готовы воспользоваться услугами кредитных брокеров.

Кредитные брокеры помогут:

- составить список банков по критериям клиента, например, с невысокими ставками по ипотеке и большой сетью банкоматов, в которых можно вносить платежи без комиссии;
- помочь собрать пакет документов для кредита;
- разослать заявление клиента по нескольким банкам;
- исходя из собственного опыта рассказать, в каких организациях вероятность получить кредит выше, а какие кредиторы тщательно проверяют платежеспособность заемщиков.

Таким образом, кредитный брокер — посредник между банками и заемщиками в процессе осуществления операций кредитования физических и юридических лиц. Но проблема заключается в том, что понятие «кредитный брокер» в законодательстве отсутствует. Работу кредитных брокеров никто не регламентирует и не контролирует.

В этой связи следует подчеркнуть, что кредитные брокеры не могут:

- гарантировать, что клиент получит кредит;
- обещать определенную процентную ставку;
- внести какие-либо изменения кредитную историю клиента, например, чтобы улучшить ее.

Пока законодательство не регулирует данный вопрос, отличить квалифицированного брокера от фиктивного поможет наличие членства в Ассоциации кредитных брокеров (АКБР). АКБР — это профессиональное объединение кредитных брокеров. Проверить, является ли брокерская организация членом АКБР, можно на официальном сайте ассоциации. Декларируемая цель АКБР — это поддержка и развитие цивилизованного рынка кредитного брокериджа в России. Ассоциация устанавливает единые нормы, правила и методы работы на рынке финансовых услуг между брокером и клиентом, занимается профессиональным обучением специалистов.

Основное направление деятельности кредитных брокеров — помощь в получении кредитных продуктов — кредитов по ипотеке, займов, автокредитов, кредитных карт, а также услуг в области рефинансирования. Результатом данного вида профессиональной деятельности является осуществление реальной кредитной сделки на оптимальных для заемщика условиях благодаря посреднической деятельности кредитного брокера между кредитными организациями и заемщиком.

Вместе с тем следует подчеркнуть, что кредитный брокеридж входит в профессиональный стандарт и имеет описание трудовых функций (функциональная карта вида профессиональной деятельности). Перечислим обобщенные трудовые и трудовые функции кредитного брокера:

<i>Обобщенные трудовые функции</i>	<i>Трудовые функции</i>
Организация взаимодействия заемщиков и поставщиков кредитных услуг	Мониторинг конъюнктуры рынка кредитных продуктов
	Привлечение сторон по сделке кредитования
	Организация работ по оформлению сделок кредитования
Консультационное сопровождение сделок	Анализ и проверка финансового положения заемщика
	Консультирование заемщика
	Правовое сопровождение заемщика на этапе возникновения задолженности
Управление процессом предоставления услуг по кредитному брокериджу	Стандартизация бизнес-процессов
	Создание организационной структуры по обеспечению кредитного брокериджа
	Организация аппаратно-информационного обеспечения деятельности кредитных брокеров

На основе приведенных трудовых функций брокера проанализируем трудовые особенности каждой функции.

Мониторинг конъюнктуры рынка кредитных продуктов предполагает:

- сбор информации о рынке кредитных продуктов для физических и юридических лиц, информации по спросу и предложению кредитных продуктов;
- сбор информации о кредитных организациях, условиях кредитования, требованиях к заемщику и залоговому имуществу;
- составление паспортов кредитных продуктов;
- оценку качества, достаточности и надежности информации по контрагентам;
- составление аналитических заключений, рейтингов, прогнозов с целью предотвращения сделок с недобросовестными партнерами;
- выявление наиболее перспективных, востребованных продуктов на основе оценки описанного в паспорте кредитного продукта характеристик;
- выявление целевой аудитории заемщиков, потенциально заинтересованных в кредитовании;
- выявление факторов социальной и мошеннической дефолтности;
- мониторинг нормативных правовых актов в части регулирования рынка кредитования;
- составление аналитических обзоров и отчетности на основе имеющихся данных;
- анализ спроса и предложения движимого и недвижимого имущества и т. д.

Привлечение сторон по сделке кредитования предполагает:

- самостоятельный поиск и привлечение новых клиентов целевого сегмента на основе личных контактов и контактов из централизованной базы потенциальных клиентов;
- организацию и проведение встреч в офисах клиентов;
- публичные презентации программам кредитования для потенциальных клиентов;
- проведение телефонных переговоров с потенциальными контрагентами;
- проведение личных переговоров с представителями кредитного учреждения;
- предварительное согласование о возможности кредитования заемщика;
- обслуживание запросов клиентов, самостоятельно обратившихся за консультацией по кредитным продуктам;
- проведение встреч с клиентами;
- обсуждение, определение условий сотрудничества;
- обеспечение двусторонней связи с заемщиками, кредитными организациями и партнерами;
- оценку финансовых возможностей клиента и т. д.

Организация работ по оформлению сделок кредитования предполагает:

- проверку документов, участвующих в кредитных операциях;
- анализ предоставляемой контрагентами (заемщиками, залогодателями, поручителями, гарантами, бенефициарами) информации (за исключением финансовой отчетности), предусмотренной условиями кредитной, гарантийной и обеспечительной документации и необходимой для решения вопроса о кредитовании;

– оформление изменений и дополнений в кредитной, гарантийной и обеспечительной документации с контрагентами (заемщиками, залогодателями, поручителями, гарантами, бенефициарами, принципалами) на основании решений банка в случае изменения условий заключенных договоров;

– проверку досье клиентов на предмет комплектности согласно внутренним нормативным документам банка, сохранность и обеспечение конфиденциальности информации, хранящейся в них и т. д.

Анализ финансового положения заемщика предполагает:

- проведение визуального андеррайтинга;
- фотографирование объекта залога;
- проверку документов на подлинность;
- получение согласия на обработку персональных данных;
- формирование запроса в бюро кредитных историй;
- проверку кредитной истории клиента и других участников сделки;
- оценку заемщика в рамках кредитного скоринга и т. д.

Консультирование заемщика предполагает:

– информирование потенциальных клиентов о требованиях, предъявляемых банком к потенциальным заемщикам, предмету залога и условиях предоставления и погашения кредитов;

– информирование заемщика о решении банка и окончательных условиях кредитования;

– разъяснение существенных условий кредитного договора;

– анализ полученных из банка (банков) решений по поданным на рассмотрение заявкам и т. д.

Правовое сопровождение заемщика на этапе возникновения задолженности предполагает:

– привлечение специалистов в области кредитования и правовой защиты;

– консультирование контрагентов по вопросам, относящимся к компетенции деятельности кредитного брокера;

– планирование мероприятий, направленных на повышение качества правовой и экономической защиты заемщика;

– осуществление поиска альтернативных вариантов урегулирования споров на досудебной стадии и т. д.

Стандартизация бизнес-процессов предполагает:

– планирование и организацию мероприятий в области стандартизации бизнес-процессов;

– руководство разработкой корпоративных регламентов;

– подготовку методик по оценке платежеспособности и кредитоспособности заемщика;

– согласование позиций и выработку единых подходов по вопросам регламентации процесса брокериджа совместно с другими подразделениями организации;

– координацию деятельности подразделений организации по вопросам, связанным с услугами кредитного брокера;

– формирование требований к методическому обеспечению работы кредитного брокера и т. д.

Создание организационной структуры по обеспечению кредитного брокериджа предполагает:

– планирование организационной структуры и направлений деятельности подразделения;

– организацию и контроль деятельности подразделения по кредитному брокериджу;

– определение требований к персоналу подразделения по кредитному брокериджу и т. д.

Организация аппаратно-информационного обеспечения деятельности кредитных брокеров предполагает:

– установление требований к организации аппаратно-информационного обеспечения работы кредитного брокера;

– функционированию аппаратно-информационного обеспечения;

– качеству и объемам закупок услуг поставщиков для обеспечения процесса кредитного брокериджа (базы данных, информационные системы, специализированные средства, консультационные услуги) и т. д.

Стоимость оплаты услуг кредитных брокеров зависит от ценовой политики компании. Отсутствие законодательных регулятивных норм делает затруднительным формирование какого-либо примерного прайс-листа. Форма оплаты — прерогатива компании.

На рынке используются следующие формы выплаты вознаграждения брокерам:

– процент от суммы кредита — 5–20 %;

– фиксированная стоимость за услуги.

Различается и порядок внесения оплаты. Одни компании работают по принципу оплаты за результат: клиент получает на руки сумму, после чего выплачивает брокеру процент. Другая часть предпочитает работать с предоплатой в размере до 10 % от предполагаемого вознаграждения.

Если клиент заинтересован в получении 1 млн руб., то 5 % от этой суммы составят 50 тыс. руб. — сумма, которую клиент обязуется уплатить в случае заключения кредитного договора с банком. Если брокер работает с предоплатой, то от суммы конечного вознаграждения нужно уплатить 5 тыс. руб. (10 % от 50 тыс. руб.). Как правило, предоплата не возвращается клиенту, если банк вынесет отрицательное решение по заявке.

Отзывы о кредитных брокерах крайне противоречивы. Часть граждан отмечает, что компания-посредник за умеренную плату помогла получить кредит в максимально сжатые сроки. Другие указывают на недостаточно понятные схемы работы брокеров, которые гарантируют помощь в получении кредита

всем желающим: при наличии просрочек, с плохой кредитной историей, безработным, пенсионерам, студентам, мамам в декрете и даже иностранным гражданам.

Целевая аудитория брокеров — физические и юридические лица, испытывающие трудности с получением кредитных средств. В противном случае потенциальному заемщику незачем обращаться к посреднику, платить за его услуги, если оформление можно успешно завершить самостоятельно.

Обращение к кредитному брокеру объяснимо в следующих случаях:

- нет времени на поиск подходящего банка, МФО;
- нет возможности заниматься сбором документов — в большей степени по ипотечным договорам;
- нужна информация по наиболее выгодным продуктам и услугам кредитных организаций — подбор продукта.

В этих направлениях кредитные брокеры могут быть полезны. Так называемые «ипотечные сделки под ключ» подразумевают полный комплекс мероприятий по оформлению кредита вплоть до подачи пакета документов в банк. На принятие решения банком посредники не влияют и влиять не могут.

Работа посредников основывается на партнерстве с определенным количеством кредитных организаций. За каждого приведенного платежеспособного клиента банк выплачивает партнеру (кредитному брокеру) вознаграждение, к которому добавляется и сумма, уплаченная заемщиком. Такая схема встречается достаточно часто в сфере ипотечного кредитования, т. е. работа кредитного брокера может заключаться только в обеспечении взаимодействия между клиентом и банком.

Если потенциальный заемщик испытывает трудности с оформлением кредита, обращение к посредникам не следует рассматривать как решение проблемы. При наличии просрочек или отсутствии официальной работы у клиента кредитный брокер не сможет помочь получить кредит. В большинстве случаев у посредника нет для этого инструментов, так как банк не станет сотрудничать с клиентом, представляющим повышенный уровень рисков.

В случае принятия решения действовать через кредитного брокера клиенту необходимо рассматривать крупные компании, работающие на рынке длительное время. Можно рассмотреть тематические форумы или почитать отзывы бывших клиентов.

Единственное правило, которое поможет клиенту не быть обманутым, — сотрудничать с посредниками только с оплатой за результат. При этом следует помнить, что большинство проблем, которые не может решить заемщик, не решит и кредитный брокер.

Российский рынок кредитного посредничества еще ждет свой период настоящего развития. По мере роста экономики, потребительского спроса, а также расширения линейки новых банковских кредитных продуктов услуги кредитных брокеров будут востребованы потенциальными заемщиками.

2.3.3. Ломбард

В январе 2021 г. вступили в силу изменения в законодательство о ломбардной деятельности, существенно трансформировавшие правила их работы. В частности, право на статус ломбарда могут иметь только организации, включенные в реестр ломбардов. Как следствие, Банк России начал ограничивать работу ломбардов не через суд, а прямо путем исключения из реестра. Действующие ломбарды должны будут подтвердить свой статус, чтобы попасть в новый реестр.

Основной нормативной базой России о ломбардах как специализированных организациях является Гражданский кодекс РФ, раздел III, гл. 23, п. 3, ст. 358 «Залог вещей в ломбарде». Данная статья определяет основы правового статуса ломбарда, его правомочия в общем рамочном порядке.

Подробно правовой статус ломбарда раскрывается в положениях Федерального закона от 19.07.2007 г. № 196 ФЗ «О ломбардах» (с изм. от 13.07.2020 г.). Закон состоит из пяти глав и определяет понятие «ломбард», закрепляет требования к деятельности ломбардов, к предоставляемой ими отчетности, требования к учредителям и руководителям ломбардной организации. Закон устанавливает правила кредитования ломбардами населения, правила хранения вещей в ломбарде. Также закон устанавливает полномочия Банка России в качестве регулятора деятельности ломбардов.

Некоторые аспекты правового статуса ломбарда регулируются иными нормативно-правовыми актами. Например, Постановление Правительства РФ от 17.08.2020 г. № 1247 «О внесении изменений в Постановление Правительства РФ от 23.11.2009 г. № 944» закрепляет, что орган, осуществляющий федеральный государственный пробирный надзор, проводит проверку один раз в год «...деятельности по предоставлению ломбардами краткосрочных займов под залог ювелирных и других изделий из драгоценных металлов или драгоценных камней».

Также Банк России выпускает специальные указания по регламентированию деятельности ломбардов. Например, Указание Банка России от 30.12.2015 г. № 3927-У регламентирует состав и сроки представления отчета о деятельности ломбарда в Банк России: «О формах, сроках и порядке составления и представления в Банк России документов, содержащих отчет о деятельности ломбарда и отчет о персональном составе руководящих органов ломбарда».

Деятельность ломбарда в части правовой регламентации процесса кредитования населения регулируется положениями Федерального закона от 21.12.2013 г. № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)». Данный закон применяется в части, не противоречащей Федеральному закону «О ломбардах».

Ломбарды исторически возникли как институты ростовщического капитала и до сих пор продолжают существовать в экономике, несмотря на развитие разнообразных форм кредитных отношений.

До вступления в силу изменений в данный ФЗ от 13.07.2020 г. согласно ст. 2 ФЗ № 196 от 19.07.2007 г. «О ломбардах», ломбардом признавалось юридиче-

ское лицо — специализированная коммерческая организация, основными видами деятельности которой являются предоставление краткосрочных займов гражданам и хранение вещей.

После вступления в силу изменений в базовый ФЗ с 11.01.2021 г. определение ломбарда меняется.

Ломбардом на текущий момент признается юридическое лицо, зарегистрированное в форме хозяйственного общества, сведения о котором внесены в государственный реестр ломбардов и основными видами деятельности которого являются предоставление краткосрочных займов гражданам (физическим лицам) под залог принадлежащих им движимых вещей (движимого имущества), предназначенных для личного потребления и хранения вещей.

Согласно ст. 2.6 ФЗ от 19.07.2007 г. № 196 — ФЗ «О ломбардах» — юридическое лицо приобретает статус ломбарда со дня внесения сведений о нем в государственный реестр ломбардов и утрачивает статус ломбарда со дня исключения сведений о нем из указанного реестра.

Ранее действующие ломбарды (которые были внесены в реестр до 10.01.2021 г.) с 10.04.2021 г. не вправе осуществлять деятельность, заключать новые договоры потребительского займа или изменять их в части увеличения сроков исполнения обязательств до момента внесения сведений о ломбардах в реестр в соответствии со ст. 2.6 (ФЗ от 13.07.2020 г. № 196 — ФЗ).

Ломбарды предоставляют населению «быстрые» займы, которые, по сути, можно вообще не отдавать.

Ломбарды как финансовые учреждения не выполняют функцию трансформации сбережений в инвестиции, так как им запрещено принимать вклады, а сами займы носят краткосрочный характер и выдаются под большой процент на нужды, обычно не связанные с осуществлением предпринимательской деятельности.

Фактические цели краткосрочных займов, выдаваемых ломбардами, отличаются от целей кредитов, предоставляемых банками.

Потребительские кредиты в основном используют на покупку дорогостоящих вещей, что развивает потребление и увеличивает спрос на товары длительного пользования.

Потребительские займы, получаемые в ломбардах, в основном идут на покрытие кассового разрыва кошелька потребителя. Клиентами ломбардов являются те граждане, которые в меньшей степени обладают способностью, волей и желанием планировать свои денежные доходы и расходы, сбалансировать их и создавать сбережения. Поэтому можно утверждать, что ломбарды существуют для обслуживания данной категории населения.

Иногда на практике ломбарды могут также создаваться коллекционерами в целях скупки по низкой цене антикварных вещей или золота у граждан в качестве лома.

Ломбард ежедневно с 8 до 23 часов по местному времени осуществляет приемку в залог и на хранение движимое имущество, принадлежащие заемщику или

поклажедателю, предназначенное для личного потребления, за исключением вещей, изъятых из оборота и ограниченных в обороте. Это требование направлено на защиту интересов заемщиков путем обеспечения им возможности в любой календарный день и в рамках длительного времени в течение каждого дня гасить свою задолженность перед ломбардом, выкупая вещь.

Виды деятельности ломбарда, которые законодательно разрешены (ст. 2 ФЗ от 19.07.2007 г. № 196 — ФЗ «О ломбардах»):

– предоставление краткосрочных займов гражданам (под залог движимых вещей (движимого имущества), принадлежащих заемщику и предназначенных для личного потребления;

– хранение вещей;

– сдача в аренду (субаренду) недвижимого имущества, принадлежащего ломбарду на праве собственности (аренды, субаренды);

– осуществление деятельности банковского платежного агента;

– оказание консультационных и информационных услуг.

Лицензирование деятельности ломбардов отменено в 2005 г.

В зависимости от вида принимаемого залога ломбарды делятся на несколько *типов*:

– ювелирный — работает с драгоценными металлами и украшениями из них;

– меховой — работает с изделиями из меха и кожи, определяет качество, степень износа, размеры таких вещей и др.;

– бытовой техники — работает с электронной и бытовой техникой, оценка которой зависит от многих факторов, таких как качество, новизна, модель, наличие документов и др.;

– антикварный — работает с ценными предметами искусства, старины, производит оценку музейной ценности;

– автомобильный — работает с автомобилями, такому ломбарду требуются дополнительные затраты на содержание автостоянки.

Ломбард не вправе пользоваться и распоряжаться заложенными и сданными на хранение вещами.

Ломбард (в каждом подразделении) обеспечивает специальные условия для хранения вещей, обеспечивающие их сохранность, отсутствие вредных воздействий и исключающие доступ к ним посторонних лиц.

Главным регулятором деятельности ломбардов, а также надзорным органом является ЦБ РФ (ст. 2.3 ФЗ от 19.07.2007 г. № 196 — ФЗ «О ломбардах»).

Ломбард обязан выполнять предписания и запросы Банка России и представлять отчет о своей деятельности и об органах управления ломбарда.

Банк России в отношении ломбардов осуществляет следующие основные функции:

1) принимает нормативные акты, регулирующие деятельность ломбардов;

2) ведет государственный реестр ломбардов;

3) запрашивает и получает от ломбардов необходимые документы и информацию;

4) осуществляет надзор за соблюдением ломбардами требований Федерального закона «О ломбардах», других Федеральных законов и нормативных актов Банка России, за исключением требований к их деятельности по хранению вещей, сдаче в аренду (субаренду) недвижимого имущества, их деятельности банковского платежного агента, оказанию ими консультационных и информационных услуг.

Банк России может проводить проверки соответствия деятельности ломбарда требованиям законодательства РФ, нормативных актов Банка России.

Ломбарды должны встать на учет в государственной инспекции пробирного надзора Российской государственной пробирной палаты как лица, осуществляющие операции с драгоценными металлами и драгоценными камнями. Пробирная палата, в частности, сертифицирует основное оборудование ломбардов — ювелирные лабораторные весы.

Правила кредитования ломбардами потребителей предполагают страхование рисков. Ломбард обязан страховать в пользу клиента за свой счет риск утраты и повреждения вещи, принятой в залог или на хранение, на сумму, равную сумме ее оценки. Вещь должна быть застрахована на протяжении всего периода ее нахождения в ломбарде. Ломбард вправе страховать за свой счет иные риски, связанные с вещью, принятой в залог или на хранение.

Заключая с клиентом договор займа, с одной стороны, ломбард передает на возвратной и возмездной основе заем физическому лицу, а заемщик, одновременно являющийся залогодателем, передает ломбарду имущество, являющееся предметом залога. Краткосрочные займы выдаются на срок не более одного года. Существенными условиями договора займа являются наименование заложенной вещи, сумма ее оценки, сумма предоставленного займа, процентная ставка по займу и срок предоставления займа.

При оценке вещей в ломбардах фактически используется принцип минимальной цены реализации, поэтому рыночная стоимость вещи и цена ее в ломбарде могут различаться.

Сумма предоставленного ломбардом займа не может превышать сумму оценки заложенной вещи. Она будет меньше на определенную величину (дисконт), который покрывает не полученные ломбардом проценты в случае невыкупа вещи.

Учитывая, что золотые изделия в РФ являются главными предметами залога в ломбардах, динамика цены на этот драгметалл будет воздействовать на величину дисконта при оценке золотых изделий по цене лома. При росте цены на золото величина дисконта может быть крайне низкой — 5–7%, а при снижении цены величина дисконта увеличится, что обусловлено необходимостью страхования ломбардами своих финансовых рисков.

В первую очередь ломбард оценивает вес и пробу драгоценного металла, далее — вес и качество бриллиантов. Прочие драгоценные камни в таких учреждениях не оцениваются, их вес вычитается из общей массы изделия. Если изделие не целиком произведено из золота, то из веса вычитаются все незолотые составляющие: вставки, эмали, пружины замков, механизмы и ремешки часов.

Договор займа оформляется выдачей ломбардом заемщику залогового билета. Форма залогового билета устанавливается нормативным актом Банка России. Залоговый билет содержит условия договора потребительского займа, соответствующие Федеральному закону «О потребительском кредите (займе)», а также сведения о заложенной вещи.

Сумма обязательств заемщика перед ломбардом состоит из суммы предоставленного займа и процентов за пользование им, исчисляемых за период фактического его использования в календарных днях в соответствии с процентной ставкой по займу, установленной договором.

При оформлении процедуры хранения вещей в ломбарде с клиентом заключается договор хранения. Суть договора в том, что клиент сдает ломбарду на хранение принадлежащую ему вещь, а ломбард осуществляет на возмездной основе хранение принятой вещи.

Существенными условиями договора хранения являются наименование сданной на хранение вещи, сумма ее оценки, срок ее хранения, размер вознаграждения за хранение и порядок его уплаты. Договор хранения оформляется выдачей ломбардом клиенту именной сохранной квитанции. Сохранная квитанция является бланком строгой отчетности. Квитанция содержит сведения о сданной на хранение вещи, сумме ее оценки, о сроке ее хранения, о технологических условиях хранения вещи, о вознаграждении за хранение.

Если клиент не погашает заем в установленный договором срок, законом о ломбардах устанавливается специальный льготный срок, составляющий 1 месяц, в течение которого ломбард не вправе обратиться взыскание на заложенную вещь. Плата за хранение вещи в этот период не взимается.

В случае не востребоваваемости вещи клиентом после истечения срока хранения ломбард обязан осуществлять ее хранение в течение льготного двухмесячного срока. За хранение вещи в указанный период взимается соразмерное вознаграждение.

По истечении льготных сроков такие вещи считаются невостребованными, и ломбард реализует данные вещи.

Реализация невостребованной вещи осуществляется путем ее продажи. В случае, если сумма оценки невостребованной вещи превышает 300 000 рублей, ее реализация осуществляется только путем продажи с публичных торгов. В иных случаях форма и порядок реализации определяет сам ломбард. Торги по продаже невостребованной вещи проводятся в форме открытого аукциона в порядке, установленном статьями 447–449 Гражданского кодекса РФ, и при этом начальной ценой невостребованной вещи является сумма ее оценки, указанная в залоговом билете или сохранной квитанции.

В случае объявления торгов несостоявшимися ломбард вправе при проведении повторных торгов снизить начальную цену вещи, но не более чем на десять процентов ниже начальной цены на предыдущих торгах. Повторные торги могут проводиться путем публичного предложения.

Средний срок реализации вещей зависит от их набора, который готов принять ломбард, а также от стратегии их реализации. Например, ломбарды, которые в качестве залога принимают в основном золотые украшения и продают их другим организациям по цене лома, обеспечивают себе практически моментальную ликвидность по невыкупленным вещам. Срок реализации при этом будет незначительным. Если ломбарды часть золотых украшений будут продавать «через витрину», то средний срок реализации увеличится, но вырастет и получаемая сумма.

После продажи невостребованной вещи требования ломбарда к клиентам погашаются.

Если за вещь фактически выручили при продаже денежных средств больше суммы обязательств клиентов перед ломбардом, то ломбард обязан возратить эту разницу. Однако это происходит в течение трех лет и по обращению клиента. В случае, если в течение указанного срока клиент не обратился за получением денежных средств, такие денежные средства переходят в доход ломбарда.

Таким образом, согласно законодательству, ломбарды не могут забирать себе всю сумму от реализации заложенных вещей: они ограничены рамками выданного займа и процентов, которые должны были бы получить на день реализации заложенной вещи.

Исходя из этого ломбарду теоретически должно быть безразлично, продавать золотые вещи по цене лома или реализовывать «через витрину». Однако на практике это не так в силу следующих причин:

– при неистребовании в течение трех лет средств от реализации вещи ее бывшим владельцем эти средства поступают в собственность ломбарда;

– ломбарды допускают сокрытие истинной цены реализации вещей.

У ломбардов есть определенные преимущества по сравнению с банками:

– во-первых, в отличие от банка, деньги в ломбарде можно получить за очень короткое время — от 15 минут до 2 часов, причем без поручителей, анализа кредитной истории, анализа социального статуса клиента и справок, которые обычно требует банк;

– во-вторых, займ в ломбарде не носит целевого характера;

– в-третьих, банки не выдают микрокредиты, а в ломбарде можно взять в долг любую сумму.

С другой стороны, проценты по займу в ломбарде несравнимо выше банковских и сроки займа незначительные (до 1 года). Также стоит отметить, что ломбардный бизнес связан с теневой экономикой.

В российской экономике существует несколько моделей ломбардов.

1. Консервативная. Это самая распространенная бизнес-модель ломбарда. Штат ломбарда, относящегося к консервативной модели, ограничен. Это учредитель, который одновременно является генеральным директором, а иногда и бухгалтером. Сотрудники ломбарда могут быть связаны дружескими либо родственными отношениями. У такого ломбарда, как правило, отсутствуют обособленные

подразделения или аффилированные организации, а располагается такой ломбард в технических или полуподвальных помещениях на минимальной площади.

Эти ломбарды не стремятся к внедрению технических или управленческих инноваций и не используют средств привлечения клиентов (реклама, тарифная сетка, льготные условия), что, с одной стороны, позволяет сократить расходы организации на маркетинг, а с другой, — ограничивает возможности ломбарда по расширению базы клиентов. Как правило, круг клиентов консервативного ломбарда ограничен жителями близлежащих кварталов и не меняется на протяжении долгого времени.

Сильной стороной консервативных ломбардов является стабильная клиентская база. Большинство таких ломбардов принимает все виды залогов (в том числе предметы личного пользования), за исключением автомобилей, и отличается низким качеством оценки предметов залога, а также платежеспособности клиента.

Доход консервативного ломбарда складывается от выдачи займов, а не от реализации не востребовавшего имущества. Невостребованный залог выставляется на витрину, что приводит к крайне низкой скорости его оборота (до года).

2. Сетевая. Данная модель представляет собой одно юридическое лицо, обладающее широкой сетью обособленных подразделений. Руководство сетью осуществляется централизованно, как правило, из центрального офиса. В центральном офисе располагаются такие функциональные единицы, как аппарат руководства, бухгалтерия, служба по работе с персоналом, информационная служба и иные структурные подразделения, в компетенцию которых входит управление сетью.

Отдельным направлением деятельности руководства является работа по соблюдению единых стандартов предоставления услуг и оформления точек обслуживания. На местах (в обособленных подразделениях) осуществляется только операционная деятельность, без возможности принятия управленческих решений. Структура сетевого ломбарда характерна для крупных городов и региональных центров. Как правило, данная модель является высокоэффективной за счет использования широкой сети точек обслуживания в каждом из регионов, который охватывает ломбард.

Единый центр управления сетевого ломбарда позволяет минимизировать управленческие расходы, связанные с содержанием директора, бухгалтера и других необходимых структурных единиц в каждом подразделении.

Вместе с тем в связи с разветвленной сетью обособленных подразделений высокая доля расходов при организации сетевого ломбарда приходится на аренду.

Сетевые ломбарды, как правило, выстраивают стратегию, ориентированную на привлечение максимального количества клиентов, что также сопровождается высокими расходами на рекламу.

3. Ломбардная группа. В отличие от сетевого ломбарда, ломбардная группа включает в себя сеть независимых юридических лиц — ломбардов, объединенных одним брендом. Организационная структура каждого ломбарда являет-

ся полной и включает в себя все необходимые для осуществления деятельности организации структурные единицы от руководителя до оценщиков.

Вместе с тем использование единого бренда (как правило, по франшизе) устанавливает определенные рамки, в пределах которых руководители на местах могут отклоняться от общей политики. Преимущества применения данной модели со стороны ломбарда, использующего торговую марку, — в сохранении финансовой независимости своей организации и отсутствии необходимости раскрытки бизнеса (известная торговая марка уже является гарантом наличия стабильного клиентского потока).

Преимущества для владельца ломбардной группы заключаются в снижении административной нагрузки на «материнский» ломбард, а также в отсутствии территориальных ограничений для расширения группы — франшиза позволяет открывать новые точки продаж в различных регионах без значительных материальных затрат.

4. Модель «ювелирного дискаунтера». Ломбарды, принимающие в залог исключительно ювелирные изделия и иные изделия из драгоценных металлов, предпочитают использовать данную модель и выстраивать бизнес по принципу вертикально интегрированных компаний.

Как правило, параллельно с ломбардом осуществляет деятельность ювелирный магазин — ритейлер, который, во-первых, выкупает у ломбарда невостребованный залог и реализует его либо физическим лицам (с наценкой до 200%), либо ювелирным заводам. Взаимодействие с производителями может осуществляться двумя способами: ритейлер передает невостребованные изделия в качестве лома и получает оплату по договору купли-продажи либо по давальческой схеме в рамках договора оказания услуг. Невостребованные изделия являются сырьем для производства новых ювелирных изделий (согласно заказу), которые впоследствии передаются ритейлеру. Совмещение ломбардного и розничного бизнеса требует высокого уровня организации, однако дает преимущество владельцу бизнеса за счет получения дополнительной прибыли от осуществления смежных видов деятельности и привлечения и удержания клиентского потока в рамках группы (клиенты, желающие приобрести ювелирные украшения, могут стать клиентами ломбарда, и наоборот).

Эффективность организации бизнеса таким способом определяется тем, что ломбард всегда может реализовать невостребованный залог своему аффилированному ритейлеру, следовательно, ликвидность залогов повышается, и это приводит к увеличению денежного потока от реализации залогов.

Бенефициар такого ломбарда и розничного звена получает дополнительный доход от реализации новых и бывших в употреблении ювелирных изделий (наценка составляет от 30 до 200%).

Отделение ломбарда и розничного магазина располагаются на одной и той же площади, за счет чего в целом по группе достигается снижение расходов на аренду. При этом, с целью увеличения клиентского потока и в связи с необходимо-

стью рекламы двух видов услуг, дискаунтер отличается высокой долей расходов на рекламу.

5. Модель автомобильного дискаунтера базируется на стратегии синергии, включающей в себя: деятельность ломбарда в отношении автосалона, которому ломбард реализует невыкупленные залоги; деятельность ломбарда в отношении авторазбора, которому ломбард направляет сложно реализуемые в силу возраста, износа или редкости автомобиля.

Посредством реализации этих схем ломбард оперативно получает денежные средства и освобождается от необходимости содержать автомобиль на охраняемой стоянке, а автосалоны и авторазборы расширяют ассортимент своих товаров (а также снижают издержки на проведение диагностики и предпродажной подготовки поступившего имущества). Для такого вида ломбарда характерна высокая доля расходов на аренду, так как необходимо содержать парковки, и высокая доля коммерческих расходов, связанных с дороговизной предпродажной подготовки и содержанием невостребованных залогов — автомобилей.

6. Микрофинансовый супермаркет. Это объединение ломбардов с другими микрофинансовыми учреждениями в одном офисе, иногда — под одним брендом.

Задача модели — максимизация прибыли из разных источников за счет диверсификации бизнеса в условиях ограниченности клиентов.

Плюсы для потребителей — расширение ассортимента услуг (займы под залог и без залога), возможность увеличения суммы займа и вероятности получения займа.

Плюсы для бизнеса — увеличение доходности, оптимизация затрат (оплата труда, аренда), увеличение конкурентоспособности объекта бизнеса. Динамика количества ломбардов представлена на рис. 2.3.

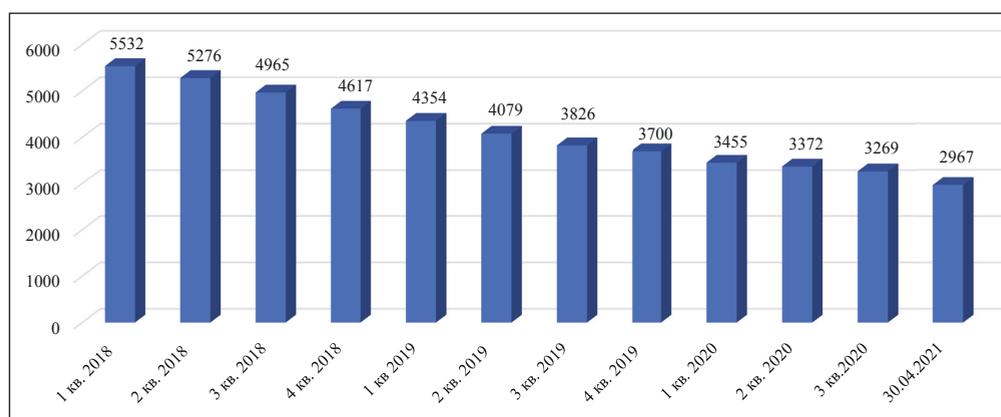


Рис. 2.3. Динамика количества ломбардов в Российской Федерации

В настоящее время наблюдается тенденция к сокращению количества ломбардных организаций. Если в 1 квартале 2018 г. ломбардов было 5 532, то в 3 квар-

тале 2020 г. — 3 269, а по состоянию на 30.04.2021 г. насчитывалось 2 967 зарегистрированных действующих ломбардов. Динамика уменьшения числа зарегистрированных действующих ломбардов продолжается (на 30.06.2022 г. в реестре находилось 2093 ломбарда). Этому способствуют следующие факторы:

- процесс консолидации на рынке ломбардных услуг;
- исключение ЦБ РФ совместно с налоговой службой организаций, фактически не осуществляющих деятельность;
- усиление регламентирующей роли ЦБ РФ и ухода с рынка более слабых игроков;
- падение веса приобретаемых новых ювелирных изделий за последние годы на 30%. Сокращение оборота ювелирного рынка на 10%. В результате объем ликвидных залогов у населения РФ сокращается.

Динамика портфеля займов, выданных ломбардами, представлена на рис. 2.4.

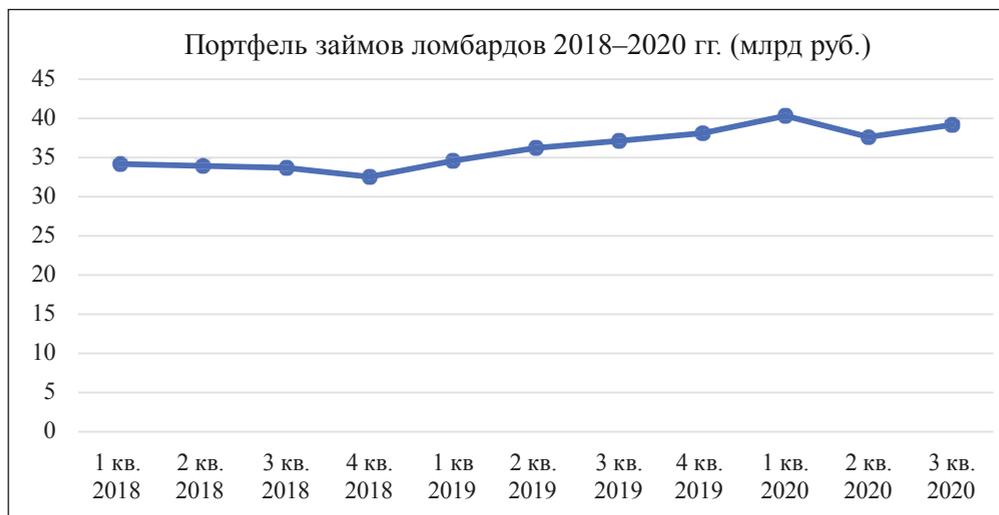


Рис. 2.4. Динамика портфеля займов, выданных ломбардами в Российской Федерации

Прослеживается тенденция к увеличению портфеля займов в среднесрочной перспективе (3 кв. 2020 г. относительно 3 кв. 2018 г.) на 5,5 млрд руб., или 16%. Если рассматривать период с 1 кв. 2018 г. по 3 кв. 2020 г., то увеличение портфеля займов составит 5 млрд руб., или 14,6%. Некоторые коррективы в динамику портфеля займов ломбардами внес коронавирус (снижение показателя портфеля во 2 квартале 2020 г. на 2,7 млрд руб. (или 6,7%). Но в целом динамика портфеля займов положительная. По состоянию на 30.06.2022 г. портфель займов достиг максимальной отметки — 50,5 млрд руб.

Банк России как мегарегулятор устанавливает предельную ставку процента по займам, выдаваемым ломбардами. Среднерыночные значения полной стоимости потребительских кредитов (займов) рассчитаны Банком России в соответствии

с Указанием Банка России от 1 апреля 2019 г. № 5112-У «О порядке определения Банком России категорий потребительских кредитов (займов) и о порядке ежеквартального расчета и опубликования среднерыночного значения полной стоимости потребительского кредита (займа) в процентах годовых».

Анализ опубликованных Банком России расчетных данных о предельной ставке процента демонстрирует стабильное снижение данного показателя в течение 2018–2020 гг., а также 1 и 2 кварталов 2021 г. Таким образом, займ становится дешевле для потребителя.

Еще один показатель — число заемщиков ломбардов в 2018–2020 гг., — представлен на рис. 2.5.

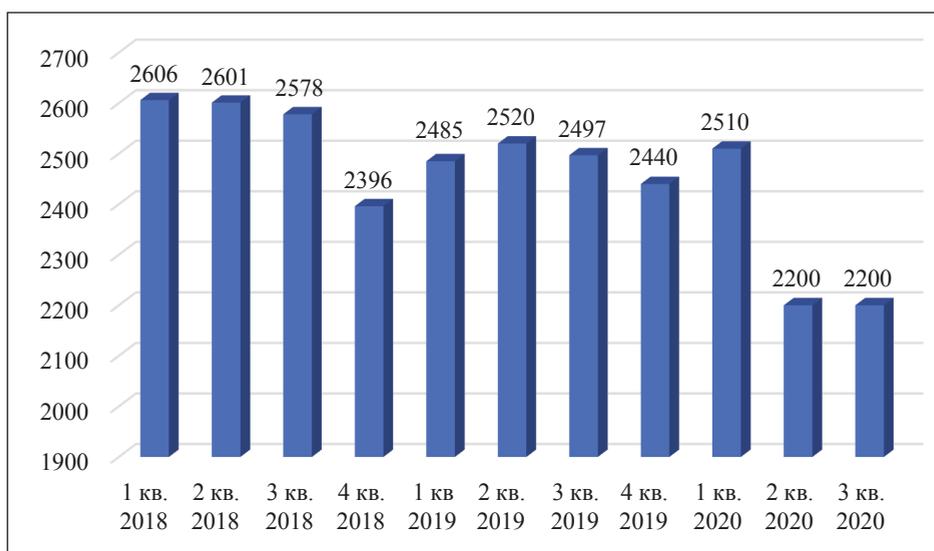


Рис. 2.5. Динамика количества заемщиков ломбардов в 2018–2020 гг.

По данным аналитического центра НАФИ услугами ломбардов пользуются от 8 до 10% граждан РФ. Более 60% россиян не имеют сбережений, а у кого они есть — могут продержаться максимум полгода. Таким образом, ломбарды сейчас представляют финансовый институт, способный удовлетворить потребности в небольших займах для существенной доли граждан РФ и мигрантов.

Опыт функционирования ломбардов показывает, что каждая такая организация имеет в основном постоянный состав заемщиков, которые систематически пользуются ее услугами. Особенно это относится к ломбардам, расположенным в спальных районах городов. В меньшей степени — к ломбардам, находящимся в центре города. Обычно потенциальными клиентами ломбардов являются 5–7% жителей населенного пункта.

Данный показатель также имеет тенденцию к снижению в среднесрочной перспективе.

При этом средний размер займа во 2 квартале 2020 г. увеличился по сравнению с аналогичным показателем предшествующего года на 11%.

В 2020 г. на фоне ограничительных мер, введенных из-за пандемии коронавируса, ломбарды (работающие офлайн в силу специфики своей деятельности) столкнулись с падением портфеля займов, ростом объемов невостребованного и нереализованного залога, а также с ростом проблемной задолженности.

Сумма денежных средств от реализации невостребованного залога сократилась почти в три раза по сравнению со средним уровнем за предыдущий год. Одновременно сокращался и объем денежных средств, поступивших в погашение займов.

Долговая нагрузка заемщиков ломбардов имеет тенденцию к росту на фоне снижения числа заемщиков и увеличения среднего размера займа.

Часть заемщиков не имела физической возможности посещать офисы ломбардов из-за ограничительных мер, а часть не могла погасить займы из-за падения уровня доходов.

В то же время данные тенденции не оказали негативного влияния на показатели чистой прибыли и рентабельности ломбардов, рис. 2.6.

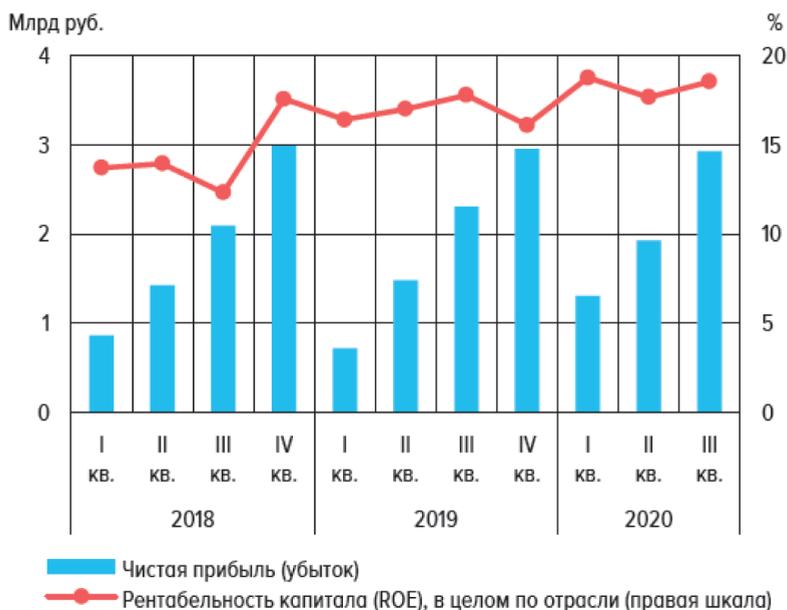


Рис. 2.6. Динамика показателей чистой прибыли и рентабельности деятельности ломбардов

Ломбарды сейчас представляют собой востребованный финансовый институт, способный удовлетворить потребности в небольших займах для достаточно существенной доли граждан РФ и мигрантов.

2.3.4. Рейтинговые агентства

Кредитный рейтинг — это показатель надежности компании, ее способности расплатиться по своим долгам. Он позволяет сравнивать друг с другом несравнимые компании — ВТБ и «Совкомфлот», «Роснефть» и «Магнит» — и принимать решение, например, о том, какие облигации купить.

Кредитный рейтинг показывает прежде всего, какова вероятность того, что компания не заплатит по своим обязательствам. Чем ниже рейтинг, тем выше вероятность дефолта.

Кредитные рейтинги являются неотъемлемой частью финансового рынка. Для инвестора рейтинг — это индикатор, показывающий рискованность вложений, а для эмитента — заявление о своей финансовой устойчивости. Выгода эмитента заключается в расширении круга потенциальных инвесторов, поднятии своего имиджа и увеличении клиентской базы. Каждое рейтинговое агентство имеет собственную шкалу кредитного рейтинга, в соответствии с которой рейтингуемое лицо получает оценку.

Рейтинг присваивает рейтинговое агентство, анализируя финансовые показатели компаний. За присвоение рейтинга платят компании, но иногда агентство может присваивать его без участия компании — такой рейтинг называется дистанционным. Его отличие в том, что агентство не получает доступа к закрытой финансовой информации компании, а пользуется только публичными данными.

Рейтинговое агентство — это уникальный коммерческий институт, который является ответственным за присвоение кредитного рейтинга различным организациям и рейтинга качества управления и надежности посредством оценивания их кредитоспособности, платежеспособности и управленческих качеств с надежностью и результатами.

На основании собственной методологии рейтинговые агентства присваивают определенные показатели, в результате чего присвоенный рейтинг отражает степень надежности исследуемой компании или страны в целом. Основная цель рейтинговой системы — отражать достоверный уровень надежности той или иной компании.

Аналитики оценивают различные параметры, в том числе уровень долга компании, денежные потоки и способность предприятия зарабатывать деньги; также важным фактором является та поддержка, которую могут оказать компании ее акционеры или государство (если идет речь о государственных корпорациях или корпорациях с государственным участием).

В мире действует более 100 рейтинговых агентств, но инвесторы ориентируются чаще всего на мнение трех — их еще называют «большой тройкой» — Moody's, Standard&Poor's, Fitch Ratings.

Значение кредитного рейтинга является важным аспектом в принятии решений как минимум четырех сторон: эмитентов, инвесторов, финансовых посредников и компаний.

Для эмитентов кредитный рейтинг — это один из способов определения процентной ставки по своим долговым обязательствам. Чем выше рейтинг, тем ниже

процентная ставка. Также оценка независимого рейтингового агентства — достаточно объективный инструмент информирования рынка о способности выполнения своих долговых обязательств и привлечения инвесторов.

Инвесторы, в свою очередь, ориентируются на эмитентов, чей рейтинг кредитоспособности соответствует уровню риска, который они готовы на себя принять.

Иностранные пенсионные фонды и страховые компании уделяют большое внимание оценкам рейтинговых агентств. С точки зрения финансовых посредников кредитный рейтинг помогает устанавливать приемлемые ставки на предлагаемые ими структурные долговые продукты. Компании используют рейтинг для поиска контрагента с допустимым уровнем кредитного риска.

Существует две основные методологии присвоения кредитных рейтингов:

- на основе математических моделей;
- на основе мнения аналитиков.

Некоторые рейтинговые агентства пользуются исключительно математическими моделями, рассматривая прежде всего финансовую отчетность. При использовании второго подхода оценка дается дополнительно, включая данные о политике компании и стратегии риск-менеджмента. Обе методологии работают как вместе, так и по отдельности.

Субъективность рейтинговых агентств во времена кризиса 2008 г. поставила на повестку дня вопрос о регулировании подобных организаций. 21 июля 2010 г. в США был принят Закон Додда — Франка (The Dodd — Frank Act), который наложил некоторые ограничения на деятельность рейтинговых агентств.

Во-первых, предполагается, что рейтинговые агентства будут нести ответственность за присваиваемые рейтинги. Ранее данные организации ссылались на выражение собственного свободного мнения, за что их нельзя было привлечь к судебному разбирательству. Сейчас такая возможность имеется.

Во-вторых, в рамках американской комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) создано управление надзора за агентствами кредитных рейтингов. Данное управление занимается проверкой работы рейтинговых агентств. Кроме того, предполагается полное раскрытие методологий присвоения кредитного рейтинга.

Кредитный рейтинг — это мнение рейтингового агентства относительно общей кредитоспособности заемщика или кредитоспособности заемщика в отношении конкретных долговых обязательств, основанное на оценке факторов риска. Кредитный рейтинг представляет собой лишь информацию, которую инвесторы могут использовать при совершении операций с финансовыми инструментами и ценными бумагами. Он не является ни конкретной рекомендацией покупать, продавать или держать долговые обязательства данного эмитента, ни мнением о рыночной цене обязательств и инвестиционной привлекательности заемщика.

Российские рейтинговые агентства — это рейтинговые агентства, зарегистрированные в России и получившие аккредитацию Банка России. Их деятельность регулируется законом «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в ст. 76.1 Федерального зако-

на «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 13.07.15 г. № 222-ФЗ.

Этот закон определил основные требования к деятельности кредитных рейтинговых агентств на территории РФ:

- кредитное рейтинговое агентство должно быть юридическим лицом в организационно-правовой форме хозяйственного общества;

- агентство должно быть внесено Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств;

- минимальный размер собственных средств (капитала) — 50 млн руб.;

- запрещено совмещать рейтинговую деятельность с другими видами деятельности, кроме составления прогнозов конъюнктуры рынка, оценки деятельности организаций, в том числе присвоения рейтингов, отличных от кредитных, оценки экономических тенденций, анализа ценообразования и иного анализа, а также соответствующих услуг по распространению данных;

- обеспечение независимости рейтинговой деятельности;

- предотвращение конфликтов интересов.

На декабрь 2022 г. в реестр кредитных рейтинговых агентств, аккредитованных Банком России, входят следующие организации:

- Акционерное общество Рейтинговое агентство «Эксперт РА» (АО «Эксперт РА»);

- Общество с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»);

- Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество) (АКРА (АО));

- Общество с ограниченной ответственностью «Национальные Кредитные Рейтинги» (ООО «НКР»).

Потребность в создании национальных рейтинговых агентств была обусловлена тем, что международные агентства не имеют права присваивать компаниям рейтинги выше, чем суверенный рейтинг страны их регистрации (на лето 2019 г. Российской Федерации присвоены следующие рейтинги: по версии S&P — *BBB*, прогноз «стабильный»; по версии Fitch — *BBB*, «стабильный»; по версии Moody's — *Baa3*, «стабильный»).

Оценка российскими рейтинговыми агентствами обходится компаниям дешевле, а выполняется быстрее и с учетом национальной специфики ведения бизнеса. Услуги агентств могут быть востребованы компаниями, которые не планируют выход на международный рынок.

Кроме того, российские агентства, конкурируя с международными, как правило, предоставляют ряд дополнительных сервисов, таких как рэнкинги компаний (оценка по объему средств, проводимых операций и т. п.) различных отраслей.

От уровня рейтинга зависит доходность облигаций: чем ниже рейтинг, тем большую премию хотят получать инвесторы за то, что дают компании в долг, покупая ее облигации, и тем больше их доходность.

Консервативные инвесторы обычно выбирают бумаги с инвестиционным рейтингом (выше *BBB-*). Склонным к риску инвесторам можно обратить внимание и на рискованные инструменты, чей рейтинг ниже *BB+* (*Ba1* по шкале Moody's).

Рейтинг может быть присвоен компании целиком или отдельным финансовым инструментам.

Наивысшим рейтингом считается *AAA*, вероятность дефолта по таким обязательствам минимальна. Например, для американского рынка по краткосрочным долговым бумагам с наивысшим рейтингом вероятность дефолта равна 0. По двухлетним бумагам вероятность равна 0,04%. Низший рейтинг — *D* — присваивается, когда компания уже не заплатила по своим обязательствам. Обязательства среднего качества обозначаются буквами *B*.

Рейтинг *BBB-* и выше присваивается эмитентам инвестиционного качества, а ниже — спекулятивным бумагам, которые символизируют повышенный риск дефолта эмитента.

Сопоставимость международных и российских кредитных рейтингов рейтинговых агентств представлена в табл. 2.6.

Таблица 2.6

Сопоставимость международных и российских кредитных рейтингов рейтинговых агентств

№ группы	Рейтинги кредитных рейтинговых агентств					Средняя историческая годовая частота дефолтов, %
	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Moody's Investors Service</i>	<i>Fitch Ratings</i>	<i>Эксперт РА</i>	<i>АКРА</i>	
1	<i>BBB-</i> и выше	<i>Baa3</i> и выше	<i>BBB-</i> и выше	<i>ruAAA</i>	<i>AAA (RU)</i>	0–0,3
2	<i>BB+</i>	<i>Ba1</i>	<i>BB+</i>	<i>ruAA+, ruAA</i>	<i>AA+ (RU), AA (RU)</i>	0,3–0,5
3	<i>BB</i>	<i>Ba2</i>	<i>BB</i>	<i>ruAA-, ruA+</i>	<i>AA- (RU), A+ (RU)</i>	0,5–1
4	<i>BB-</i>	<i>Ba3</i>	<i>BB-</i>	<i>ruA, ruA-</i>	<i>A (RU), A- (RU)</i>	1–2
5	<i>B+</i>	<i>B1</i>	<i>B+</i>	<i>ruBBB+, ruBBB</i>	<i>BBB+ (RU), BBB (RU)</i>	2–3
6	<i>B</i>	<i>B2</i>	<i>B</i>	<i>ruBBB-, ruBB+</i>	<i>BBB- (RU), BB+ (RU)</i>	3–5
7	<i>B-</i>	<i>B3</i>	<i>B-</i>	<i>ruBB</i>	<i>BB (RU)</i>	5–10
8	<i>CCC-C</i>	<i>Caa-C</i>	<i>CCC-C</i>	<i>ruBB-</i> и ниже	<i>BBB- (RU)</i> и ниже	10–100
9	Нет рейтинга	Нет рейтинга	Нет рейтинга	Нет рейтинга	Нет рейтинга	Недостаточно данных*
10	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>ruD</i>	<i>D (ru)</i>	100

*Примечание. Отсутствуют данные средней исторической годовой частоты дефолтов объектов рейтинга с сопоставимым уровнем кредитного риска по общедоступным данным за последние 25 лет.

Международные шкалы Fitch и S&P очень схожи, но рейтинги, присвоенные этими агентствами одному и тому же эмитенту или выпуску долговых бумаг, могут различаться.

«Инвестиционная» категория раньше применялась для оценки долговых инструментов, которые подходили только для инвестиций финансовыми организациями. Теперь эта категория обозначает и долговые инструменты с относительно высокими кредитными характеристиками.

«Спекулятивная» категория (неинвестиционная) вовсе не оценивает привлекательность краткосрочной торговли. Категория описывает эмитента, который сейчас способен выполнять свои финансовые обязательства, но сталкивается с неопределенностью: ухудшением рыночной конъюнктуры, изменением процентных ставок или иными факторами, которые могут увеличить риск невыплаты по обязательствам.

Согласно данным S&P, если по эмитенту или активу установлен долгосрочный рейтинг *BBB-* и выше, то участники рынка относят его к «инвестиционной» категории. Для агентства Moody's к инвестиционному классу относятся рейтинги от *Aaa* до *Baa3*, а к спекулятивному — от *Ba1* до *C*.

Такое разделение используется в том числе в регуляторных целях. Некоторым финансовым институтам, таким как пенсионные фонды, страховые компании и др. может быть разрешено инвестировать только в бумаги инвестиционной категории.

Вместе с рейтингом агентство может указать прогноз движения рейтинговой оценки в будущем:

- позитивный прогноз — вероятен рост кредитного рейтинга;
- негативный прогноз — вероятно снижение кредитного рейтинга;
- стабильный прогноз — вероятно нахождение рейтинга на том же самом уровне;
- развивающийся прогноз — вероятно движение рейтинга в любую сторону.

Крупнейший в настоящее время концерн по рейтингу облигаций — Standard & Poor's Corporation — был создан в 1941 г. в результате слияния двух компаний (работавших в 1916 и 1922 гг. соответственно). В настоящее время S&P поддерживает суверенные рейтинги 79 государств и нацелен на расширение бизнеса путем поглощений национальных рейтинговых агентств.

В его штате 750 сотрудников в 18 офисах и 12 странах. Рейтинги этого агентства присвоены долговым обязательствам эмитентов более чем в 70 государствах на общую сумму свыше 10 трлн долларов США.

В результате слияния американской фирмы Fitch Investors Service и английского агентства International Bank Credit Analysis (IBCA) в 1997 г. свою деятельность начало Fitch IBCA. Сегодня это агентство является своего рода «третьей силой» на мировом рейтинговом рынке после «большой двойки» — Moody's и S&P. Fitch IBCA имеет 40 офисов в 75 странах мира. Европейское агентство IBCA изначально специализировалось на рейтингах банков. Ориентация именно на бан-

ковские рейтинги в Европе позволила ему занять пустующую рыночную нишу и сформировать портфель рейтингов: агентством оценены около 1 600 финансовых институтов.

Международные рейтинговые агентства присваивают эмиссии долга или эмитенту дискретное значение риска и обозначают эти категории буквами. В таблице 2.7 указаны буквенные обозначения, используемые крупными агентствами США, с обобщающей интерпретацией, предлагаемой S&P для каждой категории риска. Вся инфраструктура рейтингов в итоге пришла к стандарту системы буквенного обозначения, используемой S&P. Впервые этими символами в 1922 г. воспользовалась компания Fitch, а в 1960 г. право их использования было про- дано S&P.

Таблица 2.7

Рейтинговые оценки мировых рейтинговых агентств

<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Объяснение рейтинга (S&P)</i>
<i>Инвестиционный рейтинг</i>			
<i>AAA</i>	<i>Aaa</i>	<i>AAA</i>	Очень высокая способность погашения основного долга и процентов
<i>AA</i>	<i>Aa</i>	<i>AA</i>	Высокая способность погашения основного долга и процентов (отличается от наивысшего рейтинга в незначительной степени)
<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	Высокая способность погашения основного долга и процентов, однако существует подверженность влиянию отрицательных экономических условий
<i>BBB</i>	<i>Baa</i>	<i>BBB</i>	Адекватная способность выплаты основного долга и процентов, однако влияние отрицательных экономических условий с большей вероятностью может привести к понижению способности выплаты долга
<i>Спекулятивный рейтинг</i>			
<i>BB</i>	<i>Ba</i>	<i>BB</i>	Наименьшая вероятность отказа от погашения (однако долг подвержен влиянию отрицательных финансовых и экономических условий, которые могут привести к неадекватной способности по своевременной выплате основного долга и процентов)
<i>B</i>	<i>B</i>	<i>B</i>	Большая уязвимость
<i>CCC</i>	<i>Caa</i>	<i>CCC</i>	Явная уязвимость для риска непогашения (при влиянии отрицательных финансовых и экономических условий заемщик не способен выполнить свои обязательства)
<i>CC</i>	–	<i>CC</i>	Крайне уязвимый (Fitch IBCA — возможен отказ от погашения)
<i>C</i>	<i>Ca</i>	<i>C</i>	Начата процедура банкротства, однако выплаты продолжают (Fitch IBCA — отказ от погашения неизбежен)
<i>D</i>	<i>C</i>	<i>DDD/DD/D</i>	Отказ от погашения долга или начата процедура банкротства (рейтинг используется, если выплаты основного долга и процентов не производятся к назначенной дате; Fitch IBCA — <i>DDD</i> имеет наибольший потенциал для возврата долга, <i>D</i> — наименьший)

Долг, классифицированный как *BBB* (S&P, Fitch IBCA) или *Baa* (Moody's) и выше, является инвестиционным. Он означает, что отсутствует или крайне низка вероятность неплатежа основного долга и процентов, а долговые обязательства имеют достаточно высокий уровень обеспеченности. Такие обязательства можно включать в портфели инвесторов, непрофессиональных участников рынка.

Начиная с 80-х годов XX века спекулятивному долгу присвоено название «мусорный» (*junk*).

Инвестиционный рейтинг с точки зрения регулирующих органов считается очень важным, особенно в США и Японии. Например, многим американским финансовым институтам разрешается инвестировать средства только в ценные бумаги с инвестиционным рейтингом. А законодательство некоторых стран, в том числе США, прямо ограничивает возможности некоторых категорий инвесторов вкладывать деньги в долговые обязательства, рейтинг которых свидетельствует о том, что они являются спекулятивными, т. е. если банку присвоен инвестиционный рейтинг, это означает, что он работает на уровне международных стандартов. Однако наличие у банка спекулятивного рейтинга отнюдь не предопределяет отказ от работы с ним. Для западного инвестора вести дела с банком, имеющим невысокий рейтинг международного агентства, предпочтительнее по сравнению с банком, не входящим в рейтинг-лист. При этом следует отметить, что немногие банки из государств Восточной Европы и бывшего СССР имеют международные рейтинги, в том числе инвестиционного уровня. Это связано с тем, что потенциальный уровень рейтинга банка зависит и от рейтинга страны, в которой он расположен.

К группе *AAA* относятся такие государства, как Германия, Канада, Дания, Германия, Швейцария. К группе *AA* — США, Австрия, Финляндия, Великобритания, Бельгия. К группе *A* — Китай, Словакия, Испания, Чехия, Латвия, Литва, Польша. К группе *BBB* — Россия, Мексика, Болгария, Индия, Италия, Португалия, Казахстан. К группе *BB* — Сербия, Греция, Бразилия, Вьетнам, Узбекистан. К группе *B* — Албания, Турция, Египет, Киргизия, Украина, Беларусь. К группе *CCC* — Ангола, Конго, Замбия. Следует отметить, что Аргентина, Венесуэла, Пуэрто-Рико имеют рейтинги группы *D*¹.

Приведем объяснения шкалы рейтинга АО «Эксперт РА» по кредитоспособности банков (табл. 2.8).

Национальная рейтинговая шкала АКРА (АО) используется исключительно для присвоения базовых кредитных рейтингов и не применяется для присвоения кредитных рейтингов инструментам и обязательствам структурированного финансирования (табл. 2.9).

¹ Цит. по: Анализ банков. Портал банковского аналитика. URL: <https://analizbankov.ru/macro.php?otchet=6> (дата обращения: 21.12.2022).

Таблица 2.8

Рейтинговые оценки АО «Эксперт РА» по кредитоспособности банков

Оценка S&P	Оценка RU	Анализ кредитоспособности банков
AAA	ruAAA	Объект рейтинга характеризуется максимальным уровнем кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости. Наивысший уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по национальной шкале для Российской Федерации
AA	ruAA+	Высокий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, который лишь незначительно ниже, чем у объектов рейтинга в рейтинговой категории AAA
	ruAA	
	ruAA-	
A	ruA+	Умеренно высокий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, однако присутствует некоторая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры
	ruA	
	ruA-	
BBB	ruBBB+	Умеренный уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, при этом присутствует более высокая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры, чем у объектов рейтинга в рейтинговой категории A
	ruBBB	
	ruBBB-	
BB	ruBB+	Умеренно низкий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Присутствует высокая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры
	ruBB	
	ruBB-	
B	ruB+	Низкий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. В настоящее время сохраняется возможность исполнения финансовых обязательств в срок и в полном объеме, однако при этом запас прочности ограничен. Способность выполнять обязательства является уязвимой в случае ухудшения экономической конъюнктуры
	ruB	
	ruB-	
CCC	ruCCC	Очень низкий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует значительная вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе
CC	ruCC	Очень низкий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует повышенная вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе
C	ruC	Очень низкий уровень кредитоспособности/финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует очень высокая вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение финансовых обязательств крайне маловероятно

Окончание табл. 2.8

Оценка S&P	Оценка RU	Анализ кредитоспособности банков
RD	ruRD	Объект рейтинга находится под надзором органов государственного регулирования, которые могут определять приоритетность одних обязательств перед другими
D	ruD	Объект рейтинга находится в состоянии дефолта

Таблица 2.9

Рейтинговая шкала АКРА (АО)

Категория	Рейтинг	Описание
AAA	AAA(RU)	Рейтингуемое лицо, выпуск ценных бумаг или финансовое обязательство с рейтингом AAA(RU) имеет максимальный уровень кредитоспособности. Наивысший уровень кредитоспособности по национальной шкале для Российской Федерации
AA	AA+(RU) AA(RU) AA-(RU)	Высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Незначительно ниже, чем у рейтингуемых лиц с кредитным рейтингом AAA(RU)
A	A+(RU) A(RU) A-(RU)	Умеренно высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации, однако присутствует некоторая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
BBB	BBB+(RU) BBB(RU) BBB-(RU)	Умеренный уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации, при этом присутствует более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
BB	BB+(RU) BB(RU) BB-(RU)	Умеренно низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Кредитоспособность устойчива в краткосрочной перспективе, однако присутствует высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации
B	B+(RU) B(RU) B-(RU)	Низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. В настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме, но присутствует высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий в Российской Федерации

Окончание табл. 2.9

<i>Категория</i>	<i>Рейтинг</i>	<i>Описание</i>
<i>CCC</i>	<i>CCC(RU)</i>	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Существует потенциальная возможность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий в Российской Федерации
<i>CC</i>	<i>CC(RU)</i>	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Существует повышенная вероятность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств зависит от благоприятных внешних финансово-экономических условий в Российской Федерации, а также от взаимодействия с кредиторами
<i>C</i>	<i>C(RU)</i>	Очень низкий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации. Существует высокая вероятность невыполнения рейтингуемым лицом своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение долговых обязательств крайне маловероятно без взаимодействия с кредиторами
<i>RD</i>	<i>RD(RU)</i>	Рейтингуемое лицо находится под управлением (существенным воздействием) регулятора. Как правило, в таких случаях регулятор может определять приоритетность исполнения обязательств или приостанавливать выплаты кредиторам
<i>SD</i>	<i>SD(RU)</i>	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по одному из своих финансовых обязательств. При этом Агентство полагает, что рейтингуемое лицо продолжит своевременное обслуживание других финансовых обязательств
<i>D</i>	<i>D(RU)</i>	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по своим финансовым обязательствам

Базовые кредитные рейтинги включают кредитные рейтинги, присвоенные рейтингуемым лицам (или их финансовым обязательствам либо программам выпуска отдельных финансовых обязательств) корпоративного сектора, банковским организациям, небанковским финансовым организациям, страховым организациям, а также региональным и муниципальным органам власти, исключая рейтинг инструментов и обязательств структурированного финансирования.

Национальная рейтинговая шкала АКРА (АО) обеспечивает возможность исключительно внутригосударственного сопоставления кредитных рейтингов, присвоенных этим агентством.

В экономическом смысле кредитные рейтинги АКРА (АО) по национальной шкале отражают относительную вероятность дефолта рейтингуемых лиц (или вы-

пусков ценных бумаг) в сравнении с самым высоким уровнем кредитоспособности в экономике России, которым, по мнению АКРА (АО), обладают обязательства Правительства Российской Федерации и некоторые производные от них.

Необходимо отметить, что в отдельных случаях, таких как присвоение кредитного рейтинга отдельному финансовому инструменту, шкала отражает оценку относительной вероятности реального дефолта инструмента, а также потенциального уровня возмещения потерь, получаемого держателями таких инструментов в случае банкротства.

Большинство рейтинговых агентств выставляют банкам два вида кредитных рейтингов: долгосрочный и краткосрочный. Последний представляет оценку вероятности разорения банка в течение ближайшего года. Если банк имеет высокий краткосрочный рейтинг, это значит, что в него можно вкладывать деньги на срок до одного года.

S&P и Moody's также делают прогноз изменения рейтинга (*outlook*), что необязательно влечет его фактическое изменение. В частности, прогноз бывает:

- Positive — рейтинг может повышаться;
- Negative — рейтинг может понижаться;
- Stable — рейтинг, вероятнее всего, не изменится;
- Developing — рейтинг может как повышаться, так и понижаться;
- N.M. — рейтинг не имеет значения.

Долгосрочная оценка показывает вероятность того, что банку для выхода из сложных ситуаций не понадобится помощь извне, и она не касается конкретных обязательств. Хотя правительство или группа банков могут предлагать банку дополнительную помощь, рейтинг составляется с учетом того, что кредиторы предпочитают иметь дело с банком, который при нормальном ведении дел не зависит от подобной помощи.

В мировой практике используются три основных метода построения рейтинга:

- номерной;
- балльный;
- индексный.

Наиболее распространен балльный метод. Система баллов предполагает присвоение каждому оценочному показателю определенного балла. В итоге дается сводная балльная оценка, которая позволяет отнести оцениваемый банк к той или иной группе надежности.

Широко известна американская рейтинговая система CAMEL.

Так называемые CAMEL-факторы включают:

- C* — Capital Adequacy — достаточность капитала;
- A* — Asset Quality — качество активов;
- M* — Managment — менеджмент;
- E* — Earnings — доходность;
- L* — Liguidity — ликвидность.

Взвешенный общий результат может составлять от 0 до 99 баллов, в соответствии с которыми выделено пять оценочных групп: А + (90–99) — сильная группа; А (70–89) — удовлетворительная; В + (50–69) — посредственная; В (30–49) — критическая; С (0–30) — неудовлетворительная.

Присваивая рейтинг, агентство относит эмитента или долговые обязательства по степени надежности к тому или иному классу. При этом доверие к рейтингам обеспечивают:

- репутация агентства;
- наличие у агентства общепризнанной и доступной методики составления отчетов;
- полная независимость как от государства, так и от финансово промышленных групп;
- различия в подходах к анализу субъектов рейтингования.

Кредитный рейтинг несет в себе целый ряд преимуществ как для инвесторов, так и для заемщика и финансовых посредников. Инвесторам рейтинги нужны для упрощения и удешевления процедуры анализа ценных бумаг. Рейтинг основывается не только на публичной информации, он может дать дополнительные сведения даже тем инвесторам, которые самостоятельно отслеживают бумаги.

Кроме того, рейтинг дает возможность сравнения совершенно разных бумаг различных эмитентов, так как приводит оценку риска долговых обязательств к единому базису.

Эмитенту рейтинг позволяет обратиться к широкому кругу инвесторов, увеличивая тем самым ликвидность облигаций заемщика, а следовательно, снизить стоимость заимствований, поскольку воспринимаемый инвестором риск снижается. Нужно также отметить, что кредитный рейтинг дает возможность компании доказать свою кредитоспособность без раскрытия конфиденциальной информации о своей финансовой структуре.

Для финансового посредника наличие у эмитента кредитного рейтинга упрощает процесс андеррайтинга и помогает осуществлять продвижение клиента на рынок.

Корпоративные кредитные рейтинги (общей кредитоспособности эмитентов) и рейтинги эмитируемых ими долговых обязательств тесно взаимосвязаны. Тем не менее новым выпускам долговых обязательств, как правило, присваиваются более низкие кредитные рейтинги, чтобы отразить более высокий уровень неопределенности выполнения обязательств (чем более отдален срок исполнения обязательств, тем выше неопределенность). Напротив, долговые обязательства с сильным обеспечением (гарантии, страхование и т. п.) могут иметь более высокий рейтинг, нежели рейтинг общей кредитоспособности эмитента.

Важной характеристикой рейтингов является их глобальность, т. е. возможность использования как внутри отдельно взятой страны, так и на международном уровне. В соответствии с этим различают национальные и международные рейтинги. Основное отличие состоит в учете для международных рейтингов ри-

сков, связанных с неплатежеспособностью суверенного государства, т. е. учете прямого или опосредованного влияния этого фактора на уровень платежеспособности компании.

Кроме того, существенное значение имеют период действия рейтингов (различают кратко- и долгосрочные), а также детальность и полнота аналитических процедур и информации, лежащих в основе назначаемых рейтингов.

Поскольку значительная часть информации, предоставляемой рейтинговому агентству при подготовке рейтингов, является конфиденциальной и передается исключительно в целях подготовки рейтингов, то между эмитентом и агентством заключается договор, устанавливающий в том числе и ограничения, обусловленные конфиденциальностью предоставляемой информации. Присваиваемый рейтинг и соответствующие аналитические комментарии публикуются первоначально только с согласия эмитента.

В основе методологии проведения рейтингового исследования лежат классификация существенности и определение количественных оценок факторов риска, присущих рассматриваемому эмитенту или конкретному выпуску долговых обязательств. Агрегированная структура рисков унифицирована: это суверенные, или страновые, риски, а также отраслевые, деловые и финансовые. При рейтинговании конкретных долговых обязательств рассматриваются риски, присущие именно этому обязательству. Анализ финансовых и деловых рисков имеет существенную специфику для предприятий различных отраслей.

При анализе и оценке суверенных рисков рассматриваются: текущая и прогнозируемая кредитоспособность государства, прямое и опосредованное влияние неплатежеспособности государства на способность компаний выполнять свои внешние и внутренние обязательства, макроэкономическая нестабильность, сырьевая зависимость, инфляционные риски, риски обменного курса, фискальная и правовая системы, социальные вопросы, инфраструктурные проблемы, внешнеэкономическая политика, коррупция, локальные стандарты бухгалтерского учета, ценовое регулирование и др.

Отраслевой анализ предусматривает: оценку текущего состояния и прогноз развития общей ситуации в отрасли, определение основных характеристик отрасли (конкуренция, концентрация, диверсификация, масштабы деятельности, ценообразование, колебания спроса, зависимость от общеэкономической ситуации и состояния других отраслей, давление со стороны поставщиков и потребителей), ключевые факторы успеха и др.

При оценке деловых рисков (конкурентных позиций компании) осуществляются: сравнительный анализ предприятий отрасли в разрезе ключевых факторов успеха (масштабы и диверсификация деятельности, технология, качество, себестоимость и полные затраты на производство и реализацию продукции и услуг, эффективность маркетинговой и сбытовой деятельности, ценовая и кредитная политика, доступ к потребляемым сырью, материалам и комплектующим, уровень информационных и управленческих технологий, имидж и репутация фирмы, до-

ступ на финансовые рынки, взаимоотношения с федеральными и региональными властями), определение и ранжирование операционных факторов риска, существенных для оцениваемой компании.

Типовыми блоками методики определения рейтинга хозяйствующих объектов являются:

- диагностика корпоративной структуры;
- юридическая экспертиза;
- оценка положения компании на рынке, маркетинговая и сбытовая деятельность;
- анализ производственных мощностей и инвестиционной политики компании;
- диагностика затрат предприятия;
- анализ системы корпоративного планирования, эффективности управления и организационных проблем компании;
- диагностика системы финансового управления и учета, внутренний финансовый анализ, включающий элементы аудита и оценки бизнеса.

Основные вопросы, исследуемые в процессе оценки финансовых рисков, включают в себя финансовую политику, финансовые потоки, общую структуру активов и пассивов, основные и оборотные средства, финансовые результаты и рентабельность, финансовую устойчивость.

Уровень суверенного кредитного риска является одним из ведущих факторов оценки кредитоспособности отдельных банков и корпораций. Это происходит потому, что широкие полномочия и уникальные ресурсы, находящиеся в распоряжении любого национального правительства, самым непосредственным образом влияют на состояние финансовой и деловой среды, в которой действуют экономические субъекты.

С учетом этого кредитные рейтинги компаний чаще всего находятся на уровне, не превышающем суверенный рейтинг соответствующего правительства. В тех же случаях, когда тот или иной эмитент получает рейтинг, превышающий суверенный, это, как правило, является отражением его индивидуальных особенностей и целого ряда других факторов, нейтрализующих суверенные кредитные риски.

Ограничения рейтингов субъектов страновым (суверенным) в сочетании с большими промежутками времени между обновлениями приводят к определенной инерционности оценок в условиях динамично меняющейся экономики. Наглядно инерционность международных рейтингов проявляется в странах с развивающейся экономикой. Банк не может получить рейтинг кредитоспособности выше, чем рейтинг страны, в которой он зарегистрирован. При падении рейтинга страны до очень низкой отметки, как это произошло, например, с Россией после кризиса 2008 г., дифференциация банков внутри допустимого интервала была практически невозможна. В такое время российский банк, даже использующий самые передовые банковские технологии, имеющий отлаженный менеджмент,

устойчивую клиентскую базу и деловые связи, может претендовать лишь на звание «лучший среди худших». Причем и это возможно, только если рейтинговое агентство решит ввести в шкалу оценок для «худших» дальнейшие градации. Агентство присваивает рейтинги, как правило, на год, и их досрочное изменение возможно только в случае наступления особых условий (например, страновой кризис или изменение странового рейтинга). Достаточно консервативный подход характерен для всех международных рейтинговых агентств.

При анализе суверенных рисков рассматриваются как системные факторы, которые, согласно данным прошлого опыта, воздействуют на сроки и масштабы суверенных дефолтов, так и фундаментальные факторы, влияющие на кредитоспособность каждого конкретного национального правительства. Исследуются и политические, и экономические риски. Экономические риски определяют наличие у правительства возможности своевременно погашать свои долговые обязательства. Политические риски отражают степень готовности правительства платить по своим долгам.

Все эти факторы в совокупности дают наиболее общее представление о состоянии внешних расчетов страны. В частности, качественная оценка величины государственного долга может быть получена при его сравнении с годовым объемом экспорта товаров и услуг.

При анализе отраслевого риска рассматриваются следующие факторы:

- стадия жизненного цикла отрасли и перспективы ее развития;
- модель цикла деловой активности и анализ состояния и перспективы отрасли;
- факторы конкурентоспособности, влияющие на отрасль, и исследование динамики каждой из конкурентных сил;
- уязвимость к внешнему регулированию и вмешательствам, их влияние на кредитоспособность;
- зависимость от технологических и социальных изменений.

Среди финансовых и общеэкономических факторов при определении отраслевых рисков следует выделить:

- влияние инфляции в стране;
- уровень процентных ставок;
- международное сотрудничество и проекты;
- потребительский спрос на продукты и услуги.

Применительно к банковской сфере такой анализ ориентирован на анализ стратегии развития и ее реализации, а также статистических данных о результатах деятельности сектора в целом. Особое значение имеет анализ конкуренции на рынке финансовых продуктов и услуг, в том числе в связи с приходом на российский рынок зарубежных финансовых институтов.

При анализе результатов и перспектив развития банков рассматриваются показатели деятельности в виде отчетности банка по МСФО такие факторы, как позиция на рынке, структура собственности, стратегия и менеджмент. При анализе стратегии развития кредитного института осуществляется анализ конку-

рентных преимуществ, сильных и слабых сторон с учетом тенденций развития финансового сектора.

Риски конкретных обязательств компании демонстрируют индивидуальный риск, связанный исключительно с ее обязательствами. При оценке этого риска анализируются следующие факторы:

- природа и характеристика долговых обязательств;
- относительная вероятность выполнения данных долговых обязательств;
- статус данных долговых обязательств относительно других долговых обязательств в случае банкротства, реорганизации или иного подобного события.

Для определения кредитного рейтинга каждое агентство анализирует перечисленные выше риски, хотя подходы различных агентств к оценке того или иного риска, а также его относительной важности могут различаться. В связи с этим, как уже упоминалось, сравнивать между собой по присвоенному рейтингу можно лишь те компании, которые получили рейтинг от одного и того же агентства.

При формировании кредитных рейтингов большое значение имеют такие факторы, как суверенные, отраслевые, деловые и финансовые риски. При присвоении рейтинга конкретным долговым обязательствам рассматриваются риски, присущие именно этому обязательству.

Важным ограничивающим фактором является суверенный рейтинг, а также уровень развития банковской системы в целом, прежде всего стратегия ее развития, интегральные показатели, анализ конкуренции на рынке финансовых продуктов и услуг.

Анализ показателей финансовых результатов деятельности банка представляет ключевой компонент процесса определения рейтинга. Базой анализа является отчетность банка по МСФО (балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках, движение денежных средств). Особое внимание обращается на такие бизнес-факторы, как позиция на рынке, структура собственности, стратегия и менеджмент, а также на финансовые факторы (качество активов, прибыльность, фондирование и управление ликвидностью, капитал). При структурном и индексном анализе рассматриваются:

- различные группы коэффициентов, позволяющие оценить финансово-экономическое состояние эмитента (ликвидности, деловой активности, рентабельности, финансовой устойчивости и др.);
- коэффициенты, нормативные и структурные показатели в динамике, в том числе для прогноза финансового состояния в будущем;
- оценка деловой репутации и кредитной истории.

Существенное внимание в анализе уделяется реализуемой и перспективной стратегии развития кредитного института, в том числе в сопоставлении с конкурентами и тенденциями развития продуктового ряда и технологического развития банковского сектора в целом и ближайших конкурентов в частности.

2.3.5. Коллекторские агентства

Население, желая улучшить качество и уровень жизни, обращается к потребительскому кредитованию при решении жизненно важных вопросов. Это повышает значимость проблемы доступности и количества получения заемных средств, которые способны устранить временной разрыв между возникновением потребностей в дорогостоящих товарах длительного потребления, услугах, жилье и возможностью их оплаты. Однако упрощенная процедура предоставления потребительского кредита неизбежно приводит к проявлению кредитных рисков и, соответственно, к росту объемов просроченной задолженности по кредитам населения, хотя рис. 2.7 демонстрирует в настоящее время снижение доли просроченных кредитов в розничном портфеле российских банков.



Рис. 2.7. Доля просроченных кредитов в розничном портфеле российских банков¹

Коллекторская деятельность — профессиональная деятельность по взысканию просроченной задолженности, осуществляемая взыскателями, являющимися субъектами коллекторской деятельности, направленная на погашение должником задолженности.

Субъект коллекторской деятельности (коллектор, коллекторское агентство) — профессиональный участник коллекторской деятельности, уполномоченный кредитором, специализирующийся на взыскании просроченной задолженности в рам-

¹ Рисунок с сайта РБК. URL: <https://www.rbc.ru/> (дата обращения: 26.12.2022).

ках осуществления коллекторской деятельности и являющийся членом одной из саморегулируемых организаций коллекторов.

В России правовое регулирование коллекторской деятельности отсутствовало до 2017 г., когда вступил в силу Федеральный закон от 3 июля 2016 г. № 230-ФЗ «О защите прав и законных интересов физических лиц при осуществлении деятельности по возврату просроченной задолженности». Правовое регулирование деятельности по возврату просроченной задолженности (действий, направленных на возврат просроченной задолженности) осуществляется в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации, настоящим Федеральным законом (№ 230-ФЗ), другими Федеральными законами и принимаемыми в соответствии с ними иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, а также международными договорами Российской Федерации.

Положения Федерального закона № 230-ФЗ не распространяются на отношения, возникающие в соответствии с законодательством о гражданском судопроизводстве, судопроизводстве в арбитражных судах, арбитраже (третейском разбирательстве), производстве по делам об административных правонарушениях, исполнительном производстве, адвокатуре и адвокатской деятельности, нотариате, банкротстве, бюро кредитных историй и уголовно-процессуальным законодательством, а также в связи с исполнением полномочий федеральными органами исполнительной власти, органами государственных внебюджетных фондов, исполнительными органами государственной власти субъектов Российской Федерации, органами местного самоуправления и осуществлением функций организациями, участвующими в предоставлении государственных и муниципальных услуг.

По принципу работы все коллекторские агентства можно поделить на три вида:

1) коллекторы как подразделение банка. Большое количество долгов банкам нерентабельно отдавать на аутсорсинг, если есть шансы вернуть существенную часть задолженности в кратчайшие сроки, и тем более можно обратиться взыскание на заложенное имущество путем обращения в суд или во внесудебном порядке путем оформления отступного. Однако если кредит оценивается банком как безнадежный и затраты банка по возврату проблемной задолженности, очевидно, высоки, работу с ним чаще всего поручают внешним коллекторским агентствам;

2) внешние коллекторские агентства, работающие за комиссию по агентскому договору. Такие коллекторы получают долю от суммы возвращенной задолженности, обычно около 20–30%;

3) внешние коллекторы, покупающие долги по договору цессии (ГК РФ, статья 382 «Основания и порядок перехода прав кредитора к другому лицу»). Это наиболее распространенный вид коллекторской деятельности. Существование такого вида коллекторской деятельности связано с понятием «плохие долги».

Согласно классификации, это категория IV (проблемные ссуды), выплаты по которым задерживаются на 90 дней, и категория V (безнадежные ссуды), про-

срочка по которым достигает 360 дней. В России под «плохие долги» банки должны отчислять в резервы от 20 до 100% от суммы проблемных долгов. Таким образом, банки, желая избавиться от лишних резервов и не желая ждать взыскания в судебном порядке, продают безнадежные долги коллекторам, которые, в свою очередь, такими ограничениями не связаны. Если долг признан безнадежным, стоимость его продажи может составлять всего 3,5–0,7% от суммы долга. На самом деле для заемщика данная ситуация имеет свои плюсы — коллекторские агентства, выступая полноправным владельцем долга, часто предлагают существенные скидки (около 30%) при немедленной оплате задолженности.

Банки чаще прибегают к услугам внешних коллекторов по ряду причин:

- уменьшение объемов проблемной дебиторской задолженности и снижение количества обязательных резервов, рост качества кредитного портфеля;
- освобождение собственной службы экономической безопасности от необходимости взыскания просроченной задолженности и концентрация на детальной проверке платежеспособности менее проблемных клиентов;
- сокращение расходов на работу с должниками;
- улучшение имиджа банка в глазах клиентов: все неприятные моменты, связанные с взысканием задолженности, ассоциируются не с ней, а с коллекторским агентством.

Главный принцип деятельности коллекторских агентств — поэтапная работа с должником. Имеется специальная концепция категорий сложности, в каждом случае проводятся стандартные мероприятия.

На первоначальном этапе сотрудники коллекторского отдела банковской сферы стараются отыскать компромиссное решение по погашению просроченной задолженности, которое удовлетворит кредитора и должника, например, реструктуризация задолженности (продлонгация срока исполнения обязательств, снижение процентной ставки, изменение графика погашения, кредитные каникулы и пр.), рефинансирование задолженности, частичное прощение просроченных процентов, уступка прав требований и др. В случае, если клиент не идет на контакт и уклоняется от оплаты долга, производится сбор компрометирующей информации. У коллектора довольно обширный спектр методов влияния на должника, однако это закрытая информация, являющаяся коммерческой тайной.

Необходимым инструментом в ходе поиска должника являются информационные базы, а именно:

- база данных/картотека кредитора, формируемая на основе данных, предоставляемых потенциальном заемщиком в момент подачи заявки на получение кредита;
- телефонная;
- Пенсионный фонд РФ;
- специализированная, используемая силовыми структурами;
- средства массовой информации, данные сети интернет и социальных сетей (Вконтакте, Одноклассники и др.).

Например, используя одну только базу данных Пенсионного фонда РФ, можно найти не только должника и его родственников, но и выявить место его работы, так как работодатель, если он ведет свой бизнес открыто, регулярно производит платежи в Пенсионный фонд РФ.

При совершении действий, направленных на возврат просроченной задолженности, кредитор или лицо, действующее от его имени и (или) в его интересах, вправе взаимодействовать с должником, используя законные способы (Федеральный закон № 230-ФЗ, ст. 4):

- 1) личные встречи, телефонные переговоры (непосредственное взаимодействие);
- 2) телеграфные сообщения, текстовые, голосовые и иные сообщения, передаваемые по сетям электросвязи, в том числе сотовой связи;
- 3) почтовые отправления по месту жительства или месту пребывания должника;
- 4) иные способы взаимодействия с должником кредитора или лица, действующего от его имени и (или) в его интересах, могут быть предусмотрены письменным соглашением между должником и кредитором.

Направленное на возврат просроченной задолженности взаимодействие кредитора или лица, действующего от его имени и (или) в его интересах, с любыми третьими лицами, под которыми для целей настоящей статьи понимаются члены семьи должника, родственники, иные проживающие с должником лица, соседи и любые другие физические лица, по инициативе кредитора или лица, действующего от его имени и (или) в его интересах, может осуществляться только при одновременном соблюдении следующих условий (№ 230-ФЗ, ст. 4, п. 5):

- имеется согласие должника на осуществление направленного на возврат его просроченной задолженности взаимодействия с третьим лицом;
- третьим лицом не выражено несогласие на осуществление с ним взаимодействия.

За должником закрепляется право в письменной форме отказаться от общения с коллектором (письменное заявление, заверенное нотариально в течение 4 месяцев с момента возникновения просроченной задолженности), в таком случае общение будет происходить через суд, в т. ч. путем обращения взыскания на имущество должника (Федеральный закон № 230-ФЗ, ст. 4, п. 4).

Взаимодействие с должником, направленное на возврат просроченной задолженности, вышеуказанными законными способами вправе осуществлять (Федеральный закон № 230-ФЗ, ст. 5) только:

- кредитор, в том числе новый кредитор (при переходе к нему прав требования с учетом ограничений, предусмотренных ч. 2 настоящей статьи);
- лицо, действующее от имени и (или) в интересах кредитора, только в том случае, если оно является кредитной организацией или лицом, осуществляющим деятельность по возврату просроченной задолженности в качестве основного вида деятельности, включенным в государственный реестр.

Новый кредитор, к которому перешло право требования, возникшее из договора потребительского кредита (займа), вправе осуществлять с должником взаимодействие, направленное на возврат просроченной задолженности, только если такой новый кредитор является кредитной организацией или лицом, осуществляющим деятельность по возврату просроченной задолженности в качестве основного вида деятельности, включенным в государственный реестр, за исключением случаев, когда должник ранее отказался от взаимодействия.

Привлечение к взаимодействию с должником лиц, имеющих неснятую или непогашенную судимость за преступления против личности, преступления в сфере экономики или преступления против государственной власти и общественной безопасности, не допускается.

Необходимо отличать деятельность коллекторских агентств от деятельности так называемых «черных коллекторов», которые путем угроз, насилия, порчи имущества или шантажа, занимаются взиманием долгов. Подобные способы возврата долгов считаются противозаконными и, более того, уголовно наказуемыми.

Согласно ст. 6 Федерального закона № 230-ФЗ не допускаются направленные на возврат просроченной задолженности действия кредитора, связанные в том числе с:

1) применением к должнику и иным лицам физической силы либо угрозой ее применения, угрозой убийства или причинения вреда здоровью;

2) уничтожением или повреждением имущества, либо угрозой таких уничтожения или повреждения;

3) применением методов, опасных для жизни и здоровья людей;

4) оказанием психологического давления на должника и иных лиц, использованием выражений и совершением иных действий, унижающих честь и достоинство должника и иных лиц;

5) введением должника и иных лиц в заблуждение относительно:

– правовой природы и размера неисполненного обязательства, причин его неисполнения должником, сроков исполнения обязательства;

– передачи вопроса о возврате просроченной задолженности на рассмотрение суда, последствий неисполнения обязательства для должника и иных лиц, возможности применения к должнику мер административного и уголовно-процессуального воздействия и уголовного преследования;

– принадлежности кредитора или лица, действующего от его имени и (или) в его интересах, к органам государственной власти и органам местного самоуправления;

6) любым другим неправомерным причинением вреда должнику и иным лицам или злоупотреблением правом.

Вне зависимости от наличия согласия должника раскрытие сведений о должнике, просроченной задолженности и ее взыскании и любых других персональных данных должника неограниченному кругу лиц, в том числе путем размещения таких сведений в информационно-телекоммуникационной сети интернет или

в (на) жилом помещении, доме, любом другом здании, строении, сооружении, а также сообщение по месту работы должника не допускается.

Согласно ст. 7 Федерального закона № 230-ФЗ по инициативе кредитора не допускается направленное на возврат просроченной задолженности взаимодействие с должником способами, предусмотренными п. 1 ч. 1 ст. 4 настоящего Федерального закона (непосредственное взаимодействие):

1) со дня признания обоснованным заявления о признании гражданина банкротом и введения реструктуризации его долгов или признания должника банкротом;

2) с должником с момента получения документов, подтверждающих наличие оснований, свидетельствующих, что он:

– является лицом, лишенным дееспособности, ограниченным в дееспособности, в том числе по основаниям, предусмотренным пунктом 1 ст. 30 Гражданского кодекса Российской Федерации;

– находится на излечении в стационарном лечебном учреждении;

– является инвалидом первой группы;

– является несовершеннолетним лицом (кроме эмансипированного).

По инициативе кредитора или лица, действующего от его имени и (или) в его интересах, не допускается непосредственное взаимодействие с должником:

1) в рабочие дни в период с 22 до 8 ч и в выходные и нерабочие праздничные дни в период с 20 до 9 ч по местному времени по месту жительства или пребывания должника, известным кредитору и (или) лицу, действующему от его имени и (или) в его интересах;

2) посредством личных встреч более одного раза в неделю;

3) посредством телефонных переговоров:

– более одного раза в сутки;

– более двух раз в неделю;

– более восьми раз в месяц.

В начале каждого случая непосредственного взаимодействия по инициативе кредитора должнику должны быть сообщены:

– фамилия, имя и отчество (при наличии) физического лица, осуществляющего такое взаимодействие;

– фамилия, имя и отчество (при наличии) либо наименование кредитора, а также лица, действующего от его имени и (или) в его интересах.

В отличие от «черных коллекторов», законные коллекторские учреждения представляют собой компанию или отдел в банковской организации, которые осуществляют правовую деятельность по взысканию долгов законно. В большинстве случаев сотрудниками подобных организаций являются квалифицированные юристы.

Деятельность коллекторских агентств регулирует Федеральная служба судебных приставов (ФССП России), которая также ведет реестр легальных коллекторских агентств: «Сведения, содержащиеся в государственном реестре юридических

лиц, осуществляющих деятельность по возврату просроченной задолженности в качестве основного вида деятельности».

Согласно ст. 13 Федерального закона № 230-ФЗ юридическим лицом, осуществляющим деятельность по возврату просроченной задолженности в качестве основного вида деятельности, включенным в государственный реестр, может являться только лицо, государственная регистрация которого осуществлена в установленном порядке на территории Российской Федерации:

- 1) зарегистрированное в форме хозяйственного общества;
- 2) учредительные документы которого содержат указание на осуществление юридическим лицом деятельности по возврату просроченной задолженности в качестве основного вида деятельности;
- 3) размер чистых активов которого, рассчитанный на основании бухгалтерской (финансовой) отчетности на последнюю отчетную дату, составляет не менее десяти миллионов рублей;
- 4) заключившее договор обязательного страхования ответственности за причинение убытков должнику при осуществлении деятельности по возврату просроченной задолженности со страховой суммой не менее десяти миллионов рублей в год;
- 5) в отношении которого не принято решение о ликвидации или о введении процедуры, применяемой в деле о банкротстве;
- 6) обладающее оборудованием, программным обеспечением, соответствующим требованиям, установленным уполномоченным органом;
- 7) владеющее сайтом в информационно-телекоммуникационной сети интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому юридическому лицу;
- 8) включенное в реестр операторов, осуществляющих обработку персональных данных, в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 27 июля 2006 г. № 152-ФЗ «О персональных данных»;
- 9) которое в течение трех предшествующих лет не исключалось из государственного реестра (за исключением случаев добровольного исключения по заявлению юридического лица);
- 10) которое не имеет денежного обязательства, не исполненного в течение более тридцати рабочих дней со дня вступления в законную силу судебного акта о взыскании просроченной задолженности;
- 11) учредители (участники), члены совета директоров (наблюдательного совета), члены коллегиального исполнительного органа, единоличный исполнительный орган которого соответствует требованиям, предусмотренным частями 2–3 настоящей статьи, и работники которого соответствуют требованиям, предусмотренным ч. 4 настоящей статьи.

Необходимо отметить, что наиболее крупные легальные коллекторские агентства входят в Национальную ассоциацию профессиональных коллекторских агентств «НАПКА». Стратегическая цель Ассоциации — формирование про-

зачного и цивилизованного рынка коллекторских услуг, который сможет обеспечить эффективный возврат просроченной задолженности в экономику страны при соблюдении этических норм взыскания.

Можно констатировать сильный рост количества коллекторских агентств в последние годы. В январе 2018 г. в реестре ФССП числилось около 200 коллекторских агентств, к февралю 2021 — уже 403 организации, а на 29.11.2022 г. — 471.

Само существование коллекторского бизнеса обусловлено нездоровой ситуацией в сфере займов и кредитов. Более чем двукратное увеличение числа коллекторских агентств говорит о неблагоприятной ситуации с просроченной задолженностью физических лиц в России.

Рост количества микрофинансовых и микрокредитных компаний, желание банков привлечь большее количество потенциальных заемщиков, предлагая новые кредитные продукты, завлекая срочностью кредитов, низкой ставкой, гибкими графиками погашения, упрощенным способом получения кредитных ресурсов и пр., финансовая и юридическая низкая грамотность населения, приводят к росту некачественного кредитного портфеля и, как следствие, потребности в увеличении коллекторских агентств.

2.4. Рынок микрокредитования (микрофинансирования)

Рынок микрокредитования (микрофинансирования) выполняет особую роль на кредитном рынке. С его помощью должно осуществляться финансирование стартапов, микро- и малого предпринимательства.

В этой связи можно выделить особенные функции рынка микрокредитования (микрофинансирования):

- социальная (поддержка микро- и малого предпринимательства, что в результате должно воздействовать на сокращение бедности в стране);
- экономическая (формирование кредитной истории, укрепление финансовой системы и личной дисциплины заемщиков).

Безусловно, микрофинансовые организации выполняют и базовые функции кредитного рынка:

- аккумулярование (привлечение) денежных средств;
- распределение (перераспределение) денежных ресурсов;
- обеспечение информацией участников рынка.

Микрофинансовая деятельность — деятельность юридических лиц, имеющих статус микрофинансовой организации, а также иных юридических лиц, имеющих право на осуществление микрофинансовой деятельности в соответствии со ст. 3 Федерального закона от 29.12.2015 № 407-ФЗ (базовый Федеральный закон от 2 июля 2010 года № 151-ФЗ «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» по предоставлению микрозаймов (микрофинансирование).

Микрофинансовая организация (МФО) — юридическое лицо, которое осуществляет микрофинансовую деятельность, сведения о котором внесены в государственный реестр микрофинансовых организаций в порядке, предусмотренном настоящим Федеральным законом.

Микрофинансовые организации могут осуществлять свою деятельность в виде *микрофинансовой или микрокредитной компании* (п. 2 в ред. Федерального закона от 29.12.2015 № 407-ФЗ).

Микрофинансовая компания (МФК) — вид микрофинансовой организации, осуществляющей микрофинансовую деятельность с учетом установленных ч. 1 и 2 ст. 12 настоящего Федерального закона ограничений, удовлетворяющей требованиям настоящего Федерального закона и нормативных актов Банка России, в том числе к собственным средствам (капиталу), и имеющей право привлекать для осуществления такой деятельности денежные средства физических лиц, в том числе не являющихся ее учредителями (участниками, акционерами), с учетом ограничений, установленных пунктом 1 ч. 2 ст. 12 настоящего Федерального закона, а также юридических лиц.

Микрокредитная компания (МКК) — вид микрофинансовой организации, осуществляющей микрофинансовую деятельность с учетом установленных ч. 1 и 3 ст. 12 настоящего Федерального закона ограничений, удовлетворяющей требованиям настоящего Федерального закона и нормативных актов Банка России, в том числе к собственным средствам (капиталу), и имеющей право привлекать для осуществления такой деятельности денежные средства физических лиц, являющихся ее учредителями (участниками, акционерами), а также юридических лиц.

Госдума РФ внесла изменения в Федеральный закон № 407-ФЗ, в результате чего произошло разделение микрофинансовых организаций (МФО) на микрофинансовые компании (МФК) и микрокредитные компании (МКК).

МФК в рамках настоящего закона получили не только более широкий спектр функций, но и большую ответственность за свои действия на кредитном рынке.

Микрофинансовая компания имеет право:

- предоставлять минизаймы на сумму до 1 млн руб. на потребительские цели;
- выпускать облигации;
- предоставлять займы на бизнес-цели до 3 млн руб.;
- привлекать денежные средства населения от 1,5 млн руб. (такие «вклады» не подлежат страхованию Агентства страхования вкладов (АСВ));
- запрашивать у заемщиков документы, которые необходимы для рассмотрения заявки на займ;
- предоставлять или отказывать в предоставлении займов с указанием обоснованной причины;
- осуществлять иную деятельность, предусмотренную законодательством;
- запрашивать кредитную историю из БКИ и передавать данные о заемщике обратно.

Микрофинансовая компания не в праве в соответствии с действующим законодательством:

- выдавать займы в иностранной валюте;
 - выступать поручителем по обязательствам своих учредителей;
 - без предварительного решения высшего органа управления микрофинансовой организации об одобрении соответствующих сделок совершать сделки с имуществом, которые приведут к снижению стоимости активов компании на 10% и более;
 - изменять в одностороннем порядке ставки по договорам займов, менять сроки выплат, устанавливать комиссионное вознаграждение;
 - заниматься иной торговой, производственной и прочей деятельностью;
 - выдавать заемщику — юридическому лицу или индивидуальному предпринимателю микрозаем (микрозаймы), если сумма основного долга заемщика — юридического лица или индивидуального предпринимателя перед этой микрофинансовой организацией по договорам микрозайма в случае предоставления такого микрозайма (микрозаймов) превысит 5 млн рублей;
 - заниматься профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг.
- Сравнительная характеристика МФК и МКК приведена в табл. 2.10.

Таблица 2.10

Сравнительная характеристика МФК и МКК

Наименование объекта	МФК	МКК
Обязательная величина капитала МФО	Минимальный уставной капитал микрофинансовых организаций (МФО) с 1 июля 2020 г. 1 млн руб. Далее требования к размеру минимального капитала МФО будут ежегодно увеличиваться на 1 млн руб. до 2024 года — до 5 млн руб.	
Разрешенные способы получения средств для формирования уставного капитала	До 1,5 млн руб. в качестве вложения (заимствования) у неопределенного круга физических лиц; любая сумма от физических и юридических лиц учредивших МФК или в качестве займа у других юридических лиц	Любая сумма от физических и юридических лиц, учредивших МКК, или в качестве займа у других юридических лиц
Максимально разрешенная сумма займа физическому лицу	1 млн руб.	500 тыс. руб.
Максимально разрешенная сумма займа ИП или организации	3 млн руб.	3 млн руб.
Выдача займов иностранным гражданам	Разрешена	Запрещена
Право на эмиссию облигаций	Размещается выпуск облигаций с соблюдением законодательных норм и особых ограничений для МФК	Запрещено

Окончание табл. 2.10

<i>Наименование объекта</i>	<i>МФК</i>	<i>МКК</i>
Право на эмиссию пластиковых карт МФО	Разрешено выпускать	Запрещено
Контролируемые нормативные показатели	Регулируются достаточность собственных средств, ликвидность, риск для заемщика или группы заемщиков, риск для лица или нескольких связанных с МФК лиц	Регулируются достаточность собственных средств и ликвидность
Проведение идентификации заемщика — физического лица	Разрешено порекомендовать идентификацию другой структуре	Только идентификация силами МКК
Обязательность ежегодного аудита МФО	Обязательно	Не требуется
Отношения с СРО (саморегулируемая организация)	Обязательно быть членом СРО	Членство обязательно, СРО следит за соблюдением закона и правил со стороны МКК
Форма надзора со стороны Центрального банка РФ	Постоянный надзор	Надзорные мероприятия проводятся в особых случаях и при подозрении в нарушении законодательства и правил ведения деятельности со стороны МКК или СРО, в котором состоит МКК
Право выдавать займы удаленно, с идентификацией заявителя через интернет (онлайн-займы)	Разрешено	Запрещено

Банк России ведет государственные реестры участников микрофинансового рынка, обеспечивает надзор за их деятельностью напрямую и через саморегулируемые организации, регулирует микрофинансовый рынок.

По состоянию на 06.11.2021 г. в Российской Федерации действовало 37 микрофинансовых и 1232 микрокредитных компании¹.

Чтобы микрозаймы помогали людям в разных жизненных ситуациях, а не ухудшали их финансовое положение, введены ограничения по займам МФО:

– ограничение предельной задолженности заемщика по договору краткосрочного (сроком до 1 года) потребительского кредита (займа) по отношению к сумме потребительского кредита (займа) в размере 1,5-кратной суммы потребительского кредита (займа) — с 01.01.2020;

– ограничение ежедневной процентной ставки — с 01.07.2019 г. — не более 1% в день;

¹ Реестры субъектов рынка микрофинансирования. Банк России: [сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/microfinance/register/> (дата обращения: 26.12.2022).

- ограничение полной стоимости займа — не более 365 % годовых;
- запрет на микрозаймы под залог жилья.

Серьезной проблемой остается деятельность нелегальных кредиторов, которые выдают себя за микрофинансовые организации. Обращение к ним опасно: нелегальные кредиторы могут обманным путем заставить заемщика подписать договор по кредиту с преступно высоким процентом, под залог имущества и жилья. Тяжбы с нелегальными кредиторами могут отнять много сил и времени. Чтобы не стать жертвой таких кредиторов, заемщик обязательно должен проверить, находится ли организация, в которую он собирается обратиться, в реестре Банка России.

После внесения поправок в Федеральный закон «О потребительском кредите (займе)» и Федеральный закон «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» действует ограничение предельной задолженности гражданина по займам на срок до одного года. Проценты, неустойки (штрафы, пени) и иные начисления по такому кредиту не могут превышать сам долг более чем в 1,5 раза. Эта норма действует с 1 января 2020 г. После достижения этого размера начисление процентов и других платежей должно быть прекращено.

Так, заемщик, взявший в долг, например, 1 тыс. рублей, ни в какой момент времени не должен будет кредитору более 2,5 тыс. рублей (тело долга плюс начисленные проценты и платежи), трактует ЦБ РФ.

Кроме того, действует новый специализированный вид займа — в сумме до 10 тыс. рублей на срок до 15 дней (так называемый «заем до зарплаты»). Сумма начисленных процентов по такому займу не должна превышать 3 тыс. рублей (или 30 % от суммы займа, если на 15 дней выдано менее 10 тыс. рублей). Ежедневная выплата по нему не должна превышать 200 рублей. В отношении такого займа не будут действовать ограничения предельного долга и максимальной ежедневной ставки, но его запрещается продлевать или увеличивать его сумму.

Изменения в законодательство ограничили круг лиц, которым будет возможна уступка прав по договорам потребительского кредита. Так, например, кредитор не сможет переуступить права взыскания задолженности «черным» коллекторам (которых нет в государственном реестре).

Работа Банка России в части создания и использования инфраструктуры цифрового профиля на микрофинансовом рынке и действия компаний в условиях пандемии способствует продолжению цифровизации рынка:

- за последний год доля договоров, заключаемых дистанционно, в общем числе договоров (за квартал) увеличилась на 14 п. п., до 71 %;
- число МФО, выдающих онлайн-займы, за тот же период выросло на 40% — на конец II квартала 2021 г. онлайн-канал выдачи займов имеют 15% компаний рынка;
- на рынке появились МФО, выдающие онлайн только займы Installment¹.

¹ Аналитика. Банк России : [сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/microfinance/analytics/> (дата обращения: 26.12.2022).

Вопросы для самопроверки к главе 2

1. Что такое кредит?
2. Перечислите основные принципы кредитования.
3. В какой форме заключается кредитный договор?
4. Назовите наиболее распространенные виды обеспечения ссуд.
5. Что означает принцип дифференцированности кредитования?
6. Что такое кредитный рейтинг?
7. Обоснуйте термин «платежеспособность» клиента.
8. Назовите отличительные особенности коммерческого кредита.
9. Дайте определение банковского кредита.
10. Что такое норма процента?
11. Какие факторы влияют на величину нормы процента?
12. Назовите отличительные особенности потребительского кредита.
13. Назовите основную задачу кредитного рынка.
14. Дайте определение кредитного рынка.
15. Перечислите функции кредитного рынка.
16. Дайте сравнительную характеристику факторинга и форфейтинга.
17. Что такое кредитная история?
18. Перечислите функции бюро кредитных историй.
19. Назовите критерии признания бюро кредитных историй квалифицированным.
20. На основе каких показателей формируется кредитный рейтинг?
21. Кто такой кредитный брокер?
22. Что не входит в компетенции кредитного брокера?
23. В каком случае следует обратиться к кредитному брокеру?
24. Дайте определение ломбарда.
25. Перечислите виды деятельности ломбарда.
26. Назовите основные методологии присвоения кредитных рейтингов.
27. Дайте определение коллекторской деятельности.
28. По каким причинам банки чаще прибегают к услугам внешних коллекторов?
29. Перечислите законные способы взаимодействия коллектора с должниками.
30. Назовите особенные функции рынка микрокредитования (микрофинансирования).
31. Назовите отличия микрофинансовой компании от микрокредитной.
32. Может ли микрофинансовая компания выдавать займы в иностранной валюте?
33. Какую максимальную сумму займа могут предоставить микрофинансовые организации?

34. Какой размер чистых активов необходимо иметь юридическому лицу, осуществляющему деятельность по возврату просроченной задолженности?
35. Какой государственный орган регулирует деятельность коллекторских агентств в России?

ГЛАВА 3. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Понятие рынка ценных бумаг, его классификация и функции

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

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

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

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

Рынок ценных бумаг создает почву для объединения заемщиков и инвесторов. Первокласными заемщиками (эмитентами) выступают предприятия различных форм собственности и государство, а финансовые институты и физические лица — основные поставщики капитала (инвесторы).

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, можно классифицировать по целому ряду признаков.

Классификация рынка ценных бумаг представлена в табличной форме, где показаны классификационные признаки и виды рынков. Рассмотрим семь классификационных признаков:

<i>Классификационный признак</i>	<i>Вид рынка</i>
По территориальному признаку	1) международный (глобальный) рынок ценных бумаг; 2) национальный рынок ценных бумаг; 3) региональный рынок ценных бумаг

<i>Классификационный признак</i>	<i>Вид рынка</i>
По эмитентам ценных бумаг	1) рынок государственных и муниципальных ценных бумаг: – рынок ценных бумаг Федерального правительства; – рынок ценных бумаг субъектов Федерации; – рынок ценных бумаг органов местного самоуправления; 2) рынок корпоративных ценных бумаг
По экономической природе ценной бумаги	1) рынок долевых ценных бумаг; 2) рынок долговых ценных бумаг; 3) рынок производных финансовых инструментов
В зависимости от стадии обращения	1) первичный рынок 2) вторичный рынок
По форме организации торговли	1) биржевой рынок: – традиционный (классический) рынок; – электронный (компьютеризированный) рынок; 2) внебиржевой рынок: – организованный рынок; – неорганизованный рынок
По срокам предоставления денег	1) денежный рынок; 2) рынок капиталов
По срокам исполнения сделок	1) кассовый (спот) рынок; 2) срочный рынок

Становление российского рынка ценных бумаг необходимо рассматривать с учетом того фактора, что рыночной экономике нашей страны (как бы это ни звучало в условиях 2022–2023 г.г.) предстоит интегрироваться в единое мировое экономическое пространство. Представляется целесообразным в этой связи проанализировать соотношение международных и национальных, а также национальных и региональных рынков ценных бумаг.

Каждый национальный рынок в конечном счете должен быть доступен для всех инвесторов — тогда и только тогда он получит международное признание. Вместе с тем такое толкование ни в коей мере не ставит задачу перед каждым отдельно взятым национальным рынком обязательно претендовать на международный уровень. Именно разделение рынков на международные и национальные создает условия, с одной стороны, для свободного перелива капитала между ними и интеграции денежных ресурсов там, где это более выгодно с позиции инвестирования, а с другой, — дает ответ о персонифицированных финансовых активах, обращающихся не только на национальных рынках, но и вышедших в определенный момент времени на международные рынки. Объективно роль одного из самых крупных международных рынков играют Нью-Йоркская и Лондонская фондовые биржи. В рейтинге мировых финансовых центров Нью-Йорк и Лондон длительное время занимают первые две строчки, соревнуясь между собой. Москва занимает по состоянию на 24.09.2021 г. 50 место в рейтинге глобальных

финансовых центров Global Financial Centres Index (GFCI)¹. Это лучшая позиция Москвы в рейтинге международных финансовых центров. Индекс мировых финансовых центров был впервые опубликован в 2007 г. и обновляется каждые полгода (данный выпуск стал 30-м по счету).

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

Начальный уровень рынка ценных бумаг может быть только национальным по причине того, что основным связующим звеном выступают единая валюта, единые правила обращения ценных бумаг, единые требования к участникам рынка. Разделяя рынки на национальные и региональные, необходимо иметь в виду, что региональный рынок — это объединение нескольких национальных рынков (европейский, азиатский, в рамках евразийского экономического союза и т. д.). Поэтому для России региональным будет рынок на территории бывшего Советского Союза, например, ЕАЭС (Евразийский экономический союз), хотя не исключено рассмотрение России как участницы и европейского, и азиатского региональных рынков.

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

Для инвестора любой страны, как и для инвесторов любого региона (области, края) России, важно получить возможность вкладывать свои свободные денежные средства в наиболее широкий спектр предлагаемых к обращению ценных бумаг. Регулятор финансового рынка вправе вводить ограничения для неквалифицированных инвесторов по доступности рискованных финансовых активов.

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

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

Национальный (внутренний) рынок охватывает рынок одного-единственного государства.

По эмитентам классификация выделяет рынок государственных (федеральных), муниципальных и корпоративных ценных бумаг.

Рынок государственных ценных бумаг — это рынок ценных бумаг, эмитентом которых является государство в лице соответствующих органов государствен-

¹Интерфакс : [официальный сайт]. URL: <https://www.interfax.ru/business/793321> (дата обращения: 10.01.2023).

ной исполнительной власти как на федеральном, так и на субфедеральном уровне (федеральные и субфедеральные государственные ценные бумаги).

Самостоятельный статус имеют муниципальные ценные бумаги. Альтернативой рынку государственных и муниципальных ценных бумаг служит рынок корпоративных ценных бумаг, роль и значение которого в рыночной экономике трудно переоценить.

По экономической природе можно рассматривать рынок долевых и долговых ценных бумаг, а также рынок производных финансовых инструментов.

К *долевым* ценным бумагам, наряду с акциями, можно отнести и паевые ценные бумаги (инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия), удостоверяющие отношения совладения или долевого участия в формировании инвестиционного фонда.

К *долговым* ценным бумагам, опосредующим кредитные отношения, относятся облигации, сберегательные сертификаты, депозитные сертификаты, векселя и др.

Особую категорию представляет *рынок производных финансовых инструментов*, выполняющих одну из главных функций — хеджирования или страхования активов от неблагоприятного изменения цен на них. К производным финансовым инструментам относятся классические фьючерсные и опционные контракты, форвардные контракты, депозитарные расписки, опционы эмитента, варранты, свопы.

С точки зрения финансовых инвестиций интерес представляет деление рынка ценных бумаг на первичный и вторичный.

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

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

Первичный рынок обеспечивает финансирование воспроизводственного процесса, привлекая коллективных вкладчиков (институциональных инвесторов) в лице крупных кредитно-финансовых институтов, прежде всего коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов. Первичный оборот обладает собственными методами торговли ценными бумагами, позволяющими осуществлять прямые отношения между эмитентом ценных бумаг и их покупателями.

Основные цели первичного рынка ценных бумаг:

- 1) *обеспечение ликвидности капитала*, в частности, трансформации временно свободных денежных средств поставщиков капитала (финансовых институтов и населения) в разные формы активов;
- 2) *обеспечение капиталом* эмитентов на гибких условиях и других участников для целей инвестирования и поддержания текущих бизнес-процессов;
- 3) *интенсификация потоков капитала*, ускоряющая обращение денег из низко конкурентных отраслей экономики в самые перспективные;
- 4) *формирование условий конкуренции на рынке капитала*, когда финансовые активы становятся инструментом инвестиционного выбора для инвесторов;
- 5) *распределение доходности* от собственности, что широко применяется в компаниях с долевым участием.

Первичный рынок ценных бумаг имеет сложную структуру, которая во многом зависит от того, насколько масштабна сама финансовая система, количества ее участников и финансовых инструментов, их классов и видов, степени развития инфраструктуры обращения активов.

Первичный рынок включает следующих функциональных участников:

1. *Компания-эмитент*, которая осуществляет размещение на рынке ценных бумаг (акций, облигаций) в обмен на финансовые активы. Основная задача эмитента состоит в размещении бумаг в соответствии с заявленными целями и согласно правовым нормативным актам, регулирующим выпуск ценных бумаг в публичное обращение.

2. *Андеррайтер-посредник*, в роли которого выступает банк или брокер (инвестиционная компания). Андеррайтер принимает на себя обязательства по отношению к эмитенту разместить его ценные бумаги за определенное вознаграждение. Обычно андеррайтер действует на правах комиссионера или агента и его основной задачей является размещение акций или других эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов при первичном публичном размещении либо по ограниченной (так называемой закрытой) подписке среди круга желательных инвесторов.

3. *Фондовая биржа (организатор торгов)* — это основная торговая площадка, на которой происходит размещение ценных бумаг эмитента на публичном рынке. Подготовка к размещению ценных бумаг традиционно сопровождается мощной рекламой, презентациями, релизами в средствах массовой информации и проведением публичных мероприятий. Так называемое *road show* — элемент практической подготовки компании-эмитента при выпуске ее ценных бумаг (облигации, акции, и т. д.), в том числе при первичном публичном размещении. Это серия встреч с потенциальными инвесторами и аналитиками в ключевых городах мира. До попадания ценной бумаги в котировальный список биржи сама компания-эмитент проходит тщательную процедуру проверки на соответствие стандартам ведения бизнеса, открытости, корректности финансовой отчетности, кредитоспособности и другим позициям. Такая проверка называется листингом. Если

листинг пройден успешно, то ценные бумаги компании-эмитента включаются в котировальный список биржи и ей присваивается специальный номер (тикер), после чего бумаги компании становятся доступны неограниченному кругу инвесторов биржи.

4. *Внебиржевой рынок*, который существует в качестве альтернативы фондовой бирже, когда эмитенты не подвергаются листингу.

Однако первичная эмиссия бумаг на внебиржевом рынке также имеет ряд своих особенностей:

а) размещение бумаг во внебиржевом формате происходит традиционно среди строго известного круга инвесторов, что повышает риски неисполнения обязательств;

б) непубличность лишает компанию-эмитента возможности выбора инвестора, а инвесторов — некоторой конкуренции. Но такой формат может быть оправдан при формировании холдинговой компании или распределении долей собственности среди стратегических инвесторов;

в) потребность в проведении аудита компании-эмитента (замещающего листинг), который требует определенного времени: для анализа деятельности компании-эмитента инвесторы могут прибегать к мнению экспертов, аналитиков и консультантов;

г) размещение вне организованного рынка требует от компании-эмитента точного расчета объема эмиссии, поскольку невостребованные ценные бумаги она сможет реализовать только с достаточно большим дисконтом на непубличном рынке;

д) на внебиржевом рынке присутствуют многочисленные участники, определяющие посреднические и инфраструктурные особенности обращения ценных бумаг — это брокеры, дилеры, управляющие компании, реестродержатели и депозитарии, которые ввиду их универсальности используются как при первичной эмиссии активов, так и при их последующем обращении.

В *структуру первичного рынка* ценных бумаг входят:

- 1) рынок акций;
- 2) рынок депозитарных расписок;
- 3) рынок корпоративных облигаций;
- 4) рынок государственных и муниципальных облигаций, бумаг.

На практике первичный и вторичный рынки ценных бумаг относительно обособлены друг от друга, однако их необходимо рассматривать в качестве единого механизма, поскольку они существуют во взаимосвязи и взаимодействии — их связывает общность процессов, происходящих на финансовом рынке.

Первичный рынок ценных бумаг основан на совокупности правоотношений, обуславливающих процесс размещения ценных бумаг. Первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок

(для прочих) между профессиональными участниками, принимающими на себя обязательства в соответствии с выполняемым функционалом.

На первичном рынке проводятся операции с выпусками (траншами) первых и повторных эмиссий ценных бумаг, но только при их начальном размещении среди инвесторов.

Важнейшей характеристикой первичного рынка является полное раскрытие информации об эмитентах для инвесторов, что позволяет делать обоснованный выбор ценной бумаги для инвестирования.

Все процессы на первичном рынке служат цели раскрытия информации:

- подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты и достоверности представленных данных;
- публикация проспекта эмиссии и отчетов с итогами подписки.

Первичный рынок ценных бумаг — это не есть физическое место в пространстве, где бы он располагался отдельно (обособленно) от вторичного, например. Регулярно множество компаний производят размещение новых выпусков (серий, траншей) ценных бумаг, которые (часто посредством андеррайтинга) распространяются на заранее оговоренных эмитентами условиях, т. е. первичный рынок существует в распределенной форме.

Субъектами первичного рынка ценных бумаг могут выступать следующие категории участников:

1) физические лица (инвесторы) — на условиях, допускаемых законодательством и регулятором торгов (в основном — через брокерское посредничество);

2) юридические лица, имеющие широкий диапазон функционала — от эмитентов до институциональных инвесторов (негосударственные пенсионные фонды, венчурные, трастовые, паевые инвестиционные фонды, банки, страховые компании, кредитные потребительские кооперативы и проч.). Эта категория участников может размещать на первичном рынке свои ценные бумаги для:

- формирования уставного фонда;
- увеличения уставного фонда;
- реорганизации;

3) государство в роли регулятора или эмитента долговых ценных бумаг.

Характер и сила влияния на деятельность эмитента зависят от количества акций, принадлежащих инвестору. Согласно российскому законодательству, обладание разными количествами акций в процентном отношении от величины оплаченного капитала дает инвесторам различные права: стратегические инвесторы заинтересованы в приобретении большого пакета акций, составляющего, как минимум, 25 % — необходимого для проведения важных решений.

Так, в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» некоторые права предоставляются акционерам в зависимости от их доли в уставном капитале акционерного общества:

<i>Доля в уставном капитале, %</i>	<i>Права инвесторов</i>
1 (простой контроль)	На ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, обращение в суд с иском к члену совета директоров (ст. 51)
2 (простой контроль)	На два предложения в повестку дня общего собрания акционеров, право выдвигать кандидата в совет директоров, коллегиальный орган, ревизионную комиссию и на должность единоличного исполнительного органа общества (ст. 53)
10 (простой контроль)	На требование созыва внеочередного общего собрания акционеров, требование проверки финансово-хозяйственной деятельности общества (ст. 55)
Более 25 (блокирующий пакет)	На блокирование решений общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, реорганизации и ликвидации общества, заключения крупных сделок (ст. 49), допуск к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа (ст. 91)
Более 30 (блокирующий пакет)	На проведение общего собрания акционеров, созванного взамен несостоявшегося (ст. 58)
Более 50 (преобладающий пакет)	На проведение общего собрания акционеров, принятие необходимых решений на общем собрании акционеров (ст. 58)
Более 75 (доминирующий пакет)	Полный контроль над акционерным обществом, т. е. возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации общества, заключение крупных сделок (ст. 49)

К операциям первичного рынка ценных бумаг относятся:

- эмиссия;
- определение основных форм размещения выпущенных ценных бумаг;
- определение рыночной стоимости ценных бумаг;
- оценка инвестиционного риска;
- государственная регистрация эмиссии ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- назначение реестродержателя;
- хранение.

Таким образом, основная задача первичного рынка состоит в получении инвестиционных ресурсов компанией-эмитентом от инвесторов, в то время как на вторичном рынке (еще его называют рынком спекулянтов) происходит вложение средств различных видов капитала с целью получения прибыли от сделок с ценными бумагами.

Первичный рынок *формирует спрос* на инвестиционные активы и участие в доле собственности. На вторичном рынке происходит лишь перераспределение этой доли среди различных собственников.

Вместе с тем, учитывая особенности российского законодательства, которое описывает процесс *обращения* выпущенных ценных бумаг как достаточно широкое понятие, включающее в себя *всю совокупность гражданско-правовых сделок*, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги, целесообразно рассматривать вторичный рынок как механизм, способствующий совершению не только сделок купли-продажи ценных бумаг, но и иных сделок, реализация которых приводит к смене владельца ценной бумаги (договор дарения, наследования и др.).

Следует обратить внимание, что отечественный законодатель отдельно описывает процесс *публичного обращения ценных бумаг*, который трактуется как обращение ценных бумаг на организованных торгах или обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы, и в данном случае по смыслу закона речь идет как раз о совершении на вторичном рынке сделок купли-продажи.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», описывающий процесс обращения и процедуру публичного обращения ценных бумаг, регламентирует только те отношения, которые связаны с выпуском и обращением *эмиссионных ценных бумаг* (акции, облигации, опцион эмитента и депозитарные расписки). Вместе с тем неэмиссионные ценные бумаги также обращаются на вторичном рынке, поэтому сформулированное понятие вторичного рынка в полной мере относится и к данному классу ценных бумаг.

Вторичный рынок играет ключевую роль во всем процессе биржевого оборота. Он позволяет инвесторам активно перепродавать ценные бумаги, фиксировать прибыль, получать краткосрочные доходы, вкладывать денежные средства в ценные бумаги и их производные. Без развитого вторичного рынка дальнейшее обращение ценных бумаг было бы затруднено или вовсе невозможно.

Важнейшей чертой вторичного рынка ценных бумаг является его ликвидность — способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время при небольших колебаниях курсов и низких издержках на реализацию.

По форме организации рынки подразделяются:

- на внебиржевой;
- биржевой — организованный рынок.

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

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

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

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

Реальный неорганизованный внебиржевой рынок характеризуется, конечно, тем, что торговля происходит стихийно и без каких-либо всеобщих правил: покупатель весь риск берет на себя. При этом условия сделок оговариваются между покупателем и продавцом. Становление рынка ценных бумаг в новейшей истории России можно охарактеризовать именно такой хаотичностью (обращение приватизационных чеков, акций компаний без государственной регистрации). Для классических неорганизованных рынков больше подходит термин «децентрализованные рынки». Все участники сделок на таких рынках должны совершать операции в рамках законодательства, как правило, при непосредственном участии профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеры, дилеры, управляющие, депозитарии, реестродержатели).

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

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

Рынок капиталов, по сути, и есть фондовый рынок — организованная система экономических отношений и форм поведения их участников, где, с одной стороны, частные компании (хозяйствующие субъекты, предприятия) и государственные структуры могут получить средства на длительный срок для финансирования своих проектов, а с другой, — инвесторы (частные лица и институциональные инвесторы) могут разместить свободные деньги.

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

На рынке капиталов представлены такие инструменты, как государственные облигации, облигации и акции акционерных обществ, паи и акции инвестиционных фондов, вообще бесконечное множество активов, во что инвесторы могут вложить свои деньги.

Рынок капиталов — это рынок долгосрочных операций, обеспечивающих формирование собственного (акционерного) капитала, привлечение инвестиций.

В отличие от рынка капиталов на денежном рынке обращаются валюты и краткосрочные долговые инструменты.

По срокам исполнения сделок рынок ценных бумаг может быть кассовым и срочным. Кассовый (кэш-рынок, спот-рынок) — это рынок с немедленным исполнением сделок. Для рынка акций в России переход на систему торговли и исполнения сделок по принципу T+2, означает, что все кассовые сделки на фондовом рынке исполняются на конец второго рабочего дня после их совершения.

Кассовые сделки на валютном рынке — это сделки today, tomorrow, spot. Если кассовый рынок — это исполнение сделок по принципу T+2, то срочный рынок — это рынок, на котором заключаются сделки (открываются позиции) со сроком исполнения, превышающим два рабочих дня.

При оперировании понятием «рынок ценных бумаг» часто встречается другой термин — «фондовый рынок». Возникает вопрос, насколько близки понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок»?

По мнению ряда исследователей, фондовый рынок ассоциируется, как правило, с фондовыми биржами. Так ли это на самом деле? Смысл здесь гораздо глубже. В самих фондовых биржах заложена высокоорганизованная совокупность экономических отношений ее участников (эмитентов, претендующих на получение официальной котировки их ценных бумаг; дилеров, брокеров, управляющих и их клиентов, находящихся в поисках лучших инвестиций свободных денежных средств; депозитариев, клиринговых и расчетных систем, обслуживающих участников торгов; наконец, государства в лице органов власти и управления,

определяющего «правила игры» и контролирующего действующее законодательство по ценным бумагам и фондовым биржам), выражаемая, как минимум, через единый национальный рынок, не только связывающий, объединяющий финансовое пространство одной страны, но и являющийся доступным для входа и выхода из него каждому инвестору.

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

Следует отметить, что слово «акция» имеет в английском языке два основных эквивалента: — *stocks* и *shares*, которые могут трактоваться по-разному в разных странах. В таблице 3.1 показано, что понимается под этими словами на рынках Великобритании и США.

Таблица 3.1

Сравнительный анализ терминов “stock” и “share”

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

В 80-х годах XX века резко увеличилось число видов и способов применения долговых инструментов (например, ценных бумаг, обеспеченных залогом). Авторы американского университетского учебника Р. Дж. Тьюлз, Э. С. Брэдли, Т. М. Тьюлз считают, что «фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций и правительств (иностранных, федеральных, местных органов власти)»¹. Раскрывая сущность фондового рынка, экономисты подчеркивают в экономических отношениях его участников, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг, «коллективную оценку текущей стоимости активов».

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

¹ Цит. по: Татьянников В. А. Риски инвесторов в условиях повышенной неопределенности российского фондового рынка. Дисс. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2001. 194 с. URL: <http://www.dissertacii.narod.ru/libr/econ/Tatjannikov/Tatjannikov.pdf> (дата обращения: 10.01.2023).

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

Однако нельзя забывать об еще одном виде ценных бумаг — товарораспорядительных ценных бумагах, которые удостоверяют право владельца такой ценной бумаги на определенные товарно-материальные ценности и используются для оптимизации операций, связанных с куплей-продажей различных товаров. В российском законодательстве предусмотрены два вида товарораспорядительных ценных бумаг:

- складские свидетельства;
- коносаменты.

С учетом данного вида ценных бумаг категория «рынок ценных бумаг» будет шире, чем «фондовый рынок».

Как видим, подходы к рассмотрению функций рынка ценных бумаг могут быть различными. За базовый принцип формирования функций рынка ценных бумаг возьмем основную цель его функционирования.

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

На первое место поставим функцию аккумуляции свободных денежных средств для финансирования экономики предприятий (корпораций) страны с целью поддержания экономического роста.

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

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

многократного перераспределения в соответствии с инвестиционными предпочтениями инвесторов. На второе место выходит функция рынка ценных бумаг — распределительная, характеризующая риск-профиль инвесторов.

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

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

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

Рассмотрев основные (главные) функции рынка ценных бумаг, необходимо дать ответ на ключевой вопрос — ценообразование активов. Необходимо отнести к функциям рынка ценных бумаг функцию ценообразования активов. Но сам рынок как экономическая категория ответа на этот вопрос не дает. Ценообразование биржевых активов необходимо отнести к функциям бирж. Ценообразование внебиржевых активов построено на оценочной деятельности, и ответ можно получить от уполномоченных институтов. Вместе с тем в широком понимании необходимо отнести к рынку ценных бумаг так называемую ценовую функцию.

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

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

- хеджирование;
- спекулирование;
- арбитражирование.

Данные специфические функции больше относятся к производным финансовым инструментам.

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

Обозначенные четыре основные функции наиболее точно характеризуют рынок ценных бумаг как совокупность экономических отношений по поводу выпу-

ска и обращения ценных бумаг и производных финансовых инструментов между его участниками, чтобы получить не только коллективную справедливую оценку стоимости активов, но и инвестиционный доход.

На рынке ценных бумаг рыночная неопределенность тесно связана с появлением у участников новой информации. Инвестиционный риск можно рассматривать как рыночную неопределенность, скорректированную во времени на полноту информации о происходящих на финансовых (фондовых) рынках событий.

Существуют (по Ю. Фаме) три уровня эффективности рынков: слабая, средняя, сильная — они вызывают противоречия в настоящее время, но лучшего способа классификации уровней эффективности фондовых рынков нет. Рассмотрим подробнее уровни эффективности фондового рынка:

<i>Степень эффективности рынка</i>	<i>Информация</i>
Слабая (weak)	В основе лежит информация о прежних ценах на активы (динамика курсов финансовых инструментов)
Средняя (semistrong)	Учитывается вся общедоступная информация (ежедневная информация о существенных событиях на фондовом рынке)
Сильная (strong)	Воплощается в ценах на активы вся информация для общего пользования, в т. ч. частная (информация, полученная в результате исследований на основе фундаментального и технического анализа)

Сравнение уровней эффективностей фондового рынка показывает, что они связаны с полнотой определенной информации. Если рынок имеет слабую степень эффективности (weak-form efficiency), то решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается на основе динамики курсов за прошедший период (статистический ряд) и, казалось бы, невозможно экономическим агентам получить сверхприбыль. Но даже этот уровень эффективности рынка не соответствует абсолютному признанию и дает повод найти место проявлению когнитивной психологии. Именно психология поведения инвесторов вносит свои субъективные коррективы в ценообразование активов, эффективность воздействия когнитивной психологии усиливается по мере сокращения временного диапазона торговли. Торговля на пятиминутном интервале более подвержена поведенческой психологии, чем торговля на недельном (месячном) графике.

Еще больше удаляется от идеальной эффективности ее средняя форма (semistrong-form efficiency). В настоящее время общедоступную информацию связывают с существенной информацией у эмитента, в макроэкономике, появление которой привязано к единому регламенту (времени открытия официальной информации).

Сильная степень эффективности рынка (strong-form efficiency) на практике вообще трудно реализуема. Информация, добытая кропотливым трудом аналитических служб институциональных инвесторов, исследованиями частных лиц, представляющая собой фундаментальный анализ активов, маловероятно, что будет равнодоступной всем категориям инвесторов.

Обладание в современных условиях уникальными информационными технологиями институциональными инвесторами существенно снижает планку эффективности рынков и через использование принципа несимметричности информации придает еще большую волатильность (изменчивость) в первую очередь финансовому рынку и его инструментам.

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

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

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

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

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

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

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

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

3.2. Ценная бумага, сущность и классификация ценных бумаг

Существует несколько подходов к определению ценной бумаги.

1. Правовой — с позиции Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ), статьей 142 которого определено:

– ценными бумагами являются документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги);

– ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со статьей 149 настоящего Кодекса (бездокументарные ценные бумаги).

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

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

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

ма ценной бумаги требует больших затрат на создание, обращение и хранение, нежели бездокументарная; а во-вторых, физическая форма сдерживает процесс обращения ценных бумаг — просто невозможно организовать спекулятивную торговлю ценными бумагами в сколько-нибудь крупных масштабах.

Начавшееся еще в 1970-е годы прошлого века развитие электронных технологий обработки, хранения и передачи данных полностью вытеснило бумажные ценные бумаги (за редкими исключениями). Современные системы учета прав владельцев ценных бумаг в полной мере обеспечивают гораздо более дешевый способ хранения информационных массивов данных, по сравнению с физическими реестрами и хранилищами. Историческая неизбежность привела к объективизации действительной потребности бездокументарных форм существования и функционирования ценных бумаг, которая реализована благодаря цифровым технологиям всех процессов, связанных с их эмиссией, обращением и хранением.

Документарные ценные бумаги могут быть предъявительскими (ценными бумагами на предъявителя), ордерными и именными.

Предъявительской является документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается ее владелец.

Ордерной является документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается ее владелец, если ценная бумага выдана на его имя или перешла к нему от первоначального владельца по непрерывному ряду индоссаментов.

Именной является документарная ценная бумага, по которой лицом, уполномоченным требовать исполнения по ней, признается одно из следующих указанных лиц:

1) владелец ценной бумаги, установленный в качестве правообладателя в учетных записях, которые ведутся обязанным лицом или действующим по его поручению и имеющим соответствующую лицензию лицом. Законом может быть предусмотрена обязанность передачи такого учета лицу, имеющему соответствующую лицензию;

2) владелец ценной бумаги, если ценная бумага была выдана на его имя или перешла к нему от первоначального владельца в порядке непрерывного ряда уступок требования (цессий) путем совершения на ней именных передаточных надписей или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования (цессии).

Выпуск или выдача предъявительских ценных бумаг допускается в случаях, установленных законом. Возможность выпуска или выдачи определенных документарных ценных бумаг в качестве именных либо ордерных может быть исключена законом. Если иное не установлено настоящим Кодексом, законом или не вытекает из особенностей фиксации прав на бездокументарные ценные бумаги, к таким ценным бумагам применяются правила об именных документарных ценных бумагах, правообладатель которых определяется в соответствии с учетными записями.

Статьей 128 ГК РФ предусмотрены *общие* между ценной бумагой и современными деньгами характеристики, в частности:

- они являются абстрактными вещами;
- не являются результатами человеческого труда или процесса материального производства;
- могут существовать как в наличной (документарной) и безналичной (бездокументарной) формах;
- существуют объективно, в силу закона, а не по волеизъявлению участников рынка.

Различия между деньгами и ценными бумагами состоят в следующем:

- разный правовой статус: деньги выполняют функции платежного средства, а ценные бумаги есть имущественное право;
- статус эмитента: право денежной эмиссии имеют государства (Центральные Банки) или группы стран (Европейский Союз — ЕЦБ), а ценные бумаги могут быть эмитированы многими участниками рынка;
- функциональное назначение.

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

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

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

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

3) вещественный характер бумаг проявляется и в форме, и в содержании ценных бумаг, и в выполняемых ими функциях;

4) ценные бумаги несут в себе характеристики и движимого, и недвижимого имущества и некоторые другие. Так, в соответствии со статьей 130 ГК РФ, ценная бумага признается движимым имуществом; недвижимое же имущество по своей природе сопряжено с землей. Юридически недвижимость есть права собственности, которые подлежат государственной регистрации в государственном рее-

стре. В этом аспекте отнесение ценной бумаги к недвижимому имуществу означает, что права собственности на нее требуют государственной регистрации.

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

- 1) эмитентом, который ее выпустил;
- 2) государством, если эмитентом является само государство, или когда это положено по закону (эмиссионные ценные бумаги). Формально в обоих случаях речь идет о государственной регистрации ценных бумаг, как при государственной регистрации недвижимости;
- 3) уполномоченным профессиональным участником рынка ценных бумаг (регистратором, депозитарием).

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

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

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

Отметим, что термин «фиктивный» применительно к капиталу не означает подложный или незаконный, в данном случае это опосредованность, предполагающая проведение большего количества операций прежде, чем права, лежащие в основе ценной бумаги, могут быть трансформированы в форму ликвидного актива, который может быть использован в качестве платежного или иного средства в сделках за пределами финансового рынка.

Ссудные отношения, в которых передается ликвидный актив — чаще всего деньги, — не могут быть полностью соотнесены с финансовыми операциями с ценными бумагами, поскольку к последним не применимы условия:

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

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

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

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

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

Можно предложить следующую формулировку фиктивного капитала, без сужения до одного понятия конкретной ценной бумаги — это разнообразные формы активов (или их совокупность), обладающих всеми признаками (свойствами) капитала — риском, потенциальной доходностью, разной степенью ликвидности, которые могут быть использованы в операциях финансового характера.

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

Важной функцией фиктивного капитала следует признать аккумуляцию временно свободных денежных средств инвесторов и их трансформацию в инвестиционные формы. Именно эти функции выполняет рынок ценных бумаг. Покупая акции, инвестор финансирует субъекты хозяйствования посредством фиктивного капитала.

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

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

Функционирование рынка ценных бумаг реализуется через движение ценных бумаг, т. е. фиктивного капитала: инвесторы позиционируют ссудный капитал как претензию на доход, что обусловлено возможностью превращения его в форму денежного капитала путем реализации долговых ценных бумаг.

Эмиссионный акционерный капитал также претерпевает подобные трансформации — из реального, оцененного и трансформированного в акционерный, затем он снова через рынок ценных бумаг трансформируется в реальный посредством инвестиций в основные и оборотные средства компаний-эмитентов. Таким образом происходит кругооборот капитала, завершаемый преобразованием фиктивного капитала в денежный через рынок ценных бумаг. В этих условиях очевидно, что роль рынка ценных бумаг как саморегулируемого генератора фиктивного капитала, выполняющего важнейшую функцию по перманентной трансформации капитала, невозможно переоценить.

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

Как экономическая категория ценная бумага выступает носителем двух типов рыночных отношений:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Товарная форма ценной бумаги позволяет отделить потребительную стоимость товара от его стоимости, в результате чего в форме ценной бумаги между участниками рынка начинает обособленно обращаться стоимость товара без физического перемещения самого товара между ними, т. е. без обращения его потребительной стоимости. Товар может храниться или перевозиться, но это ничуть не мешает его купле-продаже посредством соответствующей ценной бумаги. В виде товарной ценной бумаги стоимость товара получает совершенно

новую внешнюю товарную форму существования, отличную от ее потребительской стоимости. Но если, например, находящийся на хранении на складе товар в силу каких-то обстоятельств становится предметом спекуляций, позволяющих получить доход, то капиталом становится и эквивалентная ему ценная бумага, поскольку именно ее продажа и перепродажа приносят владельцу товара уже не только его цену (стоимость), но и добавочную (спекулятивную) прибыль.

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

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

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

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

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

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

Владелец денег может обменивать их на ценную бумагу, если это вытекает из соображений удобства его текущих расчетов или если это приносит ему выгоду, т. е. когда отчужденные деньги превращаются для него в капитал. Денежная ценная бумага одновременно может быть и капиталом, если инвестор

отдал эмитенту одну сумму денег, а уплатить данной ценной бумагой он может за большую величину стоимости. Очевидно, что в таком случае его капитал возрастает.

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

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

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

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

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

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

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

- временные;
- пространственные;
- рыночные.

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

- обращения ценной бумаги;
- выплаты доходов по ней;
- действия тех или иных отдельных прав по ценной бумаге.

Пространственные характеристики ценной бумаги — это формы ее существования как рыночного товара, обособленного от любого участника рынка.

Пространственные характеристики включают:

- внешнюю форму существования ценной бумаги (документарная или бездокументарная);
- национальную принадлежность ценной бумаги (национальная или иностранная);
- вид рынка, на котором обращается ценная бумага (биржевая или внебиржевая ценная бумага). Рыночные характеристики ценной бумаги — это характеристики, связанные с ее эмитентом или инвестором (владельцем).

Рыночные характеристики включают:

- порядок фиксации владельца ценной бумаги (предъявительская или именная);
- порядок передачи (форма обращения — вручение или уступка требования);
- форму выпуска (эмиссионная или неэмиссионная);
- вид эмитента (государственная (муниципальная) или корпоративная (частная));
- вид капитала (собственный или заемный);
- степень обращаемости (рыночная или нерыночная);
- уровень риска (рисковые и безрисковые ценные бумаги);
- наличие дохода (доходная или бездоходная);
- наличие номинала (номинальная или безноминальная).

На практике ценные бумаги различаются по еще большему числу признаков, поскольку речь идет уже о различиях не только между видами ценных бумаг, но и между ценными бумагами одного и того же вида, выпускаемыми разными эмитентами.

Ключевое различие ценных бумаг, выступающих на рынке в качестве капитала, естественно, коренится в условиях выплаты доходов по ней с точки зрения растянутости и пропорциональности этого процесса во времени.

Таким образом, классификация ценных бумаг — это их разделение на виды (категории, группы) по какому-либо юридическому или экономическому признаку.

Общепринятыми являются следующие *классификации ценных бумаг*. Перечислим основные двенадцать.

1. По *сроку существования* ценные бумаги делятся:

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

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

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

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

- краткосрочные — бумаги, имеющие срок обращения до 1 года;
- среднесрочные — бумаги, имеющие срок обращения свыше 1 года в пределах до 5–10 лет;
- долгосрочные — бумаги, имеющие срок обращения, обычно превышающий 10 лет. При этом верхняя граница здесь отсутствует. Все зависит от потребностей участников рынка. В мировой практике существуют ценные бумаги, выпускаемые на сроки до 50 и даже 100 лет.

Бессрочные ценные бумаги могут существовать в двух разновидностях:

- как ценные бумаги, срок существования которых ограничен сроком существования их эмитента. Можно сказать, что срок существования такой ценной бумаги установлен не в ней самой, а находится вне ее — в сроке существования самой коммерческой организации, выпустившей ее, примером являются акции;
- как ценные бумаги, срок обращения которых при их выпуске регламентирован лишь самим порядком и условиями их гашения (выкупа). В этом случае ценная бумага существует до момента ее погашения, который определятся эмитентом в зависимости от конъюнктуры рынка. Примером могут являться бессрочные облигации.

Существуют и ценные бумаги, которые занимают как бы промежуточное положение между срочными и бессрочными. Такого рода ценные бумаги обычно называются отзывными ценными бумагами.

Отзывная ценная бумага обычно имеет срок окончания своего действия, и с этой стороны она является срочной бумагой.

2. По *юридической форме* существования ценные бумаги делятся на:

- *документарные* (их еще часто называют «бумажными») — это ценные бумаги, выпускаемые в форме документа;
- *бездокumentарные* — ценные бумаги, существующие в виде записей на материальных (компьютерных, электронных) носителях, порядок осуществления которых регулируется государством.

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

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

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

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

3. По *форме выпуска* ценные бумаги различаются на:

– *эмиссионные* — это ценные бумаги, поступающие в обращение выпусками (обычно крупными партиями), внутри которых все ценные бумаги абсолютно идентичны, и каждый их выпуск подлежит обязательной государственной регистрации, выражающейся в присвоении ему государственного регистрационного номера. Основными видами таких ценных бумаг являются акции и облигации, а также по российскому законодательству депозитарные расписки и опционы эмитента;

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

Деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные теоретически имеет под собой основу, состоящую, во-первых, в том, что к эмиссионным ценным бумагам обычно должны относиться наиболее важные для рынка бумаги, т. е. представляющие собой капитал, а во-вторых, выпускаемые в больших количествах, т. е. затрагивающие интересы достаточно большого круга участников рынка. Государственная регистрация выпуска ценной бумаги есть форма выражения общерыночного интереса к ней, но она требует существенного времени и затрат со стороны эмитента. По этой причине государственная регистрация является обязательным процессом для эмитента эмиссионных видов ценных бумаг. У него нет права выбора — регистрировать выпуск или не регистрировать.

Выпуск ценных бумаг может сопровождаться их регистрацией не только в органах государственного управления. Так, определенная форма регистрации со стороны Центрального банка РФ имеет место в отношении банковских (сберегательных и депозитных) сертификатов. Особой государственной регистрацией подлежит выпуск залдных ценных бумаг.

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

4. По принадлежности (форме владения) ценная бумага может быть:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Необходимо различать принадлежность ценной бумаги как ее собственную характеристику и как ее отношение с участниками рынка. С точки зрения отношений собственности ценная бумага всегда кому-то принадлежит независимо от того, какова ее собственная форма фиксации этой принадлежности. В этом смысле можно говорить, что любая ценная бумага как объект собственности есть именная бумага, ибо она неразрывно связана отношениями собственности с име-

нем своего текущего владельца. В юридическом смысле, если отношение собственности на ценную бумагу не прописано в ней самой, это означает принадлежность ее к классу предъявительских, а не именных ценных бумаг.

5. По *юридическому виду эмитента* ценные бумаги подразделяются на:

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

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

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

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

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

6. По *национальной принадлежности* ценные бумаги подразделяются на:

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

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

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

7. По *уровню риска*, который в силу тех или иных причин присущ ценным бумагам, последние условно могут быть поделены на:

– *безрисковые* — это ценные бумаги, которые имеют самый возможно (максимально) низкий в рыночных условиях уровень риска;

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

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

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

– *среднерисковые* — это ценные бумаги, уровень риска которых примерно соответствует среднему уровню риска на рынке ценных бумаг;

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

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

К низкорисковым обычно относятся все остальные государственные ценные бумаги.

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

В разряд высокорисковых ценных бумаг обычно входят акции.

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

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

– *рыночные* — это ценные бумаги, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободнообращающимися ценными бумагами;

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

а) частично нерыночные ценные бумаги — это ценные бумаги, которые могут продаваться и покупаться на рынке, но при соблюдении наложенных на них ограничений;

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

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

ности, выражается в том, что такого рода акции никогда не обращаются на фондовых биржах.

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

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

– *долевые* (владельческие) — это ценные бумаги, которые представляют собственный (уставный) капитал эмитента;

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

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

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

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

10. С точки зрения *наличия дохода* при определенных условиях выпуска ценные бумаги могут быть классифицированы на:

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

а) *процентные* — это ценные бумаги, по которым эмитент выплачивает доход, начисляемый (рассчитываемый) им самим;

б) *дисконтные* — ценные бумаги, по которым эмитент уплачивает доход в форме дисконта (при погашении по номинальной стоимости);

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

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

Юридически процент — это доход, выплачиваемый по облигации (а в общем случае — по ссуде) или иной долговой ценной бумаге. Его экономическое отли-

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

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

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

Доход в виде разницы в рыночных ценах может иметь место по обеим рассматриваемым группам ценных бумаг. Но если для бездоходных бумаг он есть их единственный вид дохода, то для доходных ценных бумаг положительная разница в рыночных ценах представляет собой второй вид дохода, источником которого уже является не эмитент, а непосредственно сам инвестор. Таким образом, инвестиционный доход, или доход, получаемый инвестором (владельцем) ценной бумаги, может состоять из двух частей:

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

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

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

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

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

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

12. В зависимости от наличия номинала ценные бумаги подразделяются на:

– *номинированные* — это ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость, или номинал, в денежном выражении;

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

а) относительно номинированные — ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость в относительном выражении (в долях);

б) абсолютно неноминированные — ценные бумаги, по которым номинал не может быть определен вообще.

Юридически номинальная стоимость ценной бумаги, или номинал ценной бумаги, — это абсолютная денежная величина, фиксируемая в ценной бумаге при

ее выпуске. Это может быть денежная сумма, которую эмитент обязуется вернуть инвестору при гашении долговой ценной бумаги или из которой складывается собственный (уставный) капитал инвестора как юридического лица.

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

С точки зрения сущности любого эмиссионного отношения, лежащего в основе любой ценной бумаги, всегда имеет место процесс передачи определенной величины стоимости от инвестора к эмитенту. Величина передаваемой стоимости и есть номинал эмиссионного отношения, или ценной бумаги, в экономическом его понимании. В этом, экономическом, смысле безноминальных ценных бумаг просто не существует по самой природе эмиссионного отношения как формы отношения отчуждения. Какая-то стоимость всегда должна быть отчуждена инвестором, чтобы возникла ценная бумага.

Безноминальность паевых ценных бумаг вытекает из того, что размер стоимости, реально передаваемой инвестором эмитенту пая и обратно, колеблется от пая к паю, а потому он не может быть зафиксирован в качестве юридического номинала пая ни в абсолютном размере, ни относительно.

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

Следовательно, потенциально возможная безноминальность акции не тождественна безноминальности инвестиционного пая.

Безноминальность акции есть скрытая, или опосредованная, форма существования ее номинала.

Безноминальность инвестиционного пая есть отсутствие юридического номинала вообще, или, выражаясь иначе, невозможность распространения требования наличия (юридического) номинала на данный вид ценных бумаг.

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

3.3. Участники рынка ценных бумаг

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

Всех непосредственных участников рынка ценных бумаг можно разделить на пять групп:

- эмитенты;
- инвесторы;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- регулирующие организации;
- саморегулируемые организации (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Участники рынка ценных бумаг

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

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

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

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

Доход складывается из двух составляющих:

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

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

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

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

В состав эмитентов входят:

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

– *акционерные общества*;

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

Эмитентов можно классифицировать по ряду признаков (рис. 3.2).

Интерес эмитентов бумаг на первичном рынке ценных бумаг состоит в размещении запланированного транша по возможно максимальной цене — разница между фактической ценой размещения серии новых бумаг и их номинальной стоимостью составляет эмиссионный доход. Эмитент вправе рассчитывать на эмиссионный доход, если инвесторы проявят повышенный интерес к траншу, то есть если спрос на бумаги превысит их предложение.

Аналогично обстоят дела с доходом эмитентов долговых бумаг: чем выше удастся поднять цену покупки облигаций для инвесторов (кредиторов), тем дешевле обойдется заем эмитенту (заемщику). При размещении облигаций эмитент обязан предусмотреть конкретный механизм выплаты доходности — процентов по ним и условия погашения долга. Объем облигационного транша должен быть оптимальным, что-

бы сохранялся спрос инвесторов — с одной стороны; а с другой, — большие объемы заимствований угрожают финансовой устойчивости эмитента. Существует практика финансирования предыдущих выпусков облигаций за счет эмиссии новых траншей, но такое рефинансирование следует согласовывать с кредиторами.

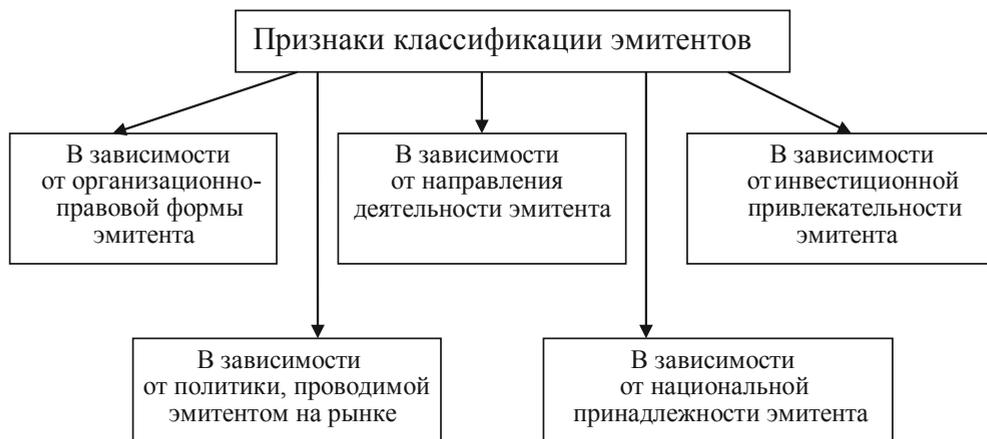


Рис. 3.2. Признаки классификации эмитента

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

По статусу инвесторы подразделяются:

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

– *коллективных* (акционерные инвестиционные фонды (АИФ), паевые инвестиционные фонды (ПИФ), негосударственные пенсионные фонды (НПФ), кредитные потребительские кооперативы (КПК));

– *индивидуальных* (физические лица).

Структура инвесторов по статусу представлена на рис. 3.3.

В настоящее время регулятор (Банк России) уделяет особое внимание контролю за рисками частных инвесторов. В этой связи инвесторов можно разделить на две категории:

- квалифицированные;
- неквалифицированные.

Понятие квалифицированного инвестора появилось в России с принятия в 2007 г. Федерального закона № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об инвестиционных фондах” и отдельные законодательные акты Российской Федерации», в соответствии с которым в российское законодательство было введено понятие квалифицированного инвестора.



Рис. 3.3. Классификация инвесторов по статусу

Это понятие появилось в России из зарубежного законодательства, где существуют ограничения для розничных клиентов с относительно небольшими суммами на счетах.

Квалифицированный инвестор за рубежом — это VIP-клиент с капиталом от определенной суммы и доходом выше определенного порога. Например, в США это физическое лицо с состоянием от 1 млн долларов, который зарабатывает более 200 тыс. долларов в год. В Европе — физическое лицо, имеющее в активах 500 тыс. евро или торговый оборот от 50 тыс. евро за квартал.

Появление данной категории инвесторов было связано с развитием российского рынка ценных бумаг, стремлением согласовать его с международными рынками.

Основная задача введения категории квалифицированного инвестора — это развитие современного рынка, на котором могут обращаться различные инвестиционные финансовые инструменты, ориентированные на различные категории инвесторов.

Согласно ст. 51.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в ред. от 07.04.2020), квалифицированные инвесторы подразделяются на «инвесторов по закону», то есть признанных законодательством таковыми априори, и «инвесторов по признанию», которым для получения статуса квалифицированного инвестора необходимо подать заявление и соответствовать определенным требованиям.

К квалифицированным инвесторам по закону относятся:

- 1) профессиональные участники рынка ценных бумаг (клиринговые организации; специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций);
- 2) кредитные организации;
- 3) акционерные инвестиционные фонды;

- 4) управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов;
- 5) страховые организации и иностранные страховые организации;
- 6) негосударственные пенсионные фонды;
- 7) Банк России;
- 8) государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»;
- 9) агентство по страхованию вкладов;
- 10) международные финансовые организации, в том числе Мировой банк, Международный валютный фонд, Европейский центральный банк, Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития;
- 11) коммерческая организация, которая отвечает одному из следующих требований:

- общая сумма дохода (выручка) организации составляет не менее 30 млрд руб.;
- чистые активы организации составляют не менее 700 млн руб.

Требования к физическим лицам для признания их квалифицированными инвесторами на 2021 год (данные требования действовали до 1 октября 2021 года) следующие:

- владеть активами не меньше, чем на 6 млн руб.;
- нужно не менее двух лет работать в компании, которая является профессиональным участником рынка ценных бумаг. Списки таких участников можно найти на сайте Банка России;
- нужно совершать не менее одной сделки в месяц и не менее 10 сделок в квартал в течение четырех кварталов, то есть года, объемом не менее 6 млн руб.;
- иметь высшее экономическое образование или любой из аттестатов: 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).

Требования к юридическим лицам для признания их квалифицированными инвесторами в 2021 году (данные требования действовали до 1 октября 2021 года):

- иметь собственный капитал не менее 200 млн руб.;
- совершать сделки с ценными бумагами и (или) заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, 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.;
- иметь оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) за последний заверченный отчетный год не менее 2 млрд руб. Под заверченным отчетным годом следует понимать отчетный год, в отношении которого истек установленный срок представления годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, или годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность за который составлена до истечения установленного срока ее представления;

– иметь сумму активов по данным бухгалтерского учета (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица) за последний заверченный отчетный год в размере не менее 2 млрд руб.

В 2020 г. был принят Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 306-ФЗ, который закрепил разделение инвесторов-физлиц на разные категории, чтобы тем самым защитить неопытных участников фондового рынка.

Также документ определяет список тех активов, к которым у неквалифицированных инвесторов будет свободный доступ, и тех, для работы с которыми им нужно будет пройти специальное тестирование.

С вступлением в силу новых правил неквалифицированные инвесторы смогут покупать только самые простые и наименее рискованные активы: например, акции, включенные в специальные (котировальные) списки, государственные ценные бумаги Российской Федерации (ОФЗ), облигации российских эмитентов с высоким кредитным рейтингом (устанавливается Банком России), а также паи биржевых, открытых и интервальных ПИФов и некоторые иностранные ценные бумаги.

Список инструментов, которые будут доступны неквалифицированным инвесторам:

- включенные в котировальные списки биржи ценные бумаги, за исключением облигаций;
- облигации российских эмитентов;
- облигации иностранных эмитентов;
- инвестиционные паи открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, паи биржевых инвестиционных фондов;
- государственные ценные бумаги Российской Федерации;
- не включенные в котировальные списки биржи акции иностранного эмитента или ценные бумаги другого иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении таких акций, при условии, что указанные акции входят в расчет хотя бы одного из иностранных фондовых индексов, перечень которых определен Банком России.

Виды активов, доступные квалифицированным и неквалифицированным инвесторам, представлены в табл. 3.2.

Таблица 3.2

**Виды активов,
доступные квалифицированным и неквалифицированным инвесторам**

<i>Вид актива</i>	<i>Квалифицированный инвестор</i>	<i>Неквалифицированный инвестор</i>
Акции публичных компаний, допущенные к организованным торгам	+	+

Окончание табл. 3.2

<i>Вид актива</i>	<i>Квалифицированный инвестор</i>	<i>Неквалифицированный инвестор</i>
Акции иностранных компаний, допущенные к публичному обращению	+	+
Паи закрытых ПИФов	+	Ограниченное количество
Валюта	+	+
ETF, Mutual funds	+	Ограниченное количество
ETN	+	–
Еврооблигации	+	Ограниченное количество
Паи венчурных фондов, хедж фондов	+	+
Американские и глобальные депозитарные расписки, допущенные к публичному обращению	+	–
Облигации без определения в решении о выпуске этих облигаций срока их погашения	+	–
Облигации субординированного облигационного займа кредитных организаций	+	–
Структурные облигации	+	– за исключением структурных облигаций, соответствующих критериям, которые устанавливаются Банком России в соответствии с п. 6 ст. 27.1–1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»
Облигации хозяйственного общества, не являющегося специализированным обществом или ипотечным агентом с маленьким СЧА	+	–
Облигации без обеспечения или облигации, размер обязательств по которым превышает размер предоставляемого обеспечения	+	–
Акции акционерного инвестиционного фонда, уставом которого предусмотрено, что его акции предназначены для квалифицированных инвесторов	+	–
Ценные бумаги иностранных эмитентов, не допущенные к публичному размещению и (или) публичному обращению в РФ	+	–

Чтобы получить доступ к более рисковым инструментам, инвестор должен будет пройти тестирование, чтобы доказать, что он понимает специфику формирования и обращения рискованных активов и какие риски с ними связаны.

Порядок проведения тестирования, а также перечни вопросов утверждены базовым стандартом, который подготовили специалисты НАУФОР и Национальной финансовой ассоциации (НФА) при поддержке Банка России.

Тестирование физического лица, не являющегося квалифицированным инвестором, вправе проводить брокер, форекс-дилер и иные лица, указанные в федеральных законах.

Тестирование разделено на два блока. Первый — «Самооценка» — включает три вопроса, направленных на определение опыта инвестора и источника его знаний. Ответы на эти вопросы не влияют на результаты тестирования, но помогут инвестору лучше оценить свою готовность к совершению сделок.

Второй блок — «Знание» — состоит из четырех вопросов об особенностях и рисках инструментов, входящих в одну из групп, для которых закон предусматривает обязательное тестирование:

- 1) маржинальные необеспеченные сделки;
- 2) производные финансовые инструменты;
- 3) договоры РЕПО;
- 4) структурные облигации;
- 5) паи закрытых паевых инвестиционных фондов;
- 6) облигации российских эмитентов без кредитного рейтинга или с рейтингом ниже уровня, установленного Банком России;
- 7) облигации российских «дочек» иностранных эмитентов без кредитного рейтинга или с рейтингом ниже уровня, установленного Банком России;
- 8) облигации со структурным доходом, отвечающие установленным Банком России требованиям к уровню кредитного рейтинга;
- 9) акции, не включенные в котировальные списки;
- 10) иностранные акции, не входящие в индексы из утвержденного Банком России перечня;

11) иностранные ETF, включая спонсируемые ETF, доходность по которым определяется индексом, не входящим в установленный Банком России перечень.

Тестирование можно проходить неограниченное количество раз. Даже если инвестор не пройдет тест, возможность совершить желаемую сделку остается. Механизм «последнего слова» позволяет в этом случае провести сделку на 100 тыс. руб. или на сумму одного лота, если его цена больше этой суммы.

Финансовые организации при заключении договора с физическими лицами (например, при открытии брокерского счета) должны будут сообщать физическим лицам максимально полную информацию о его условиях и возможных рисках.

ЦБ получит право приостанавливать операции неквалифицированных инвесторов, если те получили неполную информацию об условиях договора или если для работы с этой информацией им требуются специальные знания и опыт.

Брокер вправе совершать сделки по приобретению ценных бумаг и имущественных прав, предназначенных для квалифицированных инвесторов, только

если клиент, за счет которого совершается сделка, является квалифицированным инвестором. В случае нарушения на брокера возлагаются 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, организатора торговли на рынке ценных бумаг;

– возмещению клиенту убытков, причиненных в связи с исполнением сделок с иными финансовыми инструментами, в том числе всех расходов, понесенных клиентом при совершении указанных сделок, включая расходы на оплату услуг брокера, организатора торговли на рынке ценных бумаг.

Поправки вступили в силу с 1 апреля 2022 года, но тестирование проводится с 1 октября 2021 года.

После того как закон заработал в полную в силу, квалифицированные инвесторы могут продолжить работать на финансовом рынке, как и прежде. Тестирование не потребуется, если до 1 октября 2021 г. клиент заключил хотя бы один соответствующий договор или совершил хотя бы одну сделку, доступную квалифицированным инвесторам.

По *целям инвестирования* выделяют следующие основные типы инвесторов:

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

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

– агрессивные — рассчитывают на приумножение вложений по «акциям роста» — молодых развивающихся предприятий, осваивающих новые ниши на рынках.

Отдельные авторы ведут речь о разновидности агрессивных инвесторов — сверхагрессивных, максимизирующих прибыль от спекулятивных сделок.

Есть и стратегические инвесторы, стремящиеся к установлению контроля над предприятием и получения дохода в перспективе. Такая политика может быть реализована через представительство в совете директоров или приобретение контрольного пакета акций.

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

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

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

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

Ключевые задачи профессионального участника следующие:

- привлечение клиентов на рынок ценных бумаг;
- генерирование инвестиционных идей и стратегий, их экспертиза;
- внедрение и реализация риск-менеджмента в деятельность финансовых институтов;
- регулярный анализ текущего состояния рынка ценных бумаг.

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

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

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

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

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

Брокерской деятельностью признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Брокер действует на основании договора поручения (от имени клиента); договора комиссии (от своего имени) или агентского договора (либо от своего имени, либо от имени клиента).

По агентскому договору брокер, кроме купли-продажи ценных бумаг, может предоставлять корпорации маркетинговые, информационные, консультационные услуги на долгосрочной основе, а также андеррайтинговые услуги по размещению ценных бумаг. При этом брокер имеет право приобрести за свой счет ценные бу-

маги, которые не размещены в срок, предусмотренный договором с корпорацией.

Брокер должен выполнять поручения клиентов добросовестно и в порядке их поступления. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера и дилера.

В случае, если конфликт интересов брокера и его клиента, о котором клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения, привел к причинению клиенту убытков, брокер обязан возместить их в порядке, установленном гражданским законодательством Российской Федерации.

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

В целях реализации договора на брокерское обслуживание в зависимости от вида совершаемых сделок брокер открывает клиенту:

- наличный (кассовый) счет;
- маржинальный счет.

Наличный счет отражает операции с ценными бумагами, осуществляемые брокером по поручению клиента на условиях оплаты собственными средствами клиента, т. е. без предоставления кредита. Сделки купли-продажи ценных бумаг проводятся по наличному счету, если договор на брокерское обслуживание устанавливает, что при покупке ценные бумаги оплачиваются денежными средствами клиента, а при продаже предметом сделки являются ценные бумаги, депонированные на счете клиента.

Маржинальный счет — это счет, открываемый клиенту в брокерской компании и позволяющий ему использовать кредиты под залог ценных бумаг, приобретаемых в том числе за счет кредита. Маржинальные сделки могут совершаться только на бирже.

При открытии маржинального счета клиент депонирует на счете денежные средства в размере, установленном в качестве первоначальной маржи. Первоначальная маржа рассчитывается индивидуально по финансовому инструменту с учетом квалификации клиента и его инвестиционного профиля. Остальную часть клиент может привлечь в качестве заемных средств под залог купленных ценных бумаг.

Заемные средства, предоставляемые брокером клиенту при проведении операций «на марже», в свою очередь, представляют собой краткосрочные ссуды,

которые брокер предоставляет под залог купленных для клиента ценных бумаг в качестве обеспечения кредита. Поэтому обязательным является письменное согласие клиента на залог его ценных бумаг, оформленное в виде самостоятельного документа или включенное в текст договора на брокерское обслуживание.

Клиенты отдают брокеру разные виды приказов:

– *рыночный приказ* (market order), представляет собой указание немедленно совершить сделку (купить или продать ценную бумагу) по текущей рыночной цене;

– *лимитный приказ* (limit order), фиксирует предельную цену исполнения, может быть выполнен только по этой или более выгодной цене, в связи с этим нет никакой гарантии, что такой приказ будет выполнен, поскольку цена может никогда не достичь указанного предела;

– *стоп-приказ* (stop order, or stop-loss order), также оговаривает определенную цену, выполнение этого приказа откладывается до момента, пока цена актива не упадет до цены предложения или станет еще более низкой. Фактически в момент, когда на рынке устанавливается цена, зафиксированная в стоп-приказе, он становится рыночным приказом. Цель стоп-приказа, как правило, — закрыть позицию при неблагоприятном изменении цен. Стоп-приказ ограничивает возможные потери инвестора;

– *стоп-лимитный приказ* (stop-limit order), представляет собой комбинацию стоп-приказа и лимитного приказа. Как только цена сделанного предложения становится равной или меньше стоп-цены, этот приказ становится лимитным. В стоп-лимитном приказе фиксируются две цены: стоп-цена (stop price) и предельная цена (limit price). Если стоп-цена и предельная цена совпадают, такой приказ иногда называют стоп-лимитным приказом (stop-and-limit order).

Дополнительно к основному приказу клиент может отдать приказ, содержащий конкретные сроки его исполнения:

– *открытый приказ* (good-till-canceled), остается в силе до момента его выполнения или отмены клиентом;

– *приказ «исполни или отмени»* (fill-or-kill), должен быть выполнен брокером немедленно или отменен;

– *приказ «все или ничего»*, устанавливает, что он не может быть выполнен частично, т. е. на меньшее количество бумаг, чем указано в приказе.

В соответствии со Стандартами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, разработанными НАУФОР, профессиональный участник при осуществлении брокерской деятельности обязан уведомить клиента об общих рисках операций на рынке ценных бумаг; о рисках маржинальных и непокрытых сделок; о рисках операций с производными финансовыми инструментами; о рисках сделок с иностранными финансовыми инструментами путем предоставления ему деклараций о рисках в той форме, который заключается договор на брокерское обслуживание (на бумажном носителе или в электронном виде).

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 ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, а также государственная корпорация, если для такой корпорации возможность осуществления дилерской деятельности установлена Федеральным законом, на основании которого она создана.

На дилера возлагается выполнение важнейшей функции — поддержание фондового рынка, его ликвидности. Принимая на себя обязательства по котировке ценных бумаг, дилеры формируют уровень цен на организованном фондовом рынке. Эти цены подлежат публичной котировке, т. е. они объявляются на бирже или в системе внебиржевой торговли и доступны не только дилерам, но и широкому кругу инвесторов.

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

Если финансовая компания совмещает дилерскую деятельность с брокерской, то сделки, которые осуществляются по поручению клиентов, относительно ее дилерских сделок подлежат исполнению в приоритетном порядке во всех случаях.

Деятельностью форекс-дилера признается 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 индивидуаль-

ным предпринимателем, возможности принимать на себя обязательства, размер которых превышает размер предоставленного этим физическим лицом форекс-дилеру обеспечения.

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

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность форекс-дилера, именуется форекс-дилером.

Форекс-дилер вправе осуществлять свою деятельность только после вступления в саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую форекс-дилеров, в порядке, установленном Федеральным законом от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка».

Деятельность форекс-дилера является исключительной. Форекс-дилер не вправе совмещать свою деятельность с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, а также с другой деятельностью.

Размер собственных средств форекс-дилера должен составлять не менее 100 млн руб. по состоянию на 01.10.2021 г.

Клиентами форекс-дилера могут быть следующие лица:

- физическое лицо, не являющееся индивидуальным предпринимателем (клиент);
- брокер или управляющий, действующий за счет физического лица, не являющегося индивидуальным предпринимателем.

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

Доверительный управляющий осуществляет от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительное управление переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, включая иностранную валюту;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим.

Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего.

В соответствии с Базовым стандартом совершения управляющим операций на финансовом рынке стандартизации подлежат:

- определение инвестиционного профиля клиента;
- определение риска (фактического риска) клиента;
- осуществление прав по ценным бумагам, находящимся в доверительном управлении.

Инвестиционный профиль клиента определяется на основании следующих принципов (рис. 3.4).

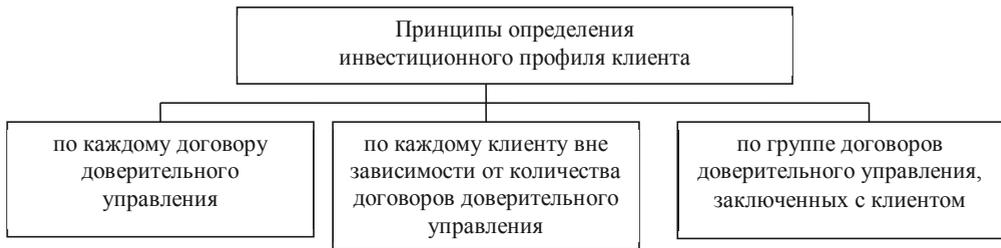


Рис. 3.4. Принципы определения инвестиционного профиля клиента доверительного управляющего

Инвестиционный профиль клиента определяется:

- как доходность от доверительного управления, на которую рассчитывает клиент (ожидаемая доходность);
- риск, который способен нести клиент (допустимый риск);
- период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск (инвестиционный горизонт).

При определении стратегии управления обязательным условием является факт отнесения клиента к неквалифицированному либо квалифицированному инвестору.

Наряду с инвестированием в акции, облигации, иностранные ценные бумаги, денежные средства клиента, переданные управляющему в доверительное управление и (или) полученные от осуществления доверительного управления, могут быть размещены во вклады в кредитных организациях, а также использованы для приобретения драгоценных металлов, в том числе с последующим их размещением во вклады в драгоценных металлах.

Доверительный управляющий может предложить *стандартную стратегию управления* неквалифицированному инвестору — физическому лицу, стандартный инвестиционный профиль которого будет определяться по каждой такой стандартной стратегии управления, которая разрабатывается и утверждается внутренними документами управляющего и размещается на его официальном сайте. Информация о стандартной стратегии управления содержит:

- цель инвестирования;
- предполагаемый возраст физического лица, которому может предлагаться данная стандартная стратегия управления;
- примерные среднемесячные доходы и примерные среднемесячные расходы за последние 12 месяцев физического лица, которому может предлагаться данная стандартная стратегия управления.

В процессе доверительного управления управляющий может осуществлять пересмотр инвестиционного профиля и стандартного инвестиционного профиля в связи с окончанием инвестиционного горизонта в случаях:

- изменения сведений о клиенте;
- изменения экономической ситуации в Российской Федерации;
- изменения ключевой ставки Банка России;
- внесения изменений в законодательство Российской Федерации;
- внесения изменений в Базовый стандарт совершения управляющим операций на финансовом рынке и др.

При заключении договора доверительного управления управляющий уведомляет получателя финансовых услуг о рисках, связанных с заключением, исполнением и прекращением договора доверительного управления. Информирование получателя финансовых услуг о рисках осуществляется путем предоставления ему декларации о рисках, содержащей в том числе следующую информацию:

- о риске возможных убытков, связанных с доверительным управлением ценными бумагами и денежными средствами;
- о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг (если приобретение иностранных ценных бумаг предусмотрено договором доверительного управления);
- о том, что доходность по договорам доверительного управления не определяется доходностью таких договоров, основанной на показателях доходности в прошлом;
- об отсутствии гарантирования получения дохода по договору доверительного управления за исключением случаев, когда доходность определена на момент заключения соответствующего договора;
- об общем характере и (или) источниках конфликта интересов;
- о том, что денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации»;
- об аффилированности управляющего с юридическим лицом — эмитентом ценных бумаг, являющихся объектом доверительного управления, в значении, определенном ст. 4 Закона РСФСР от 22 марта 1991 г. № 948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».

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

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

Предоставление финансовыми посредниками информации об оказываемых услугах или выпущенных ими финансовых инструментах не является деятельностью по инвестиционному консультированию.

Инвестиционное консультирование осуществляется на основании договора (договор об инвестиционном консультировании).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по инвестиционному консультированию, именуется инвестиционным советником. Инвестиционным советником может быть либо юридическое лицо, которое создано в соответствии с законодательством Российской Федерации, либо индивидуальный предприниматель. Такие лица являются членами саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей инвестиционных советников, и включаются в единый реестр, формируемый Банком России.

Инвестиционный советник, являющийся юридическим лицом, вправе совмещать свою деятельность с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и деятельностью кредитной организации.

Инвестиционный советник обязан оказывать услуги по инвестиционному консультированию добросовестно, разумно и действовать в интересах клиента.

Инвестиционный советник предоставляет индивидуальные инвестиционные рекомендации клиенту в соответствии с его инвестиционным профилем.

Под *инвестиционным профилем* понимается информация о доходности от операций с финансовыми инструментами, на которую рассчитывает клиент, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для клиента риске убытков от таких операций, если клиент не является квалифицированным инвестором.

Для определения инвестиционного профиля клиента инвестиционный советник должен запросить у клиента необходимую информацию, однако он не обязан проверять ее достоверность.

Если клиент отказался представить информацию, инвестиционный советник не вправе предоставлять индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Инвестиционный советник несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей при оказании услуг по инвестиционному консультированию в соответствии с законодательством Российской Федерации и в рамках договора об инвестиционном консультировании.

Однако если клиент предоставил недостоверную информацию, то инвестиционный советник не несет ответственности за убытки, причиненные вследствие индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать:

– описание ценной бумаги и планируемой с ней сделки и (или) договора, являющегося производным финансовым инструментом, в отношении которых дается такая рекомендация;

– описание рисков, связанных с соответствующими ценной бумагой или производным финансовым инструментом, сделкой с ценной бумагой и (или) заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом;

– указание на наличие конфликта интересов у инвестиционного советника, имеющего место при оказании услуг, либо на его отсутствие.

При наличии у инвестиционного советника договоров с третьими лицами, предусматривающих вознаграждение за предоставление клиентам индивидуальных инвестиционных рекомендаций, инвестиционный советник обязан уведомить клиента о наличии таких договоров одновременно с предоставлением индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Прежде чем предоставить индивидуальную инвестиционную рекомендацию, член НАУФОР определяет *инвестиционный профиль клиента*, который должен содержать следующую информацию:

– доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами;

– период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск для клиента;

– допустимый риск возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, не являющийся квалифицированным инвестором.

Доходность, на которую рассчитывает клиент от операций с финансовыми инструментами, указывается им при определении инвестиционного профиля, однако она не гарантируется клиенту и у инвестиционного советника нет обязанности по ее достижению.

Допустимый риск возможных убытков, связанных с операциями с финансовыми инструментами, который способен нести клиент, указывается им при определении инвестиционного профиля. Допустимый риск возможных убытков может быть выражен:

– в виде абсолютной величины;

– относительной величины;

– качественной оценки.

При определении допустимого риска возможных убытков используется следующая информация о клиенте — *физическом лице*:

– возраст;

– примерные среднемесячные доходы и примерные среднемесячные расходы за последние 12 месяцев;

– сведения о сбережениях;

– сведения об опыте и знаниях в области инвестирования и др.

При определении допустимого риска возможных убытков для *клиента* — *юридического лица* используется следующая информация:

- соотношение собственных оборотных средств к запасам и затратам;
- информация о квалификации специалистов казначейства или иного подразделения, отвечающего за инвестиционную деятельность юридического лица;
- количество и объем операций с различными финансовыми инструментами за последний отчетный год и др.

После того как определен инвестиционный профиль клиента, профессиональный участник информирует об этом клиента, получает его согласие и ставит в известность о необходимости своевременно предоставлять информацию, нужную для определения инвестиционного профиля, в случае ее изменения.

Индивидуальная инвестиционная рекомендация для клиента составляется:

- уполномоченным сотрудником инвестиционного советника (самим инвестиционным советником, если он зарегистрирован в качестве индивидуального предпринимателя);
- посредством программы автоконсультирования;
- посредством программы автоследования.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении ценных бумаг*, она должна включать в себя описание ценной бумаги и рекомендуемой сделки:

- вид, категория (тип) ценных бумаг;
- сведения, позволяющие идентифицировать ценные бумаги;
- сведения, позволяющие идентифицировать эмитента (лицо, обязанное по ценным бумагам);
- лицо, допустившее ценную бумагу к организованным торгам, и др.

Если индивидуальная инвестиционная рекомендация составляется *в отношении договора, являющегося производным финансовым инструментом*, она должна включать в себя описание такого договора и рекомендуемой сделки:

- вид, тип, разновидность договора;
- базисный актив договора;
- вторая сторона (место заключения) договора и др.

В обязательном порядке индивидуальная инвестиционная рекомендация должна включать в себя описание рисков, связанных с соответствующей ценной бумагой или производным финансовым инструментом и сделками с ними, сведения о наличии конфликта интересов, имеющих место при оказании услуг. Также в индивидуальную инвестиционную рекомендацию включается информация о виде платежей, связанных с ее исполнением, в том числе о вознаграждении брокера, управляющего, депозитария, регистратора, организатора торговли, клиринговой организации.

При заключении договора об инвестиционном консультировании профессиональный участник уведомляет получателя финансовых услуг об общих рисках операций на рынке ценных бумаг путем предоставления ему соответствующей декларации.

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

В зависимости от способа зачета и исполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами клиринговая деятельность делится на: простой, многосторонний и централизованный клиринг.

Простой клиринг — порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором контроль наличия на счетах участников клиринга необходимого количества ценных бумаг и денежных средств, а также расчеты между участниками клиринга производятся по каждой сделке.

Сущность простого клиринга формулируется как принцип расчетов «сделка за сделкой».

Многосторонний клиринг — порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором операции с совокупностью сделок с наступившим на данный день сроком исполнения (то есть со сделками, составляющими *клиринговый пул*) производятся между участниками клиринга по итогам взаимозачета по всем совершенным, подтвержденным и обеспеченным необходимым количеством ценных бумаг и денежных средств сделкам.

В результате проведения взаимозачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду финансовых инструментов и по денежным средствам выявляются участники, имеющие короткие (нетто-должники) и длинные позиции (нетто-кредиторы).

Процесс определения позиций участников торговли называется *неттингом* и осуществляется как во время биржевой сессии, так и после ее завершения.

Клиринговая организация при этой схеме выступает как организатор расчетов, т. е. она будет перечислять средства кредиторам только после получения средств от должников.

Централизованный клиринг предусматривает, что клиринговая организация обязуется закрыть все длинные позиции вне зависимости от того, получит ли она денежные средства от участников короткой позиции, т. е. принимает на себя функции гаранта исполнения расчетов. В соответствии с действующим законодательством эти функции выполняет Центральный контрагент.

Центральный контрагент — юридическое лицо, которое является одной из сторон заключаемых договоров, обязательства из которых подлежат включению в клиринговый пул, имеет лицензию небанковской кредитной организации на осуществление банковских операций, а также лицензию на осуществление

клиринговой деятельности, и которому присвоен статус центрального контрагента. Он выступает единым кредитором для всех должников и единым должником для всех кредиторов. Участники, занимающие короткие позиции, производят платежи в пользу клиринговой организации, которая закрывает за счет поступивших средств, а при их недостатке — за счет собственных ресурсов длинные позиции участников. Для выполнения принятых на себя обязательств клиринговая организация формирует гарантийный фонд за счет взносов участников клиринга и иных лиц. Лицо, не исполнившее или ненадлежащим образом исполнившее обязательство по внесению такого взноса, обязано возместить убытки, причиненные клиринговой организации, лицу, осуществляющему функции центрального контрагента, иным участникам клиринга. Гарантийный фонд должен быть обособлен от имущества клиринговой организации на клиринговом счете. Правила клиринга могут предусматривать создание нескольких гарантийных фондов. Различные гарантийные фонды могут находиться на одном клиринговом счете.

Клиринг в зависимости от порядка зачисления ценных бумаг и денежных средств на торговые счета-депо и денежные счета подразделяются на три вида:

- с полным обеспечением;
- с частичным обеспечением;
- без обеспечения.

Клиринг с полным обеспечением (депонированием) — это порядок осуществления клиринговой деятельности, при котором участники клиринга имеют право совершать сделки только в пределах количества ценных бумаг и денежных средств, зачисленных ими до начала торгов на торговые счета.

При *клиринге с частичным обеспечением (депонированием)* участники клиринга имеют право совершать сделки в определенных пределах (лимитах), величина которых зависит от оценочной стоимости ценных бумаг (устанавливаемой клиринговой организацией) и объема денежных средств, переведенных ими до начала торгов на торговые счета.

При *клиринге без предварительного обеспечения* участники клиринга имеют право совершать сделки без предварительного зачисления на свои торговые счета ценных бумаг и денежных средств.

Клиринговая организация и Центральный контрагент обязаны организовать систему управления рисками, связанными с осуществлением клиринговой деятельности, или функций Центрального контрагента и операций с собственным имуществом, которая должна соответствовать объему и характеру операций, совершаемых клиринговой организацией и центральным контрагентом. Для организации системы управления рисками клиринговая организация обязана иметь комитет по рискам, не менее половины состава которого должны составлять представители участников клиринга. В случае осуществления клиринга с участием центрального контрагента не менее двух третей комитета по рискам должны составлять представители участников клиринга. В состав комитета по рискам должны входить представители участников клиринга, независимые члены

совета директоров (наблюдательного совета) и представители клиентов участников клиринга.

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

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность, именуется депозитарием. Депозитарий, осуществляющий расчеты по результатам сделок, совершенных на торгах организаторов торговли по соглашению с такими организаторами торговли и (или) с клиринговыми организациями, осуществляющими клиринг таких сделок, именуется *расчетным депозитарием*.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения в процессе депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депозитарий обязан утвердить условия осуществления им депозитарной деятельности, являющиеся неотъемлемой составной частью заключенного депозитарного договора.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, управлять ими или осуществлять от имени депонента любые действия с ценными бумагами, кроме осуществляемых по поручению депонента в случаях, предусмотренных депозитарным договором. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг.

На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария. Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

- а) однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги;
- б) порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- в) срок действия договора;
- г) размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- д) форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- е) обязанности депозитария.

Депозитарий имеет право регистрироваться в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или у другого депозитария в качестве номинального держателя в соответствии с депозитарным договором.

Депозитарий несет ответственность за неисполнение или ненадлежащее исполнение своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, в том числе за полноту и правильность записей по счетам депо.

Депозитарий может оказывать депоненту услуги, связанные с получением доходов по ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат.

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

К прямым обязанностям депозитария относятся:

- ведение отдельного от других счета депонента с указанием даты и совершение каждой операции по счету;
- регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами;
- передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

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

В настоящее время на мировом рынке существует тенденция к сочетанию функций расчетных и кастодиальных депозитариев как отражение потребностей рынка к сокращению операционных расходов.

В России специализированные депозитарии взаимодействуют с управляющими компаниями коллективных форм инвестирования и на основании лицензии, выданной регулирующим органом, выполняют функцию учета и хранения имущества, принадлежащего акционерным инвестиционным фондам, паевым инвестиционным фондам, негосударственным пенсионным фондам.

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением управляющей компанией нормативно-законодательных актов по отношению к имуществу фонда. В случае нарушений со стороны управляющей компании специализированный депозитарий обязан не принимать к исполнению поручения и должен сообщить в регулирующий орган описание состава преступления. Специализированный депозитарий несет ответственность за убытки в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения своих обязанностей.

Отдельного внимания заслуживают так называемые «брокерские» депозитарии, которые ведут свой собственный учет прав собственности на ценные бумаги. Он ничем не отличается от депозитарного. В то же время «брокерский» депозитарий более мобильный, быстрее реагирует на потребности брокерского бизнеса, способствует организации и исполнению различных нестандартных, непростых ситуаций.

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

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

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

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

В обязанности держателя реестра входит:

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

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

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

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

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

Выпиской из системы ведения реестра является документ, выдаваемый держателем реестра с указанием владельца лицевого счета, количества ценных бумаг каждого выпуска, числящихся на этом счете в момент выдачи выписки, фактов их обременения обязательствами, а также иной информации, относящейся к этим бумагам.

Выписка из системы ведения реестра должна содержать отметку о всех ограничениях или фактах обременения ценных бумаг, на которые она выдается, обязательствами, зафиксированными на дату составления в системе ведения реестра.

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг, вправе привлекать для выполнения части своих функций, предусмотренных федеральным законом «О рынке ценных бумаг», иных регистраторов, депозитариев и брокеров (трансфер-агентов).

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

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

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

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

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

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

Участниками организованных торгов ценными бумагами являются брокеры, дилеры, управляющие, которые имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. Кроме них участниками организованных торгов могут быть управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, центральный контрагент, а также Банк России.

Участниками организованных торгов, на которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, могут также стать Банк России, центральный контрагент, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, а также дилеры, управляющие, брокеры, которые имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг.

Для поддержания ликвидности ценных бумаг на организованных торгах необходимым участником является *маркетмейкер*, который принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения, объема торгов финансовыми инструментами на условиях, установленных договором между ним и организатором торговли.

Организатор торговли разрабатывает и регистрирует в Банке России Правила организованных торгов, в которых содержатся:

- требования к участникам торгов;
- требования к способам и периодичности идентификации участников торгов;
- указание времени или порядок определения времени проведения торгов;
- порядок допуска лиц к участию в организованных торгах;
- основания и порядок начала, приостановления или прекращения заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, договоров РЕПО;
- правила листинга (делистинга) ценных бумаг;
- порядок и условия подачи заявок, в том числе заявок, в которых указывается клиринговый брокер;

– порядок установления соответствия заявок друг другу, включая признаки, по которым это соответствие определяется, и порядок фиксации такого соответствия;

– наименование клиринговой организации, если по итогам организованных торгов осуществляется клиринг;

– указание на то, что клиринг по итогам организованных торгов осуществляется без участия центрального контрагента и (или) с участием центрального контрагента, а также наименование лица, осуществляющего функции центрального контрагента;

– порядок заключения на организованных торгах договоров, в том числе договоров с участием центрального контрагента;

– указание последствий подачи заявок и заключения договоров на организованных торгах с нарушением правил организованных торгов, в том числе в результате сбоя и (или) ошибок программно-технических средств, сбоя в работе информационно-коммуникационных средств связи, с помощью которых обеспечивается проведение организованных торгов;

– указание случаев и порядок приостановки, прекращения и возобновления организованных торгов;

– требования к маркетмейкерам и порядку осуществления ими своих функций и обязанностей, если выполнение функций и обязанностей маркетмейкерами предусмотрено правилами организованных торгов.

Важнейшей функцией любого организатора торговли является листинг ценных бумаг, т. е. процесс их допуска к организованным торгам. Листинг ценных бумаг представляет собой их отбор для включения в котировальный список с учетом их инвестиционных качеств — доходности, надежности, ликвидности. Листинг проходят все ценные бумаги, которые обращаются на организованных торгах. Например, на ПАО «Московская биржа» осуществляется листинг акций, облигаций (в том числе биржевых), государственных, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, облигаций с ипотечным покрытием и др. Каждый организатор торговли разрабатывает свои правила осуществления листинга и ключевые требования к эмитентам ценных бумаг. В качестве примера приведем требования по листингу в отношении акций российских эмитентов ПАО «Московская биржа» (табл. 3.3).

Таблица 3.3

**Требования по листингу в отношении акций российских эмитентов
ПАО «Московская биржа»**

<i>№</i>	<i>Требования</i>	<i>I уровень</i>	<i>II уровень</i>	<i>III уровень</i>
1	Соответствие ценных бумаг требованиям законодательства РФ, в том числе нормативных актов Банка России	+	+	+

Продолжение табл. 3.3

№	Требования	I уровень	II уровень	III уровень
2	Регистрация проспекта ценных бумаг/проспекта эмиссии ценных бумаг/плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг	+	+	+
3	Раскрытие информации в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах	+	+	+
4	Количество акций эмитента в свободном обращении (FFs) и их общая рыночная стоимость (FFC)	<p>Если рыночная капитализация > 60 млрд руб., то для обыкновенных и привилегированных акций FFs $\geq 10\%$ Если рыночная капитализация ≤ 60 млрд руб., то для обыкновенных и для привилегированных акций (привилегированных акций определенного типа) FFs $\geq FF$ — рассчитывается по формуле, где $FF = (0,25789 - 0,00263 * \text{Кап}) * 100\%$, Кап — рыночная капитализация эмитента в млрд руб.</p> <p><i>Обыкновенные акции.</i> FFC ≥ 3 млрд руб., от всех выпущенных обыкновенных акций. <i>Привилегированные акции (привилегированные акции определенного типа)</i> FFC ≥ 1 млрд руб., от всех выпущенных привилегированных акций (привилегированных акций определенного типа)</p>	<p><i>Обыкновенные акции</i> при включении акций во Второй уровень или переводе акций из Третьего во Второй уровень (за исключением случаев включения в Сектор Роста) FFC ≥ 1 млрд руб., FFs $\geq 10\%$ от всех выпущенных обыкновенных акций. При переводе акций во Второй уровень из Первого FFs $\geq 4\%$ от всех выпущенных обыкновенных акций.</p> <p><i>Привилегированные акции</i> при включении акций во Второй уровень или переводе акций из Третьего уровня во Второй (за исключением случаев включения в Сектор Роста) FFC ≥ 500 млн руб., FFs $\geq 10\%$ от всех выпущенных привилегированных акций (привилегированных акций определенного типа) при переводе акций во Второй уровень из Первого уровня FFs $\geq 4\%$ от всех выпущенных привилегированных акций (привилегированных акций определенного типа)</p>	Условие не применяется

Продолжение табл. 3.3

№	Требования	I уровень	II уровень	III уровень
5	Срок существования эмитента	Не менее 3 лет	Не менее 1 года, либо не менее 1 месяца, если эмитент имеет под контролем общество (дочернее общество), срок существования которого не менее 1 года, при условии, что доля бизнеса (бизнесов) такого общества, по данным консолидированной финансовой отчетности, составляет не менее 50 % от общего бизнеса группы, в которую входит эмитент	Условие не применяется
6	Составление и раскрытие (опубликование) отчетности по МСФО или иным международно признанным стандартам	За 3 завершённых года, предшествующих дате включения акций в Первый уровень	За 1 завершённый год, предшествующий дате включения акций во Второй уровень	Условие не применяется
7	Раскрытие информации	Эмитент принял на себя обязательства раскрывать в течение всего времени нахождения акций в котировальном списке информацию в порядке и объеме, установленном правилами (требованиями), утвержденными Биржей		Условие не применяется
Требования для поддержания листинга				
8	Дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал	Не менее 3 млн руб. и количество торговых дней, в которые совершались сделки, составляет не менее 70 % от количества всех торговых дней в соответствующем квартале либо: 1) дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал не менее 1 млн руб., при этом количество торговых дней, в которые совершались сделки, должно составлять не менее 70 % от количества всех торговых	Не менее 500 тыс. руб. и количество торговых дней, в которые совершались сделки, составляет не менее 70 % от количества всех торговых дней в соответствующем квартале. Требование к дневному медианному объему не применяется, если заключены договоры, предусмотренные п. 9 таблицы, и выполняются обязательства маркетмейкера в отношении ценных бумаг	Условие не применяется

Окончание табл. 3.3

№	Требования	I уровень	II уровень	III уровень
		дней в соответствующем квартале; 2) заключены договоры, предусмотренные п. 9 таблицы, и выполняются обязательства маркетмейкера в отношении ценных бумаг		
9	Договор об оказании услуг маркетмейкера	Наличие 2 договоров, заключенных между Организацией, маркетмейкерами и Биржей, и выполнение обязательств маркетмейкера в отношении ценных бумаг. Наличие 2 договоров не требуется, если дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал не менее 3 млн руб. и соблюдается условие к количеству торговых дней, в которые совершались сделки, указанное в п. 8 таблицы	Наличие 2 договоров, заключенных между Организацией, маркетмейкерами и Биржей и выполнение обязательств маркетмейкера в отношении ценных бумаг. Наличие 2 договоров не требуется, если дневной медианный объем сделок за каждый календарный квартал не менее 500 тыс. руб. и соблюдается условие к количеству торговых дней, в которые совершались сделки, указанное в п. 8 таблицы	Условие не применяется

Если ценная бумага перестала отвечать установленным требованиям, то организатор торговли проводит обратную процедуру — исключение из котировальных списков такой ценной бумаги. Эта процедура называется *делистингом*.

Организатор торговли обязан обеспечить свободный доступ к ознакомлению с информацией всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения такой информации.

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

Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг лицензируется следующими видами лицензий:

- профессионального участника рынка ценных бумаг;
- на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

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

Охарактеризуем регулирующие органы, функционирующие на финансовом рынке.

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

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

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

Саморегулируемые организации — это добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующие в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и функционирующие на принципах некоммерческой организации.

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

- 1) обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;
- 2) соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

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

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

В настоящее время в едином реестре саморегулируемых организаций рынка ценных бумаг по состоянию на 20.01.2023 г. зарегистрировано семь некоммерческих организаций. Наиболее известные из них:

– Саморегулируемая (некоммерческая) организация «Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР)»;

– Профессиональная Ассоциация Регистраторов, Трансфер-Агентов и Депозитариев (ПАРТАД);

– Ассоциация управляющих компаний «Национальная лига управляющих (ассоциация «НЛУ»)»;

– Саморегулируемая организация «Национальная Финансовая Ассоциация (СРО НФА)».

3.4. Финансовые институты коллективного инвестирования

Коллективное инвестирование — схема организации инвестиционного бизнеса, при котором средства осознанно и целенаправленно вложены мелкими инвесторами в фонд, аккумулируются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их последующего инвестирования.

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

Понятие «коллективное инвестирование» не закреплено в нормативных актах Российской Федерации и пока не разработано российской юридической наукой.

Коллективное инвестирование характеризуется одновременно следующими признаками:

1) привлечение средств путем размещения ценных бумаг или заключения договоров;

2) осуществление в качестве основной деятельности инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество;

3) получение основной доли доходов в форме дивидендов, процентов и доходов от сделок, совершаемых с этим имуществом;

4) распределение доходов, полученных от инвестирования, между участниками коллективного инвестирования путем выплаты им дивидендов, процентов или иных выплат.

Характерные черты коллективного инвестирования:

1) лица, предоставляющие свои денежные средства в управление, несут риски, связанные с инвестированием;

2) управляющие объединяют средства многих лиц, обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым риски для участников инвестиционной схемы;

3) схемы коллективного инвестирования не предполагают обещания заранее оговоренных фиксированных выплат;

4) инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлении инвестиций и имеет возможность инвестировать в продукт (портфель), который в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

В РФ в соответствии с комплексной программой (Указ Президента от 21.03.1996 г. № 408 «Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров») к коллективным инвесторам относят:

- акционерные инвестиционные фонды;
- паевые инвестиционные фонды;
- негосударственные пенсионные фонды;
- кредитные потребительские кооперативы.

Несмотря на то, что первые инвестиционные фонды мир увидел еще в конце XIX века, для российской экономики это был практически новый инвестиционный институт.

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

Иными словами, инвестиционный фонд — это финансовый институт, посредством которого инвесторы передают денежные средства или иные активы в руки профессиональных менеджеров для управления. Вложения инвесторов управляются как единый портфель, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его вкладу в «общее имущество».

Коллективное инвестирование имеет ряд преимуществ перед индивидуальным инвестированием:

- при минимальной сумме инвестирования обеспечивается профессиональное управление;
- диверсификация риска и распределение риска между пайщиками;
- снижение затрат;
- дополнительная надежность за счет повышенного контроля со стороны государства.

В России традиционно сложились две формы инвестиционных фондов: это акционерные инвестиционные фонды (АИФ) и паевые инвестиционные фонды

(ПИФ), разновидностью которых являются биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ).

Акционерные инвестиционные фонды

Акционерный инвестиционный фонд — акционерное общество, полномочное осуществлять свою деятельность только на основании лицензии, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты.

В основе данного института лежит экономическая категория, именуемая акционерным капиталом. Одним из обязательных атрибутов АИФа является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание на то, что данное акционерное общество является «инвестиционным» фондом.

Основная задача АИФа — аккумулировать денежные средства граждан, не являющихся профессионалами рынка, для инвестиций в экономику.

Имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на инвестиционные резервы, которые должны быть переданы управляющей компании, и имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов, остающегося в распоряжении указанных органов.

Акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций, а также не вправе осуществлять размещение акций путем закрытой подписки.

Акции акционерного инвестиционного фонда могут оплачиваться только денежными средствами или имуществом, предусмотренным его инвестиционной декларацией. При этом, как и в обычном акционерном обществе, неполная оплата акций при их размещении не допускается. Акционерами фонда могут быть как юридические, так и физические лица.

Для того чтобы вложить деньги в АИФ, инвестору необходимо либо войти в состав его учредителей при создании, либо купить его акции на открытом рынке, например на бирже. В мировой практике количество инвестфондов в форме акционерных обществ не меньше, чем ПИФов. Однако в России этот вид коллективных инвестиций, прописанный наравне с паевыми фондами в Федеральном законе № 156-ФЗ от 29 ноября 2001 г. «Об инвестиционных фондах», не получил должного распространения.

По состоянию на 06.11.2021 г. в реестре лицензий акционерных инвестиционных фондов есть только два финансовых института:

- ПАО «ИФ “Детство-1”»;
- ПАО «ИФ “Защита”»¹.

¹ Реестры. Банк России : [официальный сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/RSCI/registers/> (дата обращения: 23.07.2022).

Поскольку в основе идеи инвестиционных фондов лежит инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, АИФ не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности. В остальном правовой статус акционерного инвестиционного фонда не отличается от обычного акционерного общества и регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.

Акционерный инвестиционный фонд обязан использовать при взаимодействии с регистратором, со специализированным депозитарием и с управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда, документы в электронной форме, подписанные электронной подписью. Вид электронной подписи и порядок ее проверки устанавливаются соглашением между участниками электронного взаимодействия.

Акционерный инвестиционный фонд обязан иметь сайт в сети интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому фонду.

Акционерный инвестиционный фонд обязан обеспечить возможность предоставления в Банк России электронных документов, а также возможность получения от Банка России электронных документов в порядке, установленном Банком России.

Паевые инвестиционные фонды

В отличие от акционерного инвестиционного фонда, в основе паевого инвестиционного фонда лежит правовой институт «доверительного управления». Иными словами, в рамках паевых фондов все инвестиционные отношения строятся на основе договора доверительного управления (ДУ), срок действия которого не может превышать 15 лет.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями (пайщиками) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, а также состоящий из имущества, полученного в процессе такого управления. При этом доля в праве собственности на это имущество удостоверяется ценной бумагой, именуемой инвестиционным паем.

Инвестиционный пай выдается и погашается управляющей компанией на основании безотзывной заявки инвестора или пайщика.

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

Если пай приобретается до завершения процесса формирования фонда, то его стоимость определяется исходя из объявленной цены размещения. Поскольку после окончания формирования фонда его стоимость чистых активов (СЧА) подвержена колебанию, его расчетная стоимость определяется путем деления СЧА, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение, погашение или обмен паев, на количество паев, указанное в реестре.

Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Необходимо обратить внимание, что кардинальным отличием паевого фонда от акционерного является то, что паевой фонд не является юридическим лицом. Здесь можно провести некоторое сравнение, например акционерный инвестиционный фонд, как и любое другое предприятие, предстает перед нами в нескольких ипостасях:

– во-первых, как было отмечено, предприятие (АИФ является таковым) — это субъект права, т. е. оно является полноценным участником хозяйственных отношений, имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т. д.;

– во-вторых, предприятие — это тоже некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собою совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества;

– в-третьих, предприятие — это совокупность персонала, оно предстает перед нами в лицах директора, менеджеров и прочих сотрудников.

Паевой инвестиционный фонд может быть представлен только в одном виде — в виде имущественного комплекса, представляющего собой совокупность денежных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от вида ПИФа.

Все вопросы существования ПИФа и осуществления операций с его имуществом регулируются на основе правил доверительного управления паевым фондом, принятых в соответствии с законодательством и зарегистрированных Банком России.

В Федеральном законе «Об инвестиционных фондах» (п. 6 ст. 11) выделяется четыре типа ПИФов: открытые, интервальные, закрытые и биржевые.

В открытом паевом фонде инвесторы могут приобретать, погашать или обменивать пай в любой рабочий день, стоимость пая рассчитывается ежедневно.

В интервальных паевых инвестиционных фондах инвесторы могут приобрести, продать и обменять пай в четко определенные промежутки времени (интервалы), как, правило, четыре раза в год (один раз в квартал). Должно быть не менее одного интервала в год, каждый интервал длится две недели. Стоимость паев в интервальных фондах рассчитывается в конце каждого месяца и в конце каждого интервала.

Фонды, которые создаются под определенный проект и на определенный срок, и в течение этого срока в которых управляющая компания не выкупает пай, называются закрытыми. Обращение паев закрытых фондов, их покупка или продажа осуществляются на вторичном рынке, биржевом или внебиржевом.

Закрытые фонды создаются под определенный проект и на определенный срок, в течение которого управляющая компания не выкупает паи. В РФ инвестирование в такие фонды доступно только квалифицированным инвесторам. Сравнительный анализ открытых, интервальных и закрытых ПИФов приведен в табл. 3.4.

Таблица 3.4

Сравнительный анализ открытых, интервальных и закрытых паевых инвестиционных фондов

<i>Наименование</i>	<i>Открытые</i>	<i>Интервальные</i>	<i>Закрытые</i>
Приобретение и погашение паев	В любой рабочий день	В любой рабочий день в пределах интервала (но не реже 1 раза в год)	Приобретение при размещении, погашение при прекращении фонда
Вложения	Денежные средства	Денежные средства	Денежные средства и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией
Возможность управления фондом пайщиками	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Собрание пайщиков
Количество выдаваемых паев	Не ограничено	Не ограничено	Определяется правилами доверительного управления (ДУ)
Объекты инвестирования	– государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ; – муниципальные ценные бумаги; – акции и облигации российских акционерных обществ; – ценные бумаги иностранных государств; – акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций; – иные ценные бумаги, предусмотренные нормативно-правовыми актами ЦБ РФ	То же самое + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ЦБ РФ	То же самое + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ЦБ РФ; + недвижимое имущество и имущественные права на него
Выплата дохода (дивидендов)	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Если это предусмотрено правилами ДУ
Обмен паев	Обмен паев ОПИФа на паи других ОПИФов этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Обмен паев ИПИФа на паи других ИПИФов этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Не предусмотрен

Для неквалифицированных инвесторов, безусловно, наиболее подходящими являются открытые (ОПИФ) и биржевые ПИФы (БПИФ). На сегодняшний день при текущих уровнях доходности банковских депозитов инвестирование в данные инструменты особенно привлекательно.

Паевые инвестиционные фонды по объектам инвестирования делятся на следующие категории:

- фонд денежного рынка;
- облигаций;
- акций;
- смешанных инвестиций;
- венчурных инвестиций;
- индексный (с указанием индекса);
- отраслевой;
- товарного рынка и т. д.

Динамика количества зарегистрированных ПИФов по типам представлена на рис. 3.5.

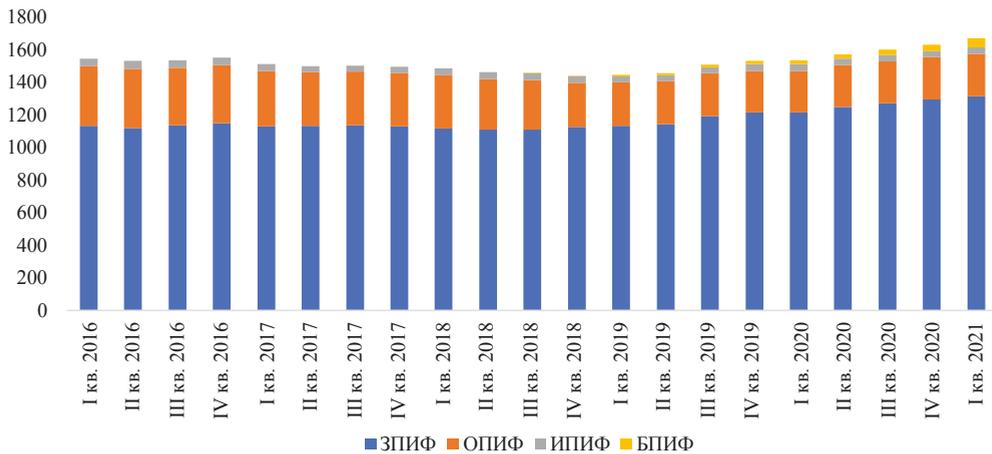


Рис. 3.5. Динамика количества зарегистрированных ПИФов по типам

Наиболее заметная тенденция роста наблюдается у БПИФов.

В таблице 3.5 представлены данные стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов по типам фондов.

Особо следует отметить появление таких инструментов на российском фондовом рынке, как биржевые ПИФы (БПИФ). Первый БПИФ был запущен 17 сентября 2018 г., на конец 2021 г. их насчитывается уже 123. Такой рост количества фондов связан с рядом преимуществ БПИФов перед классическими ПИФами, а соответственно, и популярностью среди инвесторов. Основные отличия БПИФов и стандартных (классических) ПИФов представлены в табл. 3.6.

Таблица 3.5

Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов по типам фондов¹

Тип фонда	Открытые		Закрытые		Биржевые		Интервальные	
	2015 г.	2020 г.	2015 г.	2020 г.	2015 г.	2020 г.	2015 г.	2020 г.
СЧА, млрд руб.	79,59	475,43	416,97	416,47	–	23,19	4,6	6,35
Доля, %	15,88	51,60	83,21	45,20	0	2,52	0,91	0,69

Таблица 3.6

Отличительные характеристики ПИФов и БПИФов

Наименование	ПИФ	БПИФ
Стоимость пая	Стоимость пая рассчитывается исходя из типа ПИФа	Стоимость пая меняется в течение торговой сессии биржи исходя из спроса и предложения
Структура активов фонда	Структура активов фонда раскрывается раз в месяц на сайте управляющей компании	Структура активов фонда раскрывается биржей и доступна ежедневно в режиме онлайн
Ликвидность	Заявки на покупку и погашение паев исполняются исходя из Правил фонда. Как правило, это несколько дней	Заявки на покупку и продажу инвестиционных паев по рыночной цене исполняются моментально при их пересечении
Комиссии (затраты)	Наличие скидок и надбавок. Уровень затрат высокий и колеблется в зависимости от типа фонда (до 3–4%)	Скидки и надбавки отсутствуют. Уровень затрат от 0,8–1,5%
Обмен паев	Возможен обмен паев одного фонда на паи другого без комиссий и прерывания периода владения (важно для налогообложения)	Обмен паев отсутствует. Перевести деньги в другой фонд можно только через продажу и покупку паев

Так, в конце 2016 г. с вступлением в силу Указания Банка России от 05.09.2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов» была введена новая градация фондов по категориям. Для квалифицированных инвесторов количество категорий, к которым относится фонд, сократилось с 15 до 3 (фонды финансовых инструментов, фонды недвижимости, комбинированные фонды). Для неквалифицированных инвесторов количество таких категорий изменилось с 7 до 2 (фонды рыночных финансовых инструментов, фонды недвижимости). В результате невостребованные рынком категории фондов были исключены.

С начала 2018 г. управляющие компании паевых инвестиционных фондов перешли на новый формат предоставления финансовой отчетности XBRL (eXtensible Business Reporting Language). Внедрение проекта XBRL становится первым шагом на пути перехода на единый электронный формат для всех участников финансового рынка.

¹ InvestFunds: [сайт]. URL: <https://investfunds.ru> (дата обращения: 13.09.2021).

Раскроем функциональные права и обязанности участников коллективного инвестирования.

1. *Пайщик* — это собственник инвестиционного пая, т. е. именной неземиссионной бездокументарной ценной бумаги, удостоверяющей три основных права и требования:

- долю его владельца в праве собственности на имущество ПИФа;
- право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом;
- право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

2. *Управляющая компания*, которая в рамках данных инвестиционных отношений выступает в качестве доверительного управляющего, в распоряжении которого находятся средства инвесторов. В связи с этим к управляющей компании предъявляется ряд требований:

- организационно-правовая форма — АО, ООО;
- наличие лицензии;
- требования к объему собственных средств.

Лицензия предоставляет УК право осуществлять деятельность по доверительному управлению активами акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, пенсионным резервам негосударственных пенсионных фондов. Совмещение деятельности УК допускается только в сфере доверительного управления ценными бумагами и страховыми резервами страховых компаний.

Для управляющей компании установлены ограничения по управлению, так, УК не имеет права:

- распоряжаться имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд без согласия специализированного депозитария, за исключением распоряжения ценными бумагами в целях исполнения сделок, совершенных через организаторов торговли;
- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты, не предусмотренные инвестиционной декларацией паевого инвестиционного фонда;
- совершать сделки, в результате которых будут нарушены правовые нормы, регулирующие деятельность фондов, включая требования к структуре паевых инвестиционных фондов;
- безвозмездно отчуждать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;
- принимать на себя обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет паевой инвестиционный фонд, за исключением сделок с ценными бумагами, совершаемых через организатора торговли, правила которого предусматривают поставку против платежа;
- получать на условиях договоров займа и кредитных договоров денежные средства, подлежащие возврату за счет имущества, составляющего паевой инве-

стиционный фонд, не иначе как в целях использования этих средств для выкупа инвестиционных паев при недостаточности денежных средств, составляющих этот паевой инвестиционный фонд. При этом совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по всем договорам займа и кредитным договорам не должен превышать 10 процентов стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. Срок привлечения заемных средств по каждому договору займа и кредитному договору (включая срок продления) не может превышать три месяца;

- предоставлять займы за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

- использовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для обеспечения исполнения собственных обязательств, не связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, или для исполнения обязательств третьих лиц;

- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты инвестирования у своих аффилированных лиц, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли;

- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, инвестиционные паи иных паевых инвестиционных фондов, находящихся в ее доверительном управлении;

- приобретать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев получения вознаграждения в соответствии с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также возмещения суммы собственных денежных средств, использованных управляющей компанией для выкупа инвестиционных паев этого инвестиционного фонда. При этом взимание управляющей компанией процентов за пользование ее денежными средствами не допускается;

- отчуждать собственное имущество в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, находящийся в ее доверительном управлении;

- приобретать в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией, специализированным депозитарием, оценщиком или аудитором паевого инвестиционного фонда, а также их аффилированными лицами, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли.

Управляющая компания при осуществлении своей деятельности обязана предоставлять всем заинтересованным лицам по их требованию следующую информацию:

- правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также полный текст зарегистрированных изменений и дополнений в них;

- правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев;

- справку о стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и соответствующие приложения к ней;

- справку о стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и расчетной стоимости одного инвестиционного пая по последней оценке;
- баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющей компании паевого инвестиционного фонда, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках специализированного депозитария, заключение аудитора, составленные на последнюю отчетную дату;
- отчет о приросте (уменьшении) стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, сведения о вознаграждении управляющей компании и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по состоянию на последнюю отчетную дату;
- иную информацию, распространенную или управляющей компанией паевого инвестиционного фонда в соответствии с требованиями законодательства, или правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

3. *Специализированный депозитарий* представляет собой организацию, основной деятельностью которой является учет и хранение имущества ПИФа, осуществляемые на основании лицензии, выдаваемой Банком России.

Специализированный депозитарий обязан осуществлять контроль за соблюдением управляющей компанией законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Он не вправе давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом ПИФа, а также исполнять поручения управляющей компании по передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд в случае, если такие распоряжение и передача противоречат законодательству и правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Аналогичные полномочия специализированный депозитарий имеет и в отношении активов НПФ, находящихся в доверительном управлении управляющей компании.

Обязанности специализированного депозитария:

- принимать на хранение и хранить имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;
- давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, а также исполнять поручения управляющей компании о передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;
- принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;
- представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в порядке, установленном его нормативными правовыми актами;
- регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, если иной порядок учета прав на цен-

ные бумаги не предусмотрен в соответствии с законодательством Российской Федерации;

– осуществлять контроль за определением стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, а также расчетной стоимости инвестиционного пая, количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

– проводить конкурс для определения другой управляющей компании паевого инвестиционного фонда в случае аннулирования лицензии у управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда;

– соблюдать иные требования, предусмотренные настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Важной функцией для инвестора является функция контроля специализированного депозитария за действиями управляющей компании. В этих целях депозитарий контролирует:

– правильность расчета стоимости чистых активов фонда и стоимость инвестиционного пая;

– учет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд с данными управляющей компании;

– соблюдение управляющей компанией требований к составу и структуре ценных бумаг в имуществе фонда, определенных его Правилами, которые учитывают инвестиционную стратегию паевого инвестиционного фонда и требования законодательства.

При наличии нарушений, выявленных специализированным депозитарием в ходе осуществления контроля, он обязан уведомить ЦБ РФ о них не позднее трех дней.

4. *Специализированный регистратор* ведет реестр владельцев инвестиционных паев, осуществляет учет информации о владельцах паев и их долевом участии в фонде, фиксирует все приобретения, обмен, передачу и погашение паев. Реестр владельцев инвестиционных паев фонда (далее — реестр фонда) представляет собой систему записей о фонде, владельцах инвестиционных паев фонда, об общем количестве размещенных и выкупленных инвестиционных паев фонда, о количестве принадлежащих владельцам инвестиционных паев фонда, о дроблении инвестиционных паев фонда, документах, являющихся основанием для внесения записей о приобретении или о выкупе инвестиционных паев фонда.

5. *Аудитор* осуществляет независимую оценку отчетности управляющей компании.

6. *Независимый оценщик* в случае работы паевого инвестиционного фонда с имуществом (например, с недвижимостью) и некотируемыми ценными бумагами представляет независимое экспертное заключение о стоимости данных активов.

Исходя из законодательства заявки на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев могут быть поданы только двум субъектам: в управляющую

компанию и (или) агентам по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда.

7. *Агентами по выдаче, погашению и обмену* инвестиционных паев могут быть только юридические лица — профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев действует от имени и за счет управляющей компании на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией, а также выданной ею доверенности.

При осуществлении своей деятельности агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев обязан указывать, что он действует от имени и по поручению управляющей компании соответствующего паевого инвестиционного фонда, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этой управляющей компанией.

В соответствии с законодательством паевой инвестиционный фонд не является самостоятельным субъектом права и не может участвовать в хозяйственном обороте обособленно от управляющей компании. По этой причине, а также исходя из того, что налоговое законодательство связывает категорию налогоплательщика с его правосубъектностью, налогообложение в рамках ПИФов основывается на следующих постулатах:

- 1) ПИФ не является плательщиком налога на прибыль;
- 2) объекты недвижимого имущества, внесенные в паевой фонд, исключаются из состава налогооблагаемой базы по налогу на имущество в течение периода нахождения данного имущества на балансе ПИФа;
- 3) паевой фонд не является налогоплательщиком по земельному налогу в отношении земельных участков, составляющих имущество фонда;
- 4) операции, осуществляемые за счет имущества фонда, не подлежат налогообложению налогом на добавленную стоимость.

Что касается налогообложения экономических результатов, полученных инвестором от участия в ПИФе, то тут необходимо также учитывать, что инвестиционный пай является ценной бумагой и, следовательно, в данном случае применимы общие правила налогообложения операций с ценными бумагами, а именно:

- а) доход инвестора ПИФа — физического лица от реализации паев облагается налогом на доходы физических лиц. При этом доходом является разница между суммой дохода, полученной от реализации паев, и документально подтвержденными расходами на приобретение и реализацию паев;
- б) доход инвестора ПИФа — юридического лица возникает при реализации или погашении пая, относится на его финансовый результат и облагается налогом на прибыль по базовой ставке (20%).

Проанализируем этапы регистрации, формирования, функционирования и прекращения деятельности паевого инвестиционного фонда.

1. Создание паевого инвестиционного фонда реализуется путем регистрации правил ДУ ПИФа. С момента регистрации правил ДУ в ЦБ РФ начинается исчисление шестимесячного срока, в течение которого УК обязана приступить к формированию ПИФа. С момента начала формирования ПИФа начинается исчисление трехмесячного срока, в течение которого УК обязана завершить формирование ПИФа.

При подаче заявки на приобретение паев УК, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику надбавку к стоимости пая, не превышающую 1,5 % от расчетной стоимости пая.

2. Функционирование ПИФа реализуется путем инвестирования средств фонда и накопления инвестиционного дохода, выражающегося в приросте стоимости чистых активов.

3. Прекращение деятельности фонда реализуется путем проведения мероприятий, связанных с выплатой денежной компенсации владельцам инвестиционных паев — погашением всех обязательств ПИФа перед третьими лицами. При этом выплата денежной компенсации в связи с погашением инвестиционного пая ПИФа должна быть осуществлена в течение срока, определенного правилами ДУ, но не позднее 15 дней со дня погашения инвестиционного пая для открытых и интервальных ПИФов, и не позднее 1 месяца для закрытых ПИФов.

При подаче заявки на погашение паев управляющая компания, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику скидку от стоимости пая, не превышающую 3 % от расчетной стоимости пая.

При этом необходимо учитывать, что прекращение фонда осуществляется в соответствии с законодательно установленной последовательностью действий.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее ПИФ, и осуществить расчеты в соответствии с законодательством, если правилами доверительного управления ПИФом не предусмотрен иной срок, в течение трех месяцев со дня опубликования сообщения о прекращении ПИФа.

Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

– в первую очередь — кредиторам, в т. ч. выплата вознаграждений специализированному депозитарию, регистратору, оценщику и аудитору; а также выплата компенсаций лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения ПИФа;

– во вторую — лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда;

– в третью — выплата вознаграждения управляющей компании;

– в четвертую — выплата владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев.

При этом также необходимо учитывать, что в случае прекращения ПИФа в связи с тем, что по окончании срока его формирования стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным, лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и осуществить все расчеты не позднее двух недель со дня окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда.

Негосударственные пенсионные фонды

Одним из атрибутов перехода России от плановой экономики к рыночной стала начавшаяся в 90-х годах XX века пенсионная реформа. В основу реформирования системы пенсионного обеспечения легла идея создания трехуровневой конструкции. Первый уровень должен представлять собой базовые пенсии; второй — трудовые (пенсии по трудовому стажу), третий — негосударственные. Поэтому одна из основных задач пенсионной реформы заключается в развитии негосударственного пенсионного обеспечения посредством введения института негосударственных пенсионных фондов.

Негосударственное пенсионное обеспечение в пенсионной системе рассматривается как дополнительное по отношению к основному (государственному), поэтому может осуществляться как в форме личного пенсионного обеспечения граждан путем накопления средств в негосударственных пенсионных фондах, так и в форме дополнительных пенсионных программ отдельных организаций, отраслей экономики либо территорий.

При этом цель введения института негосударственных пенсионных фондов (НПФ) не ограничивается только негосударственными пенсиями.

Согласно Федеральному закону «О трудовых пенсиях в РФ» № 173-ФЗ от 17.12.2001 г. существует три вида трудовых пенсий: по старости, инвалидности, потере кормильца. Пенсии по старости и инвалидности состоят из трех частей: базовая (I уровень), страховая и накопительная (II уровень).

Финансирование выплаты трудовой пенсии осуществляется за счет сумм обязательных страховых взносов, но из разных источников. В отношении базовой части пенсии — за счет средств, зачисляемых в федеральный бюджет. В отношении страховой и накопительной частей трудовой пенсии — за счет средств, поступающих в Пенсионный фонд Российской Федерации.

Базовая часть выплачивается всем гражданам вне зависимости от трудового стажа. Размер страховой части определяется из суммы страховых взносов, поступивших в течение трудовой деятельности пенсионера. Накопительная часть формируется за счет накопленных взносов и инвестиционного дохода, полученного от размещения пенсионных накоплений.

В 2014 г. вступил в силу Федеральный закон от 28 декабря 2013 г. № 410-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О негосударственных пенсионных фондах” и отдельные законодательные акты Российской Федерации», изменивший статус НПФ с некоммерческой организации на акционерный пенсионный фонд, тем самым признав НПФ в качестве коммерческого лица.

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) — организация, исключительной деятельностью которой является негосударственное пенсионное обеспечение, в том числе досрочное негосударственное пенсионное обеспечение, и обязательное пенсионное страхование. Такая деятельность осуществляется фондом на основании лицензии на осуществление деятельности по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию.

Таким образом, основными видами деятельности НПФ являются:

- негосударственное пенсионное обеспечение участников фонда (НПО) в соответствии с заключаемыми договорами;
- осуществление обязательного пенсионного страхования (ОПС) в соответствии с требованиями Федерального закона от 15.12.2001 г. № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» и договорами об обязательном пенсионном страховании;
- осуществление профессионального пенсионного страхования (ППС) в соответствии с законодательными требованиями и договорами о создании профессиональных пенсионных систем.

НПО включает в себя сбор взносов, размещение пенсионных резервов и выплату пенсий. Данная деятельность НПФ осуществляется по договорам об НПО. Полученные средства от клиентов инвестируются, а по достижении лицом, в пользу которого осуществлялись взносы, пенсионного возраста, ему назначается и выплачивается дополнительная негосударственная пенсия.

В рамках обязательного пенсионного страхования НПФ осуществляют страхование клиента на основании заключенного им договора с фондом. Страхование позволяет застрахованному лицу доверить фонду управление своей накопительной частью пенсии.

ППС предполагает оказание фондами услуги по обеспечению работающих во вредных или опасных условиях дополнительными пенсиями за счет специальных программ НПО.

Можно выделить основные принципы деятельности НПФ:

- заинтересованность в результатах деятельности;
- открытость — деятельность НПФ должна быть максимально прозрачна и понятна не только контролирующим органам, но и населению;
- делегирование обязательств — согласно законодательству средства, полученные НПФ в части ОПС, должны передаваться в распоряжение Управляющей компании (УК). В связи с этим деятельность НПФ должна быть направлена на постоянный анализ и мониторинг эффективности деятельности выбранных

в качестве партнеров УК и исходя из этого предоставлять большой объем ресурсов наиболее успешных УК;

- сохранность вложений — работа НПФ направлена на обеспечение защиты пенсионных накоплений и резервов от негативных факторов (например, инфляции);

- непрерывность оценки и мониторинга — непрерывный анализ внешних и внутренних факторов деятельности НПФ, проводимый с целью обеспечения оперативного регулирования работы фондов, а также формирования и осуществления стратегии развития фонда;

- контроль соответствия деятельности НПФ поставленным функциям и целям;

- ответственность за результат деятельности — НПФ покрывают понесенные убытки за счет имущества для обеспечения уставной деятельности;

- социальная ответственность — фонды несут социальную ответственность перед гражданами за результаты инвестирования пенсионных резервов и размещения пенсионных накоплений: уровень эффективности деятельности отражается на величине пенсии.

В процессе деятельности НПФ выполняют ряд функций, оказывая влияние как на социальную сферу общества, так и на экономическую. Исходя из этого исполняемые функции можно подразделить на общие и специфические.

Исполнение *общих* функций влечет за собой одновременное влияние как на социальную, так и на экономическую сферу. К таким функциям относятся:

- сберегательная;

- страховая;

- информационная;

- посредническая — негосударственные пенсионные фонды находятся во взаимодействии с участниками как пенсионного рынка, так и финансового рынка в целом, в результате они часто выступают в качестве посредника между субъектами.

Специфические функции затрагивают часть социально-экономических отношений и поэтому подразделяются на социальные и экономические. В ряд социальных функций входят:

- обеспечение достаточного уровня жизни нетрудоспособного населения пенсионного возраста;

- сохранение покупательской способности пенсионеров;

- мотивационная;

- предотвращение отрицательных социальных последствий, которые могут быть вызваны снижением уровня доходов населения — формирование рабочих мест.

К специфическим экономическим относятся функции:

- инвестиционная;

- перераспределительная;

– аккумулярование финансовых ресурсов — в рамках существующей пенсионной системы часть доходов граждан должна быть передана в НПФ для последующего накопления в виде пенсионного пула, который после наступления пенсионных оснований будет распределен и выплачен в течение предположительного срока дожития. Также НПФ могут привлекать средства граждан в рамках добровольного пенсионного обеспечения;

– приумножение (капитализация) вложений — увеличение передаваемых НПФ в распоряжение средств за счет их размещения в УК либо за счет самостоятельного инвестирования.

Таким образом, рассмотрев принципы, свойства и функции негосударственных пенсионных фондов, можно сформулировать следующее определение НПФ.

Негосударственный пенсионный фонд — это социально-экономический институт, функционирующий в рамках пенсионной системы, деятельность которого направлена на сохранение и приумножение аккумулированного капитала посредством инвестирования пенсионных средств с помощью соответствующих участников пенсионного рынка и/или путем прямого вложения в инвестиционные активы в целях обеспечения роста пенсионных вложений и выплат граждан при выходе на пенсию.

При этом необходимо отметить, что сопутствующим эффектом деятельности НПФ, использующим «длинные» деньги, является стимулирование экономического роста на фоне реструктуризации и модернизации экономики страны.

На рисунке 3.6 показано распределение количества застрахованных лиц между НПФ и ПФР.

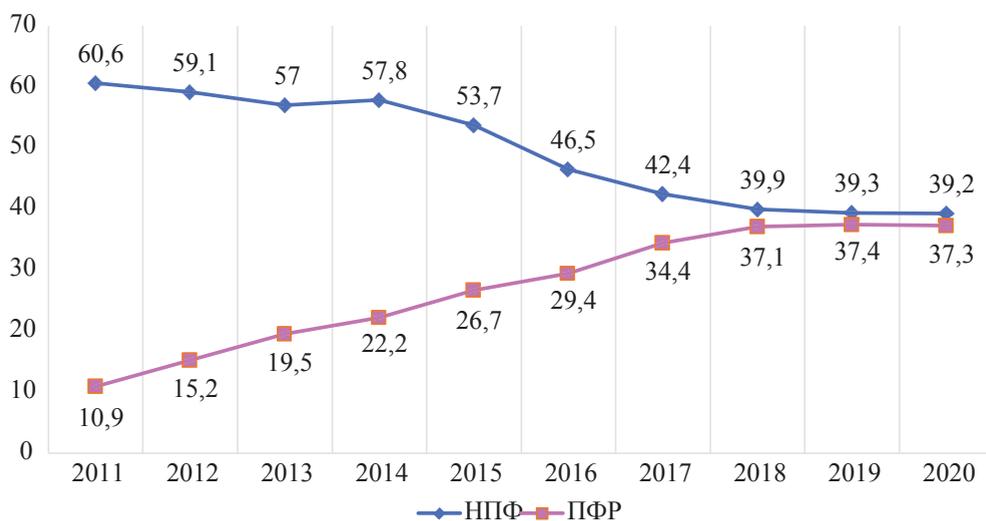


Рис. 3.6. Распределение количества застрахованных лиц между НПФ и ПФР, млн чел.

Негативной динамике по клиентской базе частных фондов предшествовало замедление ее роста в результате переходной кампании еще 2018 г. Тогда количество застрахованных лиц в НПФ увеличилось менее чем на 400 тыс. человек. В предыдущие десять лет количество клиентов частных фондов прирастало на несколько млн человек в год.

Финансы НПФ состоят из пенсионных накоплений, формируемых в рамках деятельности по обязательному пенсионному страхованию (ОПС), и пенсионных резервов, формируемых в рамках деятельности по негосударственному пенсионному обеспечению.

По отношению к праву аккумулировать пенсионные накопления все НПФ могут быть разделены на две группы: фонды, имеющие право работать с пенсионными накоплениями, и фонды, лишенные такого права.

НПФ, которые имеют лицензию по ОПС, осуществляют управление пенсионными накоплениями, формируемыми за счет уплачиваемых работодателями за своих работников страховых взносов по ОПС. С 2014 г. перечисление работодателями новых взносов на формирование накопительной части пенсии приостановлено, и в настоящий момент НПФ управляют средствами, накопленными за прошлые периоды. Все фонды, которые занимаются ОПС, включены в систему гарантирования прав застрахованных лиц. Средства, доверенные таким фондам, гарантируются Агентством по страхованию вкладов.

Пенсионные накопления НПФ обязан передать в доверительное управление одной или нескольким управляющим компаниям (УК) для последующего их инвестирования. В свою очередь, в соответствии с действующим законодательством НПФ могут размещать свои пенсионные резервы самостоятельно или через управляющие компании. НПФ вправе самостоятельно размещать средства в государственные и муниципальные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов РФ, на банковский депозит или в объекты недвижимости. Для инвестирования в иные активы фонд должен привлекать управляющие компании.

Активы, в которые могут размещаться средства пенсионных резервов Фонда, должны соответствовать требованиям Постановления Правительства РФ «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением».

Объем пенсионных накоплений в НПФ показан на рис. 3.7.

Отношения НПФ и управляющих компаний строятся на основании договоров доверительного управления и иных договоров в зависимости от схемы работы НПФ на финансовом рынке. УК обязаны иметь лицензию на все виды деятельности, по которым они осуществляют операции со средствами пенсионных фондов.

Доходы негосударственных пенсионных фондов определяются отдельно по доходам, полученным от размещения пенсионных резервов, доходам, полученным от инвестирования пенсионных накоплений, и по доходам, полученным от уставной деятельности указанных фондов.

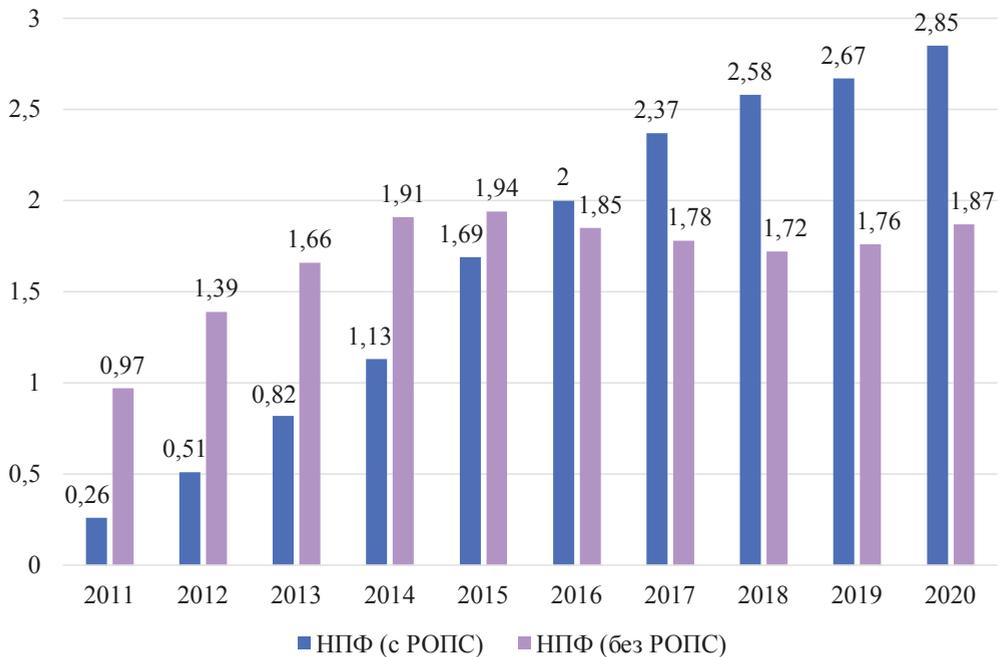


Рис. 3.7. Объем пенсионных накоплений в НПФ, трлн руб.

НПФ имеют две части вознаграждения. Постоянная (*management fee*) начисляется им в течение всего года и составляет до 0,75% от стоимости чистых активов под управлением. Переменная часть (*success fee*) составляет до 15% от полученного инвестиционного дохода. Эти деньги зачисляются в собственные средства НПФ, из которых фонды выплачивают вознаграждение управляющим компаниям (УК), специализированному депозитарию, а также делают отчисления в резерв по обязательному пенсионному страхованию (РОПС).

Средства пенсионных накоплений не могут быть использованы:

- для приобретения ценных бумаг, эмитентами которых являются управляющие компании, брокеры, специализированный депозитарий и аудиторы, с которыми фондом заключены соответствующие договоры;
- приобретения ценных бумаг эмитентов, в отношении которых осуществляются меры досудебной санации или возбуждена процедура банкротства (наблюдения, временного (внешнего) управления, конкурсного производства) в соответствии с законодательством Российской Федерации о банкротстве либо в отношении которых такие процедуры применялись в течение двух предшествующих лет.

Показатели доходности по пенсионным накоплениям НПФ стали опережать доходность от инвестирования пенсионных накоплений ПФР по расширенному портфелю (рис. 3.8).



Рис. 3.8. Динамика доходности инвестирования средств пенсионных накоплений, %

Трансформация законодательных портфельных ограничений привела к резкому приросту вложений в государственные бумаги и последовательному сокращению вложений в банковские пассивы со стороны НПФ. Установление дополнительных регуляторных требований по структуре и составу инвестиционных портфелей НПФ по ОПС было начато Банком России в 2014 г. Далее, с 2016 г., происходит ужесточение требований со стороны регулятора и ограничение инвестиционных рисков НПФ. С середины 2017 г. изменяются дополнительные требования на инвестирование пенсионных накоплений НПФ, а именно: ужесточение требований к вложениям пенсионных накоплений в банковские активы — ценные бумаги и депозиты кредитных организаций. С 1 января 2019 г. доля вложений в кредитные организации снижена с 35 до 30 %.

В 2020 г. отмечались более низкие, в сравнении с 2019 г., показатели доходности НПФ. По оценкам «Эксперт РА», средневзвешенная доходность пенсионных накоплений по итогам 2020 г. составила 7,2 % (5,2 % за вычетом вознаграждений) против 10,1 % годом ранее (8,2 % за вычетом вознаграждений).

Средневзвешенная доходность пенсионных резервов по итогам 2020 г. оказалась в районе 5,8 % (4,8 % за вычетом вознаграждений), при этом по итогам 2019 г. она была на уровне 8,1 и 6,7 % соответственно.

Медианная доходность НПФ по итогам первого полугодия 2021 г. составила 2,6 % по пенсионным накоплениям и 1,8 % по пенсионным резервам в годовом исчислении.

Доходность пенсионных накоплений НПФ в целом второй год подряд оказывается выше доходности расширенного портфеля ПФР, на который приходится основной объем средств пенсионных накоплений под управлением государственной управляющей компании. Ряд отдельных фондов также демонстрировал более высокую доходность, чем портфель государственных ценных бумаг ПФР.

Таким образом, за период функционирования ОПС НПФ приобрели значительное место в системе доверительного управления пенсионными накоплениями, аккумулируя большую часть средств ОПС. Также сложилась определенная система государственного регулирования деятельности НПФ в качестве страховщика в ОПС, включая установленные законодательные портфельные требования, а также двухуровневую систему гарантирования сохранности пенсионных накоплений.

С 1 июля 2021 г. все НПФ в России должны раскрывать информацию о том, во что они вкладывают деньги вкладчиков. Это означает, что любой желающий сможет оценить, в какие активы вкладывается фонд, какой стратегии он придерживается.

Требования по раскрытию информации регулятор установил довольно подробные. НПФ должны предоставлять информацию в отношении каждого конкретного актива с указанием его доли в фонде. Таким образом, вкладчик сможет оценить, насколько рискованной является стратегия фонда, как меняется удельный вес той или иной ценной бумаги в портфеле. В конечном счете можно будет сделать вывод о том, соответствует ли инвестиционная стратегия фонда долгосрочным целям вкладчика.

Формализация отношений между негосударственным пенсионным фондом и участником (вкладчиком) осуществляется посредством пенсионных схем.

Пенсионная схема — совокупность условий, определяющих порядок формирования пенсионных накоплений и выплат негосударственных пенсий.

Применяемые фондами пенсионные схемы должны определять:

- а) порядок внесения пенсионных взносов вкладчиками фонда, их размеры, периодичность и продолжительность внесения;
- б) порядок получения участниками фонда негосударственных пенсий, их размеры, периодичность и продолжительность выплат;
- в) методику актуарных расчетов обязательств фонда перед его вкладчиками (участниками);
- г) методику расчета размеров выкупных сумм;
- д) порядок ведения именных и солидарных пенсионных счетов;
- е) возможность или невозможность наследования пенсионных накоплений участников фонда.

Применение НПФ в своей деятельности различных схем отражает разнообразие условий, которые они предлагают своим клиентам.

По условиям финансирования схемы делятся на:

- сберегательные (в них не учитываются вероятности дожития каждого участника фонда, предусматривается наследование накоплений, отсутствует

солидарность участников в обеспечении выплат, оговаривается конкретный срок выплат);

- страховые (солидарность участников, нет наследования накоплений, учитываются вероятности дожития застрахованных);

- смешанные сберегательно-страховые схемы (предусматривается последовательное использование двух схем, например, на этапе накопления применяется сберегательная схема, на этапе выплат пенсий — страховая).

Страховые схемы различаются по охвату участников фонда: индивидуальные схемы, в которых пенсии эквивалентны персональным накоплениям для каждого участника, и групповые, в которых пенсии и накопления эквивалентны для всех участников фонда «в массе».

По сроку выплат различают пожизненные и срочные (ограниченные) пенсии — до исчерпания счета.

Гарантиями исполнения фондом своих обязанностей являются следующие позиции:

- страховой резерв фонда, который представляет собой средства, входящие в состав его пенсионного резерва и предназначенные для обеспечения устойчивости исполнения обязательств перед участниками. Формирование страхового резерва является обязанностью фонда, а не его правом. Средства страхового резерва используются для финансирования указанных выплат только в случае недостаточности резервов покрытия пенсионных обязательств;

- актуарное оценивание деятельности фонда, под которым понимается профессиональная деятельность субъектов актуарной деятельности, направленная на проведение актуарных расчетов в отношении объекта актуарной оценки. Объектом актуарного оценивания в отношении негосударственных пенсионных фондов является деятельность негосударственного пенсионного фонда по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию с целью оценивания способности фонда отвечать по своим обязательствам перед участниками, вкладчиками и застрахованными лицами. В основе актуарного оценивания лежат актуарные расчеты, производимые с помощью математических функций и методов теории вероятности и статистики;

- аудиторские проверки;

- гарантийные фонды, которые могут создаваться НПФ на добровольной основе в целях обеспечения исполнения обязательств перед участниками и застрахованными лицами, целью деятельности которого будет обеспечение обязательств перед участниками и застрахованными лицами этих фондов.

Помимо этого пенсионным фондам присваиваются рейтинги финансовой надежности¹. Эксперты составляют рейтинги успешности и надежности негосударственных пенсионных фондов по различным показателям:

¹ Рейтинги финансовой надежности негосударственных пенсионных фондов. Эксперт: [сайт]. URL: <https://www.raexpert.ru/ratings/npf/> (дата обращения: 24.08.2022).

- выбору направлений инвестирования и объему отдельных видов вложений;
- вложениям в активы с фиксированной доходностью или в акции;
- размеру уставного капитала;
- количеству действующих пенсионеров и размеру ежемесячных пенсионных выплат;
- доходности и стабильности инвестиционных операций;
- объему аккумулированных пенсионных резервов, который и определяет величину и значимость НПФ.

Наиболее крупными НПФ России являются в первую очередь фонды, созданные банками и нефтегазовыми корпорациями. Крупнейшими НПФ в России являются:

1. По объему пенсионных накоплений:

- АО НПФ «Сбербанк»,
- АО НПФ «ГАЗФОНД пенсионные накопления»,
- АО НПФ «Открытие»,
- АО НПФ «Будущее»,
- АО НПФ «ВТБ Пенсионный фонд».

В совокупности они занимают 78,02% доли рынка.

2. По объему пенсионных резервов:

- АО НПФ «Благосостояние»,
- АО НПФ «ГАЗФОНД»,
- АО НПФ «Эволюция»,
- АО НПФ «Транснефть»,
- АО НПФ «Открытие».

В совокупности они занимают 78,8% доли рынка.

Всего в реестре лицензий НПФ по состоянию на 20.01.2023 г. присутствует 39 НПФ.

Общей тенденцией последних лет в динамике структуры портфелей пенсионных накоплений и пенсионных резервов стало увеличение долей долговых инструментов: как корпоративных, так и государственных облигаций. При этом динамика 2020 г. была неравномерной: во втором полугодии доля вложений в корпоративные облигации в портфелях НПФ начала снижаться, что могло быть связано с недостатком предложения корпоративных облигаций с учетом более высоких спредов к ОФЗ по сравнению с «докоронакризисными» уровнями. Доля вложений НПФ в акции оставалась относительно невысокой, что позволило избежать убытков НПФ в периоды всплеска волатильности фондовых индексов.

Кредитные потребительские кооперативы

Потребительский кооператив — основанное на членстве добровольное объединение граждан или граждан и юридических лиц в целях удовлетворения их материальных и иных потребностей, осуществляемое путем объединения его членами имущественных паевых взносов (п. 1 ст. 123.2 ГК).

Потребительский кооператив — некоммерческая организация граждан и юридических лиц, созданная для удовлетворения материальных и иных потребностей участников путем объединения имущественных паевых взносов. Особенностью потребительского кооператива является то, что цель его создания позволяет не только осуществлять предпринимательскую деятельность, но и распределять полученные доходы между его членами. По этой причине на деятельность потребительских кооперативов не распространяется закон о некоммерческих организациях.

Кооперативы могут создаваться двух видов — производственные и потребительские. Различие между ними заключается в том, что производственный кооператив является коммерческой организацией, и его деятельность направлена на получение прибыли, а потребительский является некоммерческой организацией и цель его деятельности — удовлетворение определенных потребностей его членов.

Деятельность кредитных кооперативов регламентируется Федеральным законом от 18 июля 2009 г. № 190-ФЗ «О кредитной кооперации» (с изменениями и дополнениями).

Кредитный потребительский кооператив (кредитный кооператив) — добровольное объединение физических и (или) юридических лиц на основе членства по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу в целях удовлетворения финансовых потребностей членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив осуществляет свою деятельность на основе следующих принципов:

- 1) финансовой взаимопомощи членов кредитного кооператива (пайщиков);
- 2) ограничения участия в деятельности кредитного кооператива лиц, не являющихся его членами;
- 3) добровольности вступления в кредитный кооператив и свободы выхода из него независимо от согласия других членов кредитного кооператива (пайщиков);
- 4) самоуправления кредитного кооператива, обеспечиваемого участием его членов (пайщиков) в управлении кредитным кооперативом;
- 5) равенства прав членов кредитного кооператива (пайщиков) при принятии решений органами кредитного кооператива независимо от размера внесенных членом кредитного кооператива (пайщиком) взносов (один член кредитного кооператива (пайщик) — один голос);
- 6) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к участию в процессе финансовой взаимопомощи и иным услугам кредитного кооператива;
- 7) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к информации о деятельности кредитного кооператива;
- 8) солидарного несения членами кредитного кооператива (пайщиками) субсидиарной ответственности по его обязательствам в пределах невнесенной части дополнительного взноса каждого из членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив привлекает денежные средства своих членов на основании:

- договоров займа, заключаемых с юридическими лицами;
- договоров передачи личных сбережений, заключаемых с физическими лицами.

Кредитный кооператив не вправе:

- предоставлять займы лицам, не являющимся членами кредитного кооператива (пайщиками);
- выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц, а также иным способом обеспечивать исполнение обязательств указанными лицами;
- участвовать своим имуществом в формировании имущества иных юридических лиц, за исключением юридических лиц, возможность участия в которых предусмотрена для кредитных кооперативов настоящим Федеральным законом;
- выпускать эмиссионные ценные бумаги;
- осуществлять операции с ценными бумагами (кроме государственных и муниципальных ценных бумаг, закладных);
- привлекать денежные средства лиц, не являющихся членами кредитного кооператива;
- осуществлять торговую и производственную деятельность;
- вступать в члены других кредитных кооперативов.

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

Кредитный кооператив обязан соблюдать следующие финансовые нормативы:

- 1) соотношение величины резервного фонда и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);
- 2) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением денежных средств от одного члена кредитного кооператива (пайщика) и (или) нескольких членов кредитного кооператива (пайщиков), являющихся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

3) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займа (займов) одному члену кредитного кооператива (пайщику) и (или) нескольким членам кредитного кооператива (пайщикам), являющимся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом;

4) соотношение величины паевого фонда кредитного кооператива и размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

5) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом займов и кредитов от юридических лиц, не являющихся его членами (пайщиками), и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

6) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитному кооперативу второго уровня, и части пассивов кредитного кооператива, включающей в себя паевой фонд кредитного кооператива и привлеченные денежные средства кредитного кооператива;

7) соотношение части активов кредитного кооператива, включающей в себя денежные средства, средства, размещенные в государственные и муниципальные ценные бумаги, задолженность по сумме основного долга, образовавшуюся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом, и общего размера денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом;

8) соотношение суммы денежных требований кредитного кооператива, срок платежа по которым наступает в течение двенадцати месяцев, и суммы денежных обязательств кредитного кооператива, срок погашения по которым наступает в течение двенадцати месяцев.

В целях удовлетворения своих финансовых потребностей и обеспечения финансовой устойчивости кредитные кооперативы могут создавать кредитные кооперативы второго уровня. Кредитные кооперативы второго уровня формируют предусмотренные их уставом фонды, привлекают денежные средства своих членов и иные денежные средства в порядке, определенном настоящим Федеральным законом и своими уставами, предоставляют займы своим членам в целях удовлетворения их финансовых потребностей, осуществляют иную деятельность, предусмотренную настоящим Федеральным законом и уставами кредитных кооперативов второго уровня.

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

Кредитный кооператив обязан уведомлять о своем вступлении в кредитный кооператив второго уровня саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую кредитные кооперативы, членом которой он является.

Кредитный кооператив второго уровня не вправе вступать в члены других кредитных кооперативов второго уровня.

Минимальный размер паевого фонда кредитного кооператива второго уровня должен составлять:

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

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

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

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

Кредитные кооперативы на добровольной основе вправе объединяться в союзы (ассоциации) кредитных кооперативов в целях координации деятельности кредитных кооперативов, представления и защиты их интересов, оказания им информационных, правовых и других услуг, организации подготовки работников для кредитных кооперативов, повышения квалификации работников кредитных кооперативов, осуществления научно-исследовательской и иной деятельности.

Кредитные кооперативы, за исключением кредитных кооперативов второго уровня, вступают в саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка,

объединяющую кредитные кооперативы, в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» и принятыми в соответствии с ним нормативными актами Банка России, в течение девяноста дней, следующих за днем наступления одного из следующих событий:

1) получение некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы, при отсутствии до указанного дня саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (для кредитных кооперативов, созданных на день получения некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

2) прекращение своего членства в саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

3) создание кредитного кооператива (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы).

Саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая кредитные кооперативы, осуществляет контроль за соблюдением кредитными кооперативами, являющимися членами этой саморегулируемой организации, требований настоящего Федерального закона и (или) принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Российской Федерации и нормативных актов Банка России.

3.5. Индексы фондовых рынков

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

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

С помощью биржевых фондовых индексов можно:

- сформировать инвестору индексный портфель;
- использовать его в качестве бенчмарка (ориентира, эталона) для оценки состояния рынка ценных бумаг.

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

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

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

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

- 1) рынок в целом;
- 2) рынок определенного класса ценных бумаг:
 - государственные обязательства;
 - корпоративные облигации;
 - акции и т. п.
- 3) отраслевой рынок:
 - телекоммуникации;
 - металлургию;
 - финансы;
 - нефтегазовый сектор;
 - электроэнергетику и т. п.

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

Существует два основных вида фондовых индексов:

- ценовые;
- капитализационные.

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

В капитализационных индексах в качестве основы для расчета используется совокупная капитализация предприятий, которая нормируется на определенную дату, т. е. подобный индекс учитывает в первую очередь общую динамику роста рынка (капитализация — более надежный показатель, нежели цена, которая может меняться в результате, например, сплита или дробления, а не реальных изменений в бизнесе компании и оценке ее рынком). В таблице 3.7 представлены основные мировые фондовые индексы.

Таблица 3.7

Основные мировые фондовые индексы

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

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

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

1) область применения фондовых индексов непрерывно расширяется. В настоящее время формулы и методики расчета фондовых индексов усложнились, а сами они применяются для оценки состояния рынка ценных бумаг и происходящих на нем изменений, для определения макроэкономической ситуации, анализа и прогнозирования конъюнктуры рынка ценных бумаг, оценки эффективности управления портфелем ценных бумаг, а также в качестве базисного актива для производных финансовых инструментов и в исследовательских целях для определения характеристик свойств рынка ценных бумаг;

2) фондовые индексы не являются обычными финансовыми показателями — за последние десятилетия они сами превратились в товар. В настоящее время срочными индексными контрактами (фьючерсами и опционами) торгуют

более 50 мировых биржевых площадок. Кроме того, все большее распространение получают индексные фонды, которые воспроизводят структуру выбранного фондового индекса, а также ценные бумаги, привязанные к определенным фондовым индексам;

3) в условиях возникающих и развивающихся рынков капитала участникам фондового рынка одновременно предлагается до десятка индексов одного и того же назначения;

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

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

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

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

– точно и своевременно отражать ситуацию на всем индицируемом им рынке в целом;

– быть хорошим инструментом для прогнозирования направления движения рынка, удобным средством для предсказания ситуации при помощи инструментов технического анализа;

– давать ответ крупным инвесторам, которые производят значительные стратегические инвестиции на различных рынках, на какой из них делать ставку;

– служить инструментом для фьючерсных и опционных контрактов с целью хеджирования рисков как по рынку, так и по отдельным его показателям (например, по процентным ставкам);

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

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

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

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

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

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

- средней арифметической простой;
- средней геометрической;
- средней арифметической взвешенной.

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

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

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

где n — количество исследуемых акций.

Каждая акция имеет одинаковый вес вне зависимости от размера компании.

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

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

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

$$I = \sqrt[n]{\Pi P_n},$$

где n — число акций в индексе.

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

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

Виды акций: $X_1 + X_2 + \dots + X_k$.

Цены: $P_1 + P_2 + \dots + P_k$.

Число акций (объем продаж):

$$n_1 + n_2 + \dots + n_k; \sum n_i = n,$$

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

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

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

Наиболее же общая методика построения «модели» индекса такова:

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

2) производится отбор ценных бумаг для включения в листинг индекса. Цель, которую ставит перед собой компания — владелец индекса, — отобрать наиболее значимые для этого рынка ценные бумаги, наиболее полно отражающие его многообразие (репрезентативность). При этом обычно ведется учет и других параметров, важнейшим из которых является ликвидность отобранных ценных бумаг. Здесь очень важен показатель free-float, его часто связывают с ликвидностью акций. Free-float означает долю акций, находящихся в свободном обращении на рынке за вычетом акций, которыми владеют стратегические инвесторы, топ-менеджмент, государство и т. д., т. е. это часть акций, доступных обычным частным инвесторам и спекулянтам (миноритарным акционерам), никак не связанных с самим эмитентом, выпускающим эти акции и не участвующих в стратегическом контроле за предприятием. Обычно величина free-float выражается в процентах либо в денежных единицах. Низкий free-float акций свидетельствует о том, что частным лицам доступно малое количество акций для заключения сделок купли-продажи, поэтому ликвидность в этом случае может быть низкой;

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

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

5) непосредственный расчет индекса ведется в основном по двум методикам.

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

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

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

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

Для расчетов биржевых индексов:

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

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

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

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

Ключевые изменения методики расчета индексов:

- число акций в основных индексах — МосБиржи (МОЕХ) и РТС — стало переменным (ранее количество бумаг было фиксированным и составляло 50 акций);
- повышены требования к ликвидности ценных бумаг для включения в основные индексы, добавлено требование к раскрытию отчетности по МСФО;
- уточнен подход к отраслевой классификации эмитентов: акцент сделан не на производственный процесс, а на результат деятельности компании и ее конечный продукт.

Динамика индекса МосБиржи за 2020–2022 гг. представлена на рис. 3.9.

Индекс РТС рассчитывается с 1 сентября 1995 г., начальное значение так же, как у индекса Мосбиржи, равно 100. Ранее индекс РТС являлся официальным индикатором Фондовой биржи «Российская торговая система» (РТС), в настоящее время это отражение индекса МосБиржи (МОЕХ) в долларах.

Динамика индекса РТС за 2020–2022 гг. представлена на рис. 3.10.

На 17.09.2021 г. в базу расчета индекса Мосбиржи включено 43 акции, при этом наибольший удельный вес, %, приходится на акции ПАО «Газпром» (16), ПАО «Сбербанк» (13,49), ПАО «Лукойл» (10,97), ПАО «Яндекс» (8,04), ПАО ГМК «Норникель» (6,13).

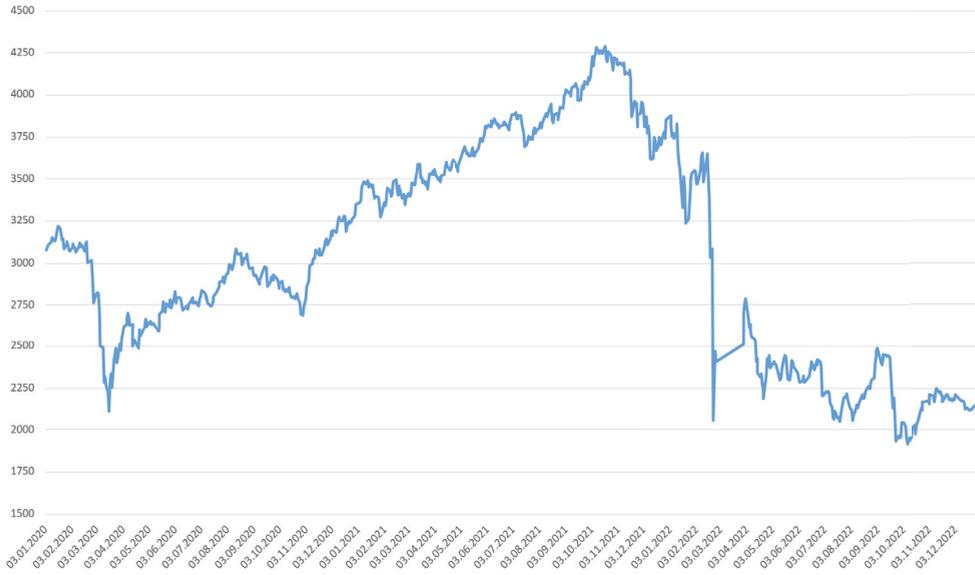


Рис. 3.9. Динамика индекса МосБиржи за 2020–2022 гг.

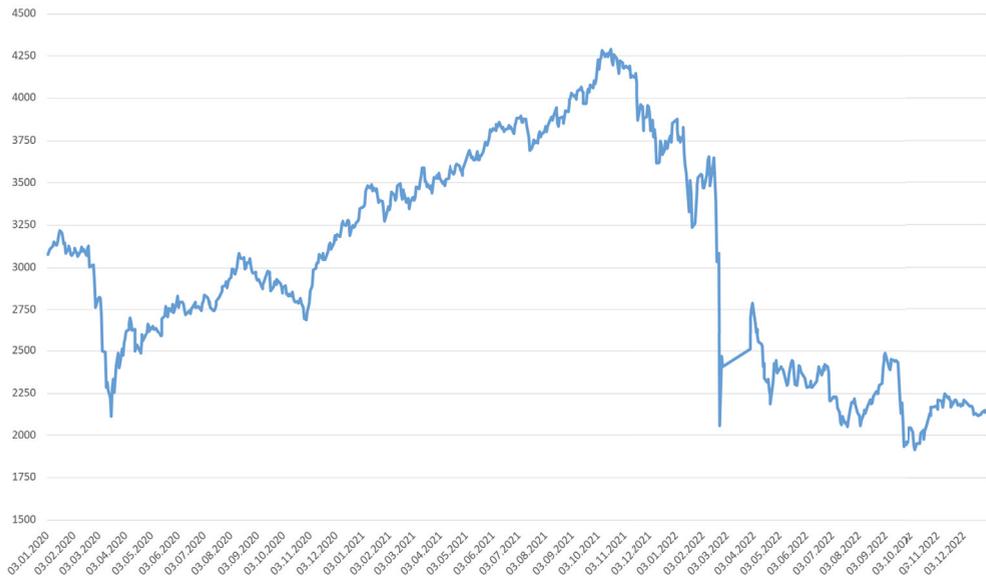


Рис. 3.10. Динамика индекса РТС за 2020–2022 гг.

Отраслевая структура индексов МосБиржи и РТС по состоянию на март 2021 г. представлена на рис. 3.11.



Рис. 3.11. Отраслевая структура индексов МосБиржи и РТС по состоянию на март 2021 г.

Как показано на рис. 3.11, наибольший удельный приходится на акции компаний нефтегазового сектора. Также значительные доли приходятся на акции финансовых, металлургических и добывающих компаний.

Для акций, составляющих базу расчета, установлены ограничения, которые позволяют снизить влияние крупнейших компаний в составе индекса.

Удельный вес акций каждого эмитента не должен превышать:

- на дату формирования базы расчета — 15 %,
- на каждый момент расчета значения индексов — 30 %.

Если по итогам торгового дня удельный вес превысит 25 %, биржа вправе принять решение о внеочередном расчете весовых коэффициентов для соблюдения данного требования.

Сумма удельных весов акций пяти наибольших по удельному весу эмитентов не должна превышать:

- на дату формирования базы расчета — 55 %,
- на каждый момент расчета значения индексов — 60 %.

Если по итогам торгового дня сумма пяти максимальных удельных весов эмитентов акций превысит 59 %, биржа вправе принять решение о внеочередном расчете весовых коэффициентов для соблюдения данного требования.

В базу могут быть включены акции, соответствующие следующим требованиям:

- значение коэффициента free-float составляет не менее 10 %;
- доля торговых дней, в течение каждого из которых с данными акциями была совершена хотя бы одна сделка, от общего числа торговых дней за шесть

месяцев, предшествующих дню формирования базы расчета индекса, составляет не менее 99%;

- эмитент акций раскрыл последнюю отчетность в международном формате с задержкой не более 8 месяцев, предшествующих дню формирования новой базы расчета индекса МосБиржи и индекса РТС;

- значение коэффициента ликвидности LCi составляет не менее 15% (1% для акций иностранных эмитентов и депозитарных расписок на акции при условии, что коэффициент ликвидности, рассчитанный по объему торгов на площадке первичного листинга, составляет не менее 15%).

Коэффициент ликвидности акции (LC) рассчитывается по формуле:

$$LC = \frac{\text{Median}(V)}{\text{Average}(P \cdot (Q - Q^n))} \cdot \text{WorkDays} \cdot 100 \%,$$

где $\text{Median}(V)$ — медиана дневного объема торгов в рублях, рассчитанная по данной акции за три месяца, предшествующие дате расчета; WorkDays — количество торговых дней в году (по умолчанию 247, однако биржей может быть принято решение об установлении другого значения); $\text{Average}(P \cdot (Q - Q^n))$ — средняя капитализация акции, рассчитанная за три месяца, предшествующие дате расчета; P — цена закрытия; Q — общее количество акций; Q^n — общее количество акций не в свободном обращении.

Из базы могут быть исключены акции, соответствующие одному из требований:

- значение коэффициента free-float составляет менее 5%;

- доля торговых дней, в течение каждого из которых с данными акциями была совершена хотя бы одна сделка, от общего числа торговых дней за шесть месяцев, предшествующих дню формирования базы расчета индекса МосБиржи и индекса РТС, составляет менее 90%;

- значение коэффициента ликвидности LCi составляет менее 10% (1% для акций иностранных эмитентов и депозитарных расписок на акции при условии, что коэффициент ликвидности, рассчитанный по объему торгов на площадке первоначального листинга, составляет менее 10%);

- эмитент акций раскрыл последнюю отчетность в международном формате с задержкой более 8 месяцев, предшествующих дню формирования новой базы расчета.

Биржа формирует листы ожидания на включение (исключение) — списки акций, соответствующие (не соответствующие) формальным критериям включения ценных бумаг в базу расчета в соответствии с методикой, претендующие на добавление (исключение) в базу (из базы) расчета.

3.6. Регулирование рынка ценных бумаг

Основные вопросы государственного регулирования финансового рынка рассмотрены в главе 1 (п. 1.6.)

Рынок ценных бумаг как основная часть финансового рынка, где финансовые активы в большинстве своем представлены инструментами рынка ценных бумаг, базируется на тех же принципах и законодательных актах.

В этом параграфе основное внимание уделено саморегулированию на рынке ценных бумаг.

Основной целью саморегулирования является регулирование отношений между отдельными его участниками на основе самоорганизации. Саморегулирование можно рассматривать как делегирование полномочий по регулированию рынка ценных бумаг от государственных структур к негосударственным. В таком случае повышается эффективность государственного управления за счет замены оперативного контроля на законодательное регулирование, за счет уменьшения управленческих связей, так как субъектами регулирования выступают саморегулируемые организации; сокращаются государственные расходы на регулирование и контроль за участниками рынка ценных бумаг; формируется механизм предотвращения коррупции государственных чиновников.

Саморегулирование предполагает использование методов общественного регулирования. К таким методам относятся разработка стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и их повсеместное применение на практике, запрещение недобросовестной рекламы, формирование общественного мнения с целью мотивации поведения инвесторов и эмитентов. Саморегулирование рынка ценных бумаг выполняет такие функции, как:

- разработка обязательных квалификационных и этических правил и стандартов профессиональной деятельности и операции на рынке ценных бумаг;
- осуществление подготовки и переподготовки кадров и установлении требований для работы на рынке;
- контроль за соблюдением участниками всех норм и правил и за их компетентностью;
- обеспечение информационной открытости и правдивой информации участников рынка;
- обеспечение защиты клиентов и организации в государственных органах управления;
- разработка предложений по развитию рынка ценных бумаг.

Саморегулируемые организации имеют на российском рынке очень важное значение.

Саморегулируемые организации устанавливают для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности и стандарты проведения операций, необходимые для выполнения норм государственного регулирования, а также контролируют их проведение. Наличие дисциплинарного принуждения

со стороны саморегулируемой организации к своим членам позволяет оперативно наводить и поддерживать порядок на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемые организации — это некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами этой организации, установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. Сосредоточение профессионалов в организации позволяет им самим регулировать свою деятельность на основе тех положений, которые заложены законодательством. Учитывая сложность иерархической структуры государственного аппарата и объективную оторванность государственных служащих от предмета регулирования, можно сказать, что именно саморегулируемые организации обладают большими возможностями квалифицированно и оперативно регулировать отношения как между самими профессиональными участниками, так и между профессиональными участниками и их клиентами, а также контролировать соблюдение действующих норм.

Саморегулируемыми организациями (СРО) являются ассоциации, союзы и связанные договорными отношениями сообщества профессиональных участников рынка ценных бумаг. В общепринятой практике данные организации называют также саморегулирующимися.

В Федеральном законе «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» определено, что в состав такой организации должно входить не менее 10 профессиональных участников рынка ценных бумаг. Эти организации должны получить лицензию Банка России.

Для получения лицензии надо предоставить мегарегулятору следующие документы:

- заявление на выдачу лицензии;
- анкету, заполненную по форме на основании действующих данных;
- заверенную копию свидетельства о внесении в единый государственный реестр юридических лиц;
- копию свидетельства о постановке на учет в налоговый орган;
- платежное поручение об уплате государственной пошлины;
- копию бухгалтерского баланса на последнюю отчетную дату с отметкой налогового органа;
- копию отчета о прибылях и убытках на последнюю отчетную дату;
- копию аудиторского заключения по проверке годовой бухгалтерской отчетности, заверенную руководителем;
- копию документов, подтверждающих соответствие работников квалификационным требованиям, установленным законодательством РФ;

– справку об отсутствии судимости у руководящих работников;
– заявление, подтверждающее, что не будет проводиться профессиональная деятельность после окончания срока лицензии.

На рассмотрение заявки отводится 30 дней со дня подачи.

Для того чтобы быть принятым в члены СРО рынка ценных бумаг, лицо, желающее вступить в СРО, обязано подать заявление, к которому прилагаются копии документов, предусмотренные нормативно-правовыми актами и внутренними документами саморегулируемой организации:

— заверенные подписью уполномоченного лица организации и печатью организации (при наличии), подтверждающие полномочия лица, подписавшего заявление, действовать без доверенности от имени организации, или доверенность, подтверждающая полномочия лица подписывать заявление от имени организации;

– копии учредительных документов со всеми зарегистрированными изменениями и дополнениями, заверенные организацией в установленном порядке;

– копия документа о государственной регистрации организации, заверенная организацией в установленном порядке;

– копия свидетельства о постановке на учет в налоговом органе, заверенная организацией в установленном порядке;

– копия платежного поручения об уплате вступительного взноса с отметкой банка об исполнении;

– копии действующих лицензий на осуществление видов деятельности на финансовом рынке, заверенные организацией в установленном порядке.

После получения заявления саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг обязана в течение срока, не превышающего двух месяцев, осуществить проверку полноты и достоверности сведений, содержащихся в представленных документах. По окончании проверки должностные лица и специалисты саморегулируемой организации составляют письменное заключение. Это письменное заключение направляется на рассмотрение в коллегиальный орган управления СРО, который по итогам рассмотрения представленных документов должен в трехдневный срок с момента рассмотрения утвердить заявление или отказать в его утверждении.

Саморегулируемая организация включает в себя профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих следующие виды деятельности:

– брокерская;

– дилерская;

– по управлению ценными бумагами;

– депозитарная;

– по введению реестра владельцев ценных бумаг;

– инвестиционное консультирование.

Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг для реализации своих полномочий на территории субъектов РФ имеет право с предварительным согласованием с Банком России создавать свои фи-

лиалы и представительства. Она обязана осуществлять контроль деятельности своих филиалов и представительств.

Целями учреждения саморегулируемой организации являются:

- обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;
- соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;
- защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемая организация является некоммерческим образованием, поэтому все доходы саморегулируемой организации используются исключительно для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов.

Саморегулируемая организация в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами вправе:

- получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов;
- разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами;
- контролировать соблюдение своими членами принятых саморегулируемой организацией правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;
- разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц.

В соответствии с Концепцией развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 одним из важнейших принципов государственной политики на рынке ценных бумаг был провозглашен принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования.

Положения Концепции определили, что необходимость членства в саморегулируемой организации профессиональных участников фондового рынка является для них одним из лицензионных требований. Кроме того, первоначально саморегулируемые организации привлекались к участию в самой процедуре лицензирования профессиональных участников фондового рынка. Вместе с тем в 2000 г. в Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 были внесены изменения, исключившие положения об обязательности членства в саморегулируемой организации в связи с их несоответствием закрепленному в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» принципу добровольности создания саморегулируемой организации. Лицензирование саморегулируемыми организациями профессиональной деятельности своих участников было отменено в мае 2005 г.

В настоящее время совершенствование правового регулирования финансового рынка продолжается. Для того чтобы саморегулируемые организации могли эффективно осуществлять предоставляемые им полномочия, был принят Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка».

Целями принятия закона являются:

- повышение роли саморегулирования в деятельности участников финансового рынка;
- повышение эффективности взаимодействия саморегулируемых организаций в сфере финансовых рынков с регулятором.

Совершенствование института саморегулируемых организаций в России должно привести:

- к повышению конкурентоспособности российского финансового рынка;
- к формированию целостной регулятивной системы, отвечающей интересам профессиональных участников различных секторов финансового рынка и обеспечивающей надлежащий уровень контроля их деятельности;
- к повышению уровня защиты прав потребителей финансовых услуг.

Необходимо выделить следующие принципиальные новации для саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг, установленные Федеральным законом № 223-ФЗ:

- введение вновь принципа обязательного членства в саморегулируемой организации, но уже не только для профессиональных участников рынка ценных бумаг, а для большинства профессиональных субъектов финансового рынка, в том числе для управляющих компаний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, специализированных депозитариев. При этом сохраняется лицензирование деятельности этих субъектов;

- ограничение количества саморегулируемых организаций, действующих на рынке, ведущее к укрупнению существующих саморегулируемых организаций, что позволит реализовать принцип добросовестности их поведения, основанного на заслуженной репутации.

Статус саморегулируемой организации приобретает в отношении одного или нескольких видов деятельности финансовых организаций при условии соблюдения порогового значения 26% от общего количества финансовых организаций в отношении каждого вида деятельности, являющегося предметом саморегулирования:

- установление требования о наличии общих базовых стандартов у всех саморегулируемых организаций, объединяющих субъектов одного вида деятельности. Согласно ст. 5 Федерального закона № 223-ФЗ Банк России устанавливает перечень обязательных для разработки саморегулируемой организацией определенного вида базовых стандартов по видам профессиональной деятельности и требования к их содержанию. Саморегулируемые организации одного вида обязаны направить на согласование в Банк России единый базовый стандарт. Помимо ба-

зовых стандартов предусматривается обязательное наличие внутренних стандартов саморегулируемых организаций на финансовом рынке;

– делегирование саморегулируемым организациям отдельных контрольных функций, определяемых Банком России. Так, Банк России на основании обращения саморегулируемой организации вправе передать ей полномочия по получению от членов саморегулируемой организации отчетности в соответствии с установленным перечнем. За саморегулируемой организацией сохраняется функция по контролю за соблюдением ее членами законодательства о ценных бумагах и правил самих саморегулируемых организаций.

Плановая проверка деятельности своих членов саморегулируемой организацией проводится не реже одного раза в пять лет и не чаще одного раза в год. График плановых проверок своих членов на текущий год саморегулируемая организация направляет для согласования в Банк России ежегодно до 1 февраля.

Внеплановая проверка проводится на основании поручения Комитета финансового надзора Банка России, жалобы на члена саморегулируемой организации и иных оснований, предусмотренных внутренними стандартами саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация в отношении своего члена может применять ряд мер, начиная с требования об обязательном устранении выявленных в установленных сроки нарушений, заканчивая наложением штрафа и исключением из членов саморегулируемой организации.

Надзирает за деятельностью саморегулируемых организаций Банк России:

– ведет реестр саморегулируемых организаций, который размещается в интернете;

– осуществляет надзор за выполнением саморегулируемыми организациями требований действующего законодательства;

– выдает предписания об устранении нарушений, выявленных в деятельности СРО.

В случае неисполнения в установленный срок указанных предписаний Банк России имеет право:

– привлечь саморегулируемую организацию и ее должностных лиц к административной ответственности;

– направить требование о замене руководителя саморегулируемой организации;

– принять решение о прекращении статуса саморегулируемой организации;

– приостановить исполнение всех или части функций саморегулируемой организации, переданных ей Центральным банком РФ по одному или нескольким видам деятельности.

Саморегулируемая организация совместно с Банком России может участвовать в подготовке проектов нормативных актов Банка России, для чего создаются совместные рабочие группы.

Количественные изменения участников финансового рынка за 2018–2021 гг. представлены в табл. 3.8.

Таблица 3.8

Количественные изменения профессиональных участников финансового рынка Российской Федерации за 2018–2021 гг.

<i>Категория участников финансового рынка</i>	<i>01.01.2018</i>	<i>01.01.2019</i>	<i>01.01.2020</i>	<i>01.01.2021</i>	<i>01.01.2022</i>
Брокеры	436	380	316	290	251
Дилеры	469	420	348	319	279
Форекс-дилеры	6	8	4	4	4
Управляющие (ДУ)	328	272	220	202	182
Депозитарии	389	347	290	276	250
Регистраторы	35	35	33	32	31

Тенденция сокращения практически всех профессиональных участников рынка ценных бумаг продолжается.

С учетом вступивших в силу требований об обязательном членстве участников финансового рынка в саморегулируемой организации соответствующего типа все они являются членами СРО.

С вступлением в силу норм об ограничении таких СРО в количестве не более трех на рынке СРО в 2017–2018 гг. начали происходить объединения организаций путем присоединения более мелких к крупным. Так, например, Ассоциация управляющих компаний «Национальная лига управляющих» (НЛУ) присоединилась к Национальной ассоциации участников фондового рынка — НАУФОР.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) учреждена в ноябре 1995 г. компаниями — профессиональными участниками фондового рынка из различных регионов России. Изначально 15 мая 1994 г. была организована Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР), прописаны основные правила ассоциации. Позже, в 1995 г., на учредительном съезде ассоциации объявили об учреждении саморегулируемой организации НАУФОР.

Представительства ассоциации открыты в 14 городах России.

Функции организации:

- разработка новых стандартов и правил, совершенствование существующей системы регулирования и функционирования рынка ценных бумаг;
- контроль и обеспечение работы и взаимодействия между членами ассоциации;
- мониторинг работы участников объединения, сбор и анализ отчетности в электронном виде, проведение аттестации;
- принятие участия в урегулировании спорных ситуаций и конфликтов между участниками финансовых рынков в качестве третьей независимой стороны;
- анализ состояния фондовых рынков, организация семинаров, конференций на финансовую тематику;

– консалтинговые услуги руководства и персонала компаний, помощь в разработке документации для отдельно взятого участника финансового рынка.

Основные цели деятельности НАУФОР:

– обеспечение условий профессиональной деятельности участников фондового рынка России;

– выработка и контроль за соблюдением стандартов профессиональной этики на этом рынке;

– защита интересов инвесторов;

– установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами;

– разработка программ обучения и повышения профессионального уровня членов ассоциации и иных участников рынка ценных бумаг.

Задачи НАУФОР:

– способствовать стандартизации принципов и практики деятельности участников рынка ценных бумаг, внедрению норм профессиональной этики и обеспечению соблюдения членами НАУФОР законодательства Российской Федерации в области рынка ценных бумаг;

– выработать и внедрить правила, направленные на предупреждение недобросовестных действий со стороны участников фондового рынка и обеспечить справедливые и равные принципы торговли в интересах инвесторов;

– представлять интересы инвесторов и иных участников рынка ценных бумаг во взаимоотношениях с органами государственной власти и управления;

– способствовать повышению самодисциплины членов НАУФОР, исследовать факты нарушения установленных правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами и выступать арбитром в разрешении споров между членами НАУФОР, членами НАУФОР и третьими лицами;

– оказывать информационную, методическую, техническую и правовую поддержку деятельности членов НАУФОР.

Во главе ассоциации находится Правление, которое реализует ежегодно устанавливаемые Советом НАУФОР направления развития. Совет директоров избирается дважды в год. Заслуживает внимания членство НАУФОР в качестве аффилированного участника в международной организации IOSCO (комиссия по ценным бумагам со штаб-квартирой в Испании).

Чтобы получить членство в СРО НАУФОР, организации нужно иметь соответствующую лицензию от Банка России. Условием членства в СРО является также внесение членом саморегулируемой организации установленных ею вступительных и ежегодных взносов, в том числе взносов в компенсационный фонд СРО. Взносы дифференцируются в зависимости от имеющихся лицензий: первоначальный взнос зависит от того, ведет ли потенциальный участник депозитарную деятельность, занимается брокерской и (или) дилерской деятельностью, управляет ли инвестиционным портфелем.

В 1994 г. была создана *Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев* (ПАРТАД), а с 1997 г. ассоциация является саморегулируемой ассоциацией регистраторов, с 2000 г. — клиринговых организаций, объединяет специализированных депозитариев.

В ассоциации состоят депозитарии, специализированные депозитарии и ведущие регистраторы, их ведение осуществляет Инфраструктурный институт ПАРТАД (ИНФИ). Основная деятельность состоит в работе профильных Комитетов Ассоциации, членами которых являются представители ведущих компаний на рынке ценных бумаг. Ассоциация создала единственный орган на финансовом рынке, занимающийся проблемами специализированных депозитариев, выполняющих функции контроля за размещением средств паевых инвестиционных фондов, пенсионных резервов и накоплений — Комитет специализированных депозитариев.

ПАРТАД посредством тестирования предоставляемых разработчиками программных продуктов проводит сертификацию программного обеспечения для использования в деятельности регистраторов, депозитариев и специализированных депозитариев.

Одной из функций ассоциации является защита интересов своих членов в случае неправомерных действий по отношению к ним государственных органов, также интересов владельцев ценных бумаг и клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами ПАРТАД.

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев создала информационные базы данных: «Регистраторы России», «Депозитарии России», «РЭТАН» (регистраторы, эмитенты, трансфер-агенты, номинальные держатели). Размещение сведений в Базах данных ПАРТАД позволяет членам ассоциации представить информацию о себе в наглядной форме, обеспечивающей доступ для всех пользователей.

С 1998 г. СРО ПАРТАД осуществляет программу по разработке и внедрению систем мер снижения рисков, связанных с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, дает рекомендации по управлению рисками, выставляет требования к договорам страхования и страховым организациям, осуществляющим страхование регистраторов и депозитариев. В 2015 г. утверждены Базовый и Специальный стандарты в области управления рисками и внутреннего контроля.

Высшим органом Ассоциации является общее собрание ее членов. Руководство деятельностью осуществляет Совет директоров, Правление осуществляет руководство текущей деятельностью организации и является коллегиальным исполнительным органом.

Членом ПАРТАД может стать юридическое лицо, имеющее лицензии по осуществлению ведения реестра владельцев именных ценных бумаг, депозитарную деятельность и/или деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг). Все они обязаны своевременно и в полном объеме уплачивать членские взносы.

Ассоциация форекс-дилеров (АФД) — некоммерческая саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая форекс-дилеров, 17 марта 2016 г. внесена в Единый государственный реестр юридических лиц.

Ассоциация создана в соответствии с требованиями Федерального закона от 13.07.2015 № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка», Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в целях:

- развития финансового рынка Российской Федерации, содействия созданию условий для эффективного функционирования финансовой системы Российской Федерации и обеспечения ее стабильности;
- реализации экономической инициативы профессиональных участников рынка ценных бумаг форекс-дилеров;
- защиты и представления интересов форекс-дилеров в Банке России, федеральных органах исполнительной власти, органах исполнительной власти субъектов Российской Федерации, органах местного самоуправления, судах и международных организациях.

Центральный банк Российской Федерации внес Ассоциацию форекс-дилеров в реестр саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка 12 октября 2016 г.

Профессиональный участник может совмещать несколько видов деятельности:

- клиринговую и депозитарную;
- организацию торговли на рынке ценных бумаг и клиринговую деятельность;
- брокерскую, дилерскую, деятельность по управлению ценными бумагами, а также депозитарную.

Банк России выдает лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Вместе с тем Банк России может аннулировать лицензию:

- по заявлению профессионального участника рынка ценных бумаг;
- при неоднократном, в течение года, неисполнении предписаний Банка России и нарушении требований к предоставлению информации, предусмотренной Федеральными законами и нормативными актами при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- при нарушении профессиональным участником требования о вступлении в саморегулируемую организацию;
- при признании банкротом профессионального участника рынка ценных бумаг;
- при неосуществлении деятельности в течение более 18 месяцев.

Следует отметить, что количество лицензий уменьшается одновременно с сокращением количества организаций — профессиональных посредников.

Таким образом, необходимость создания, функционирования и развития саморегулируемых организаций обусловлена передачей им государственных пол-

номочий по контролю деятельности субъектов рыночной экономики в целях противодействия избыточному развитию государственных контрольных функций. Орган управления заинтересован в том, чтобы его функции увеличивались количественно и развивались качественно. В рамках регулирования рыночных отношений развитие и расширение государственного регулирования путем приобретения новых контрольных функций и задач будет неизбежно увеличивать нагрузку на бизнес. Делегируя функции контроля институту саморегулирования, государство резко сокращает объем контрольных функций и создает механизм, который предотвращает возникновение новых избыточных функций у государственных органов исполнительной власти и одновременно способствует цивилизованному развитию рынка ценных бумаг.

Вопросы для самопроверки к главе 3

1. Назовите основную цель функционирования рынка ценных бумаг.
2. Перечислите основных заемщиков и поставщиков капитала на рынок ценных бумаг.
3. Раскройте классификационный признак рынка ценных бумаг по срокам предоставления денег.
4. Назовите схожие функции кредитного рынка и рынка ценных бумаг.
5. Раскройте классификационный признак рынка ценных бумаг по срокам исполнения сделок.
6. Раскройте классификационный признак рынка ценных бумаг по экономической природе ценной бумаги.
7. Чем отличается национальный рынок ценных бумаг от регионального?
8. Перечислите долговые и долевыми ценные бумаги.
9. Укажите основные цели и задачи первичного рынка ценных бумаг.
10. Назовите важнейшую черту вторичного рынка ценных бумаг.
11. Насколько тождественны понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок»?
12. Назовите основные функции рынка ценных бумаг.
13. Раскройте механизм функционирования рынка ценных бумаг.
14. Что такое бездокументарная форма выпуска ценных бумаг?
15. Раскройте понятие ценной бумаги как «фиктивного капитала».
16. Перечислите ценные бумаги денежного рынка.
17. Что такое безноминальная (неноминированная) акция?
18. Перечислите основные «бессрочные» ценные бумаги.
19. Назовите эмиссионные ценные бумаги.
20. Укажите основное отличие цессии от индоссаменты.
21. Какие ценные бумаги в мировой практике относятся к безрисковым ценным бумагам?

22. Что такое «нерыночная» ценная бумага?
23. Как формируется доход у владельца дисконтной ценной бумаги?
24. Чем обусловлена безноминальность паевых ценных бумаг?
25. Назовите основные инвестиционные характеристики ценной бумаги.
26. Приведите классификацию инвесторов по статусу.
27. Приведите классификацию инвесторов по целям инвестирования.
28. Какую роль выполняют профессиональные участники рынка ценных бумаг?
29. Назовите прямых финансовых посредников.
30. На основании каких договоров с клиентами осуществляется брокерская деятельность на рынке ценных бумаг?
31. В чем отличие кассового счета (наличного) от маржинального?
32. Для чего используются стоп-приказы на финансовом рынке?
33. В чем заключается конфликт интересов брокера и дилера в одном юридическом лице?
34. На основании каких критериев определяется инвестиционный профиль клиента?
35. Что включает в себя индивидуальная инвестиционная рекомендация инвестиционного советника?
36. Назовите отличия простого клиринга от многостороннего.
37. Раскройте применение централизованного клиринга с частичным обеспечением.
38. Перечислите функции расчетного депозитария.
39. Какие виды лицензий используются на рынке ценных бумаг?
40. Назовите цели создания саморегулируемой организации.
41. Назовите характерные черты коллективного инвестирования.
42. Перечислите институты коллективного инвестирования по российскому законодательству.
43. Укажите виды паевых инвестиционных фондов.
44. Сделайте сравнительный анализ систем негосударственного и обязательного пенсионного страхования.
45. Укажите роль кредитных потребительских кооперативов на финансовом рынке.
46. Назовите принципы деятельности кредитного кооператива.
47. Что такое кредитный кооператив второго уровня? Назовите особенности его создания и деятельности.
48. Перечислите основные виды фондовых индексов.
49. Назовите методики расчета фондовых индикаторов.
50. Укажите отличия российских фондовых индексов: МосБиржа (MOEX) и РТС.
51. Назовите ключевые изменения методики расчета фондового индекса МосБиржи (MOEX).

-
52. Назовите квалифицированных инвесторов «по закону».
 53. Перечислите требования для физических лиц с целью признания их квалифицированными инвесторами.
 54. Перечислите доступные для неквалифицированных инвесторов финансовые инструменты.
 55. Что такое правило «последнего слова» для неквалифицированного инвестора?

ГЛАВА 4. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

4.1. Понятие валютного рынка, классификация и режимы валютных курсов

Валютный рынок является одним из сегментов финансового рынка и представляет собой своего рода механизм обслуживания обмена между национальными экономиками. Его возникновение и развитие непосредственно связаны с международными валютно-кредитными отношениями, в рамках которых существует постоянная потребность в конвертации валют в процессе реализации обмена товарами, услугами и капиталом между странами. Роль валютного рынка постоянно растет в связи с развитием интеграционных процессов по созданию мировой экономики и единого финансового рынка.

Представления о валютном рынке изменялись по мере трансформации самого валютного рынка. Основные факторы, способствующие формированию валютного рынка в современном виде, можно разделить на две группы: предпосылки, связанные с интеграционными процессами в мировой экономике и обусловленные развитием научно-технического прогресса:

<i>Направления формирования факторов</i>	<i>Факторы</i>
Интеграционные процессы в мировой экономике	<ul style="list-style-type: none">– развитие и усиление экономических связей между странами;– создание мировой валютной системы и интеграция в нее национальных валютных систем;– использование и распространение кредитных средств международных расчетов;– усиление роли бирж и банков, связанных с практикой открытия и ведения корреспондентских счетов в иностранных валютах
Развитие научно-технического прогресса	<ul style="list-style-type: none">– развитие средств связи;– развитие информационных технологий

Валютный рынок — это сфера экономических отношений, проявляющихся при осуществлении операций по покупке-продаже валютных ценностей, а также операций по инвестированию валютного капитала.

Данное представление о валютном рынке раскрывает его экономическую сущность, но не отражает всей полноты взглядов. Для получения полного представления о валютном рынке и его функционировании следует рассмотреть определения валютного рынка не только с экономической, но и с функциональной, институциональной и организационно-технической точек зрения. Взгляды на определение валютного рынка представлены на рис. 4.1.



Рис. 4.1. Взгляды на понятие валютного рынка

Показанные на рис. 4.1 определения отражают отдельные стороны валютного рынка, являясь взаимодополняющими, и в совокупности максимально полно отражают представление о валютном рынке.

Рассмотрение содержания валютного рынка невозможно без основных теоретических понятий, лежащих в основе определений, приведенных выше. Таковыми основными понятиями являются валюта (как специфический товар) и валютный курс как цена этого товара.

Валюта (*currency*) — это денежная единица страны (группы стран) или международная расчетная единица. Валюта представляет собой многообразное явление, что позволяет разделить ее по ряду классификационных признаков на различные виды (рис. 4.2).

По *принадлежности (статусу)* валюта подразделяется на национальную и иностранную. В России данные понятия законодательно определены в Федеральном законе № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 г.

Валюта Российской Федерации — это:

1) денежные знаки в виде банкнот и монеты Банка России, находящиеся в обращении в качестве законного средства наличного платежа на территории РФ, а также изымаемые либо изъятые из обращения, но подлежащие обмену указанные денежные знаки;

2) средства на банковских счетах или в банковских вкладах.



Рис. 4.2. Классификация валюты

Иностранная валюта — это:

1) денежные знаки в виде банкнот, казначейских билетов, монеты, находящиеся в обращении и являющиеся законным средством наличного платежа на территории соответствующего иностранного государства (группы иностранных государств), а также изымаемые либо изъяты из обращения, но подлежащие обмену указанные денежные знаки;

2) средства на банковских счетах и в банковских вкладах в денежных единицах иностранных государств и международных денежных и расчетных единицах.

Представленные определения показывают:

- фактическое приравнивание валюты к денежным знакам (единицам) стран;
- использование данных денежных знаков в качестве законного средства платежа на территории страны. Как правило, использование в качестве законного средства платежа закрепляется на законодательном уровне. Так, в Российской Федерации официальной денежной единицей (валютой) является рубль, состоящий из 100 копеек, что определено Федеральным законом № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 г. Введение на территории РФ других денежных единиц и выпуск денежных суррогатов запрещаются. Официальное соотношение между рублем и золотом или другими драгоценными металлами не устанавливается. Отметим, что не всегда законным платежным средством в стране является национальная валюта. В некоторых случаях, исходя из экономической целесообразности, возможно использование валюты, не являющейся национальной для данной страны;

- существование валюты наличной и безналичной, что находит свое отражение в классификации по материально-вещественной форме.

Абстрагируясь от законодательства, можно дать следующие определения национальной и иностранной валютам.

Национальная валюта — денежная единица определенной страны.

Иностранная валюта — денежные единицы других стран.

В зависимости от возможности использования в валютных запасах страны валюта делится на резервную и прочую.

Резервная валюта — это иностранная валюта, в которой центральные банки других государств накапливают и хранят резервы. Основным назначением валютных резервов любой страны является поддержание устойчивости национальной валюты, проведение международных расчетов, в том числе по обслуживанию внешнего долга. Валютные резервы являются частью международных резервов страны.

Функционал резервной валюты достаточно широк и предоставляет определенные преимущества стране-эмитенту резервной валюты:

<i>Функции резервной валюты</i>	<i>Преимущества для страны-эмитента</i>
Международное платежное средство	Возможность использования национальной валюты для проведения международных расчетов. Отсутствие необходимости конвертации национальной валюты в иностранную для проведения международных расчетов. Укрепление позиций национальных компаний (экспортеров и импортеров)

<i>Функции резервной валюты</i>	<i>Преимущества для страны-эмитента</i>
База определения валютного паритета и валютного курса для стран, не являющихся эмитентами резервной валюты	Отсутствие необходимости ориентации на иностранные валюты при определении валютного курса
Проведение валютной интервенции с целью регулирования курса валют стран — участниц мировой валютной системы	Возможность влияния на курсы других валют и состояние мирового валютного рынка. Возможность проведения кредитной экспансии
Средство покрытия отрицательного сальдо платежного баланса	Возможность покрытия отрицательного сальдо платежного баланса национальной валютой, в т. ч. за счет дополнительной эмиссии

Благодаря наличию преимуществ для стран-эмитентов резервной валюты, приведенных выше, страны имеют возможность укрепления своих экономик и позиций на мировых финансовых рынках, включая валютный рынок, что также делает приобретение статуса резервной валюты крайне привлекательным. Приобретение статуса резервной валюты невозможно без соблюдения ряда условий:

- большие объемы производства в стране, занимающие существенную долю в объеме мирового производства;
- ведущая роль страны в экспорте товаров и капитала;
- большая емкость финансового рынка;
- наличие и сформированность кредитной и банковской системы и их представительства (филиальной сети) за рубежом;
- свободная конвертация национальной валюты.

В ходе развития мировой валютной системы и валютных рынков функции резервной валюты выполнялись различными валютами:

- английский фунт стерлингов. Традиционно выполнял функции до 1944 г. Официально прекратил выполнение функций в 1977 г.;
- доллар США. Получил статус ведущей валюты с введением Бреттон-Вудской валютной системы наряду с английским фунтом стерлингов в 1944 г.;
- СДР (SDR — Special Drawing Rights, Специальные права заимствования) и валюты, включенные в корзину СДР.

СДР — коллективная валюта корзинного типа, эмитируемая МВФ (Международный валютный фонд). СДР начали выполнять функции главного международного платежного и резервного средства с переходом к Ямайской валютной системе в 1976 г. В рамках Ямайской валютной системы понятие резервной валюты было заменено на понятие свободно используемой валюты. Свободно используемые валюты являются основой формирования валютных резервов всех стран. В настоящее время такими свободно используемыми валютами являются валюты, входящие в состав корзины: СДР, доллар США, евро, китайский юань, английский фунт стерлингов, японская иена.

Последней валютой, получившей этот статус с 01.10.2016 г., является китайский юань. Доллар США до настоящего времени выступает в качестве одной из основных резервных валют, что продиктовано не только традицией, но и тем,

что экономика США продолжает оставаться ведущей мировой экономикой. Ближайшим конкурентом доллара США при формировании валютных резервов с 2004 г. является евро.

В качестве резервных валют могут быть использованы валюты, не имеющие официального статуса свободно используемых валют. Однако требования к этим валютам высоки, т. к. резервирование средств в них должно иметь минимальный уровень риска.

Достаточность объема международных резервов играет существенную роль для валютного рынка и может быть определена на основании ряда критериев:

<i>Критерий</i>	<i>Характеристика критерия</i>
Традиционный критерий	Объем международных резервов должен превышать трехмесячный объем импорта
Критерий Гринспена (предложен Аланом Гринспеном, председателем Совета управляющих Федеральной резервной системы США)	Объем международных резервов должен превосходить официальный и официально гарантированный краткосрочный долг (внешний)
«Узкий» критерий, или критерий Редди (предложен Венугопалем Редди, управляющим Центрального банка Индии)	Минимальный объем международных резервов для покрытия импорта суммируется с платежами по внешнему госдолгу, чтобы исключить дефолт по государственным обязательствам
«Расширенный» критерий, или критерий Гвидотти (предложен представителем Министерства финансов Аргентины Пабло Гвидотти)	Объем международных резервов достаточен, если он позволяет обходиться без внешних заимствований в течение одного года
«Широкий» критерий	Международные резервы должны быть достаточными для предупреждения резких девальваций и ревальваций национальной валюты
«Максималистский» критерий	Международные резервы достаточны, когда покрытие государством возможно в случае кризиса потребностей частного сектора в средствах для уплаты внешних долгов

В России полномочия по владению, пользованию и распоряжению золотовалютными резервами, а также эффективное управление золотовалютными резервами осуществляются Банком России.

Состав золотовалютных резервов Банка России представлен в табл. 4.1.

В категорию средств в иностранной валюте в структуре международных резервных активов РФ входят:

- наличная иностранная валюта;
- остатки средств на корреспондентских счетах, включая обезличенные металлические счета в золоте;
- депозиты с первоначальным сроком погашения до 1 года включительно (в том числе депозиты в золоте) в иностранных центральных банках, в Банке международных расчетов (БМР) и кредитных организациях-нерезидентах;
- долговые ценные бумаги, выпущенные нерезидентами;

– кредиты, предоставленные в рамках сделок обратного РЕПО, и прочие финансовые требования к нерезидентам с первоначальным сроком погашения до 1 года включительно;

– ценные бумаги, переданные контрагентам в рамках операций займов ценных бумаг.

Таблица 4.1

Структура валютных резервов Российской Федерации за 2016–2021 гг., %¹

Наименование валют	на конец 2016	на конец 2017	на конец 2018	на конец 2019	на конец 2020	на конец 2021
Евро	32,2	21,7	31,7	30,3	29,2	33,9
Доллар США	40,4	45,8	22,7	23,6	21,2	10,9
Юань			14,2	14,2	12,8	17,1
Фунт стерлингов	7,6	8,3	6,0	6,6	6,3	6,2
Иные валюты (иена, канадский и австралийский доллары)	4,6	7,0	7,2	7,1	7,2	10,4
Золото	15,2	17,2	18,1	19,5	23,3	21,5

В состав международных резервов не включаются ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения по сделкам обратного РЕПО или займов ценных бумаг (полученные в обмен на другие ценные бумаги).

Исключаются из резервов ценные бумаги, служащие обеспечением по сделкам прямого РЕПО.

Часть Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ, номинированная в иностранной валюте и размещенная Правительством Российской Федерации на счетах в Банке России, которая инвестируется Банком России в иностранные финансовые активы, является составляющей международных резервов РФ.

Финансовые требования Банка России и Правительства РФ к резидентам, выраженные в иностранной валюте, не включаются в состав международных резервов Российской Федерации.

В зависимости от принципа построения принято выделять валюту корзинного вида и обычную.

Валюта *корзинного типа* — это межнациональная денежная единица, курс которой определяется как средневзвешенная величина от рыночной стоимости валют стран — членов соответствующей валютной зоны. Все валюты корзинного типа являются искусственно созданными. До настоящего времени известны две валюты корзинного типа:

¹ Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте за 2016–2020 гг. и 1 кв. 2021 г. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/36946/2021-04_res.pdf (дата обращения: 20.12.2021).

– ЭКЮ (ECU — European Currency Unit, единица европейской валюты). Существовала с 13.03.1979 до 01.01.1999 гг. в форме записей по счетам, была основана на корзине из 12 европейских валют, стала промежуточным этапом введения ЕВРО;

– СДР (SDR — Special Drawing Rights, специальные права заимствования). Введены в 1969 г. После введения Ямайской валютной системы стали валютой корзинного типа. СДР являются международным резервным активом. Эмитируются Международным валютным фондом (МВФ), существуют в безналичной форме в виде записей по банковским счетам. Используются при проведении расчетов между МВФ и странами — его участниками, международными организациями. Основными направлениями использования СДР является проведение международных расчетов, регулирование сальдо платежного баланса стран, пополнение международных резервов, международное кредитование. В корзину СДР включаются свободно используемые валюты, получившие наиболее широкое распространение при проведении международных расчетов. Состав корзины СДР и ее структура изменялись с течением времени. При создании корзина СДР включала такие валюты, как доллар США, немецкая марка, японская иена и английский фунт стерлингов. Пересмотр валютной корзины СДР осуществляется исполнительным советом МВФ не реже одного раза в пять лет. Состав и вес валют в корзине СДР, а также курс валют к СДР на различных этапах развития представлены в табл. 4.2.

Таблица 4.2

Структура СДР за 1981–2021 гг., % ¹

Название валюты	1981–1985	1986–1990	1991–1995	1996–1998	1999–2000	2001–2005	2006–2010	2011–2015	2016–2020	2021 ²
USD (доллар США)	42	42	40	39	39	44	44	41,9	41,73	41,39
DEM (немецкая марка)	19	19	21	21	21	–	–	–	–	–
FRF (французский франк)	13	12	11	11	11	–	–	–	–	–
EUR (евро)	–	–	–	–	–	32	31	34	37,4	30,93
JPY (иена)	13	15	17	18	18	14	11	9,4	8,33	7,43

¹ Международный валютный фонд : [официальный сайт]. URL: <http://www.imf.org/external> (дата обращения: 01.12.2021).

² Расчетные данные. Очередное изменение корзины СДР с 1 октября 2021 г. не состоялось. Предполагаемая дата изменений корзины — 1 августа 2022 г. МВФ разрабатывает новые условия распределения веса валют в корзине. Международный валютный фонд : [официальный сайт]. URL: <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx> (дата обращения: 01.12.2021).

Окончание табл. 4.2

Название валюты	1981–1985	1986–1990	1991–1995	1996–1998	1999–2000		2001–2005	2006–2010	2011–2015	2016–2020	2021
GBP (фунт стерлингов)	13	12	11	11	11	11	11	11	11,3	8,09	8,21
CNY (юань)	–	–	–	–	–	–	–	–	–	10,92	11,29

Существенные изменения в корзине СДР произошли в 1999 г. с введением ЕВРО и 2016 г. с включением в корзину китайского юаня. Последнее изменение было продиктовано возрастающей ролью Китая в мировой экономике. По итогам 2014 г. Китай занял первые места в мире по объему создаваемого ВВП и экспорта продукции.

Обычные валюты — прочие валюты стран мира, не относящиеся к валютам корзинного типа. Иными словами, это все национальные и иностранные валюты, возникшие в ходе исторического развития денежных и валютных систем стран.

Один из наиболее значимых критериев классификации валют — *конвертируемость*. В соответствии с данным критерием различают свободно конвертируемую, частично конвертируемую и неконвертируемую валюты. Степень конвертируемости валюты связывается с наличием или отсутствием валютных ограничений. Конвертируемость валюты определяется уровнем развития экономики страны:

- масштабами внешнеэкономической деятельности;
- состоянием рынков капитала и товаров;
- стабильностью национальной денежно-кредитной и финансовой систем страны.

Свободно конвертируемая валюта (hard currency) — это валюта, без ограничений обмениваемая на валюту любого иностранного государства.

В международной практике получил распространение термин свободно используемой валюты, близкий к понятию свободно конвертируемой. МВФ дает следующее определение: «Под свободно используемой валютой понимается валюта государства-члена, относительно которой Фонд устанавливает, что она действительно широко используется для платежей по международным операциям и что она является предметом активной торговли на основных валютных рынках»¹.

Список свободно конвертируемых валют на текущий период включает 18 валют мира, представленных в табл. 4.3. Подтверждением статуса свободно конвертируемой валюты является использование валюты при проведении расчетов в международной клиринговой платежной системе по неограниченному обмену валют на рынке Форекс CLS.

¹ Статьи соглашения Международного валютного фонда. Вашингтон : International Monetary Fund, 2011. С. 68. URL: <https://clck.ru/33Jo43> (дата обращения: 19.01.2023).

Таблица 4.3

Свободно конвертируемые валюты¹

<i>Название валюты</i>	<i>Страна</i>	<i>Дата присоединения к системе CLS</i>
Австралийский доллар (AUD)	Австралия	2002
Форинт (HUF)	Венгрия	ноябрь 2015
Гонконгский доллар (HKD)	Гонконг	декабрь 2004
Датская крона (DKK)	Дания	сентябрь 2003
Доллар США (USD)	США	2002
Евро (EUR)	Австрия, Андорра, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Латвия, Литва, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения, Финляндия, Франция, Черногория, Эстония	2002
Канадский доллар (CAD)	Канада	2002
Мексиканское песо (MXN)	Мексика	май 2008
Новозеландский доллар (NZD)	Новая Зеландия	декабрь 2004
Норвежская крона (NOK)	Норвегия	сентябрь 2003
Сингапурский доллар (SGD)	Сингапур	сентябрь 2003
Фунт стерлингов (GBP)	Соединенное королевство	2002
Шведская крона (SEK)	Швеция	сентябрь 2003
Швейцарский франк (CHF)	Швейцария	2002
Новый израильский шекель (ILS)	Израиль	май 2008
Рэнд (ZAR)	Южная Африка	декабрь 2004
Вона (KRW)	Корея, республика	декабрь 2004
Иена (JPY)	Япония	2002

В 1996 г. МВФ признал российский рубль конвертируемым по текущим операциям.

Частично конвертируемая валюта (partially convertible currency) — это валюта с ограниченным использованием относительно территории, вида валютных операций или владельцев.

Неконвертируемая валюта — это национальная валюта страны, которая не может обмениваться на иностранную валюту.

Для стран с неконвертируемыми валютами характерно жесткое валютное регулирование, являющееся следствием отсутствия необходимого объема валютных резервов при отрицательном сальдо платежного баланса и существенного объема внешней задолженности. Большинство валют развивающихся стран относится к неконвертируемым валютам.

¹ CLS Trusted Market Solutions: [официальный сайт]. URL: cls-group.com (дата обращения: 01.12.2021).

Валюта может быть классифицирована в зависимости от вида валютных операций на валюты цены контракта, платежа по контракту, кредита, клиринга и векселя, т. е. основным видам валютных операций соответствуют свои виды валюты.

Валюта цены контракта — это валюта, в которой определяется цена товара по внешнеторговому контракту.

Выбор валюты *цены контракта* зависит от ряда факторов:

- условий реализации товаров, работ, услуг, практикуемых на международных рынках (международная деловая практика);
- условий, принятых для реализации биржевых товаров;
- рыночной конъюнктуры (соотношение спроса и предложения на конкретный товар на рынке);
- межправительственных соглашений;
- законодательств стран;
- взаимоотношений между контрагентами по валютному контракту.

Установление цены при заключении внешнеторговой сделки рекомендуется осуществлять с учетом типовых условий поставок, представленных в правилах «Инкотермс» (Incoterms, International Commerce Terms — Международные коммерческие термины). Это позволяет избежать рисков, связанных с различной трактовкой терминов контрагентами внешнеторгового контракта из разных стран.

Валюта платежа по контракту — это валюта, в которой должен быть совершен платеж по внешнеторговому контракту.

При выборе валюты платежа участники внешнеторгового контракта могут учитывать факторы, отличные от факторов, повлиявших на выбор валюты цены контракта: наличие определенной валюты в распоряжении сторон по сделке, потребности в конкретной валюте у контрагентов, устойчивость курса и номинала валюты и т. п. В связи с этим валюта цены и платежа по контракту может быть различной. Несовпадение видов валют повышает риски, связанные с необходимостью пересчета валюты цены в валюту платежа по контракту и колебанием курсов валют на рынке. Для снижения этих рисков на практике используются защитные оговорки, которые формулируются и закрепляются во внешнеторговом контракте, что позволяет избежать возникновения убытков.

Валюта кредита — это валюта предоставления коммерческого или банковского кредита. При этом следует учитывать, что возникновение отношений коммерческого кредита является обычным явлением при осуществлении операций с валютой, включая проведение расчетов по внешнеторговым контрактам.

Выбор валюты *кредита* зависит от ряда факторов, в числе которых: практика проведения расчетов между странами, позиции кредитора и заемщика (на рынке ссудных капиталов или товарных рынках), корреспондентские отношения между банками государств — участников кредитных отношений и т. д. Валютой кредита может быть выбрана одна из национальных валют участников сделки (кредитора или заемщика) или валюта третьей страны. Выбор вида валюты определяет процентные ставки по кредиту.

Валюта кредита может отличаться от валюты, в которой предусматривается погашение обязательств по данному кредиту. В такой ситуации для снижения рисков изменения валютных курсов на рынке при проведении расчетов в кредитном договоре определяется порядок пересчета курсов и суммы обязательств.

Валюта *клиринга* — это валюта, используемая при зачете требований и обязательств по урегулированию внешнего долга стран по межправительственным соглашениям.

Валюта *векселя* — это валюта, в которой выставляется вексель. Вексель может быть выставлен в национальных валютах сторон (должника или кредитора по векселю) или в валюте третьей страны.

В зависимости от степени стабильности валюта может быть сильной или слабой.

Сильная валюта — это валюта, устойчивая к собственному номиналу и курсам других валют. Сильные валюты являются, как правило, свободно конвертируемыми.

Слабая валюта — это валюта, номинал которой является неустойчивым и находится в большой зависимости от колебаний конъюнктурных и структурных факторов.

Ослабление национальной валюты может привести к ситуации недоверия населения к национальной валюте и отказу от ее использования в качестве средства обращения, платежа и сбережения и параллельного использования в стране иностранной валюты. Замену национальной валюты на иностранную в качестве средства обращения внутри страны называют валютным замещением. Параллельное обращение иностранной валюты имеет негативное значение для развития страны и приводит не только к вытеснению из обращения национальной валюты, но и инфляционным процессам и дальнейшему снижению курса национальной валюты. Достаточно часто иностранной валютой, используемой для расчетов и сбережений, является сильная свободно используемая валюта, например, доллар США, что получило название долларизации.

Исходя из материально-вещественной формы различают наличную и безналичную валюты.

Наличная валюта — это банкноты, казначейские билеты и монеты, номинированные в определенной валюте и участвующие в наличном обращении на территории страны и за ее пределами. Большая часть операций с наличной валютой проводится уполномоченными банками и физическими лицами.

Безналичная валюта — это валюта, существующая в форме записи на счетах и участвующая в безналичных расчетах между уполномоченным банками, юридическими и физическими лицами.

Для краткого обозначения валют при записи проводимых валютных операций, включая установление валютного курса, проведение обменных (конверсионных) операций, операций по переводу валют и пр., участники валютного рынка используют сокращенные буквенные и цифровые коды валют. Коды ва-

люют представлены в стандарте ISO 4217, впервые утвержденном в 1978 г. (в настоящее время действует редакция ISO 4217:2015) Codes for the representation of currencies and funds (Коды для представления валют и фондов), разработанного Международной организацией по стандартизации (International Organization for Standardization — ISO). Международная организация по стандартизации — независимая неправительственная международная организация, объединяющая национальные органы по стандартизации, созданная в 1946 г., осуществляет деятельность в сфере стандартизации в различных областях за исключением электроники и электротехники. ISO 4217 носит рекомендательный характер для стран — участниц ISO и является одним из восьми наиболее востребованных в мире стандартов. На основе ISO 4217 в странах разрабатываются собственные стандарты, в частности в РФ это «ОК (МК (ИСО 4217) 003–97) 014–2000. Общероссийский классификатор валют», который утвержден Постановлением Госстандарта России от 25.12.2000 № 405-ст (ред. от 24.12.2019 г.).

ISO 4217 позволяет:

- кодировать и представлять информацию в сокращенном виде при совершении валютных операций;
- четко и однозначно идентифицировать валюты, что является необходимым, т. к. существуют валюты, имеющие идентичные или схожие названия. Например, название «доллар» носят валюты США, Канады, Австралии, Новой Зеландии и других стран.

Перечисленное выше существенно упрощает работу по проведению валютных операций и повышает скорость принятия решений в процессе трейдинга.

Областью применения кодов валют по ISO 4217 является оформление документации и представление информации на международном и национальном уровнях:

- документация международных организаций (МВФ, Евросоюз и т. д.);
- документация при совершении международных сделок;
- документация, используемая внутри страны (таможенные декларации, справки о совершении валютных операций и т. п.);
- документация о биржевых и банковских котировках и операциях;
- программное обеспечение и др.

Буквенный код валюты состоит из трех букв латинского алфавита.

Как правило, первые две буквы совпадают с международным кодом страны, к которой относится валюта (согласно стандарту ISO 3166).

Числовые и буквенные коды валют присваиваются Международной организацией по стандартизации (ISO) и заданы в международном стандарте ISO 4217:2008 «Коды для представления валют и фондов» (“Codes for the representation of currencies and funds”) и дополнениях к нему.

Третья буква в большинстве случаев указывает на наименование валюты (денежной единицы) на английском языке. Например, D — dollar, F — франк, Y — иена и т. п.

Примеры стандартных буквенных кодов представлены в табл. 4.4.

Таблица 4.4

Примеры буквенных кодов валют, сформированных стандартным способом

<i>Буквенный код валюты (наименование)</i>	<i>Значение первых двух букв кода (страна)</i>	<i>Значение третьей буквы кода (наименование валюты)</i>
USD (доллар США)	US — США	D — dollar (доллар)
AUD (Австралийский доллар)	AU — Австралия	D — dollar (доллар)
CAD (Канадский доллар)	CA — Канада	D — dollar (доллар)
NZD (Новозеландский доллар)	NZ — Новая Зеландия	D — dollar (доллар)

Из приведенных правил формирования буквенного кода возможны исключения. Отдельные примеры таких кодов приведены ниже.

Так, до деноминации 1998 г. российский рубль имел стандартный буквенный код RUR (810), но после деноминации получил код RUB (643). При этом внутри страны до настоящего времени чаще используется первый из приведенных кодов.

В качестве кода швейцарского франка используется CHF. Первые две буквы не соответствуют названию страны-эмитента (Швейцарии), а являются производным от названия одного из кантонов Швейцарии — Гельветической Республики (Confoederatio Helvetica).

Кроме буквенного кода всем валютам присвоены трехзначные цифровые коды, установленные для стран Статистическим отделом Секретариата ООН и в стандарте ISO 3166–1:1997. Цифровые коды валют используются для упрощения представления информации при создании программного обеспечения компьютеров и идентификации валют стран, не использующих латинский алфавит.

Числовые и буквенные коды валют используются в международных расчетах, числовые коды валют в большинстве стран являются составной частью номеров банковских счетов.

Неотделимой характеристикой валюты как товара валютного рынка является валютный курс.

Валютный курс (exchange rate) — цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах других стран или международных денежных единицах.

Необходимость исчисления валютного курса продиктована тем, что валюта обслуживает внешнеторговые операции и операции финансового рынка. Валютный курс необходим для реализации обмена валютами, сопоставления цен товаров на мировых и внутренних национальных рынках и переоценки счетов в иностранной валюте, принадлежащих различным хозяйствующим субъектам. Рассмотрим направления использования валютного курса и их характеристику:

<i>Направление использования валютного курса</i>	<i>Характеристика направления</i>
Реализация обмена валютами	<p>Потребность в обмене валютами возникает при торговле товарами и услугами в ходе платежно-расчетного обслуживания международных экономических отношений, при движении капиталов и кредитовании.</p> <p>Обмен валютами связан с отсутствием возможности использования иностранной валюты на территории значительной части государств в качестве законного платежного средства. Экспортеры обменивают иностранную валюту на национальную для использования внутри страны. Импортёры, кредиторы и заемщики обменивают национальную валюту на иностранную для использования за рубежом (приобретение товаров, выдача кредитов, возврат кредита и процентов по нему)</p>
Сопоставление цен на мировых и внутренних рынках стран. Сопоставление стоимостных показателей стран	<p>Потребность возникает при сопоставлении цен на мировых и внутренних рынках и сопоставлении стоимостных показателей стран.</p> <p>Сопоставление связано с необходимостью приведения показателей к одной валюте для проведения сравнения</p>
Периодическая переоценка счетов в иностранной валюте государства (международные резервы), банков, корпораций, предприятий, организаций и населения	<p>Потребность возникает при определении эквивалента счетов в национальной валюте.</p> <p>Переоценка связана с необходимостью повышения эффективности использования средств на счетах</p>

В качестве стоимостной основы валютного курса выступает покупательная способность валют, которая отражает средний национальный уровень цен на товары и услуги в стране. Национальные цены, складывающиеся в процессе производства и обмена, являются основой для формирования интернациональной цены производства, формирующей мировые цены. Валютный курс, представляющий собой цену, может отклоняться от своей стоимостной основы. Причина отклонений — изменение спроса и предложения на валюту на рынке.

Спрос и предложение на валюту зависят от большого количества факторов, находящихся в тесной взаимосвязи друг с другом. Нельзя однозначно назвать факторы, которые являются определяющими по своему влиянию на валютный курс. Изменения в экономике и политике могут выдвигать на первый план в качестве решающих различные факторы. Обусловленность валютного курса множеством факторов отражает не только сложность самой дефиниции, но и связь с такими основополагающими категориями и понятиями, как цена, стоимость, процент, деньги, платежный баланс и т. д.

Перечень основных факторов, влияющих на валютный курс, и их воздействия приведены ниже.

1. Темп инфляции:

- повышение темпов инфляции в стране означает снижение курса национальной валюты и повышение курса иностранной валюты;
- превышение темпов инфляции внутри страны над темпами инфляции в других странах означает обесценение национальной валюты по отношению к валютам стран с более низкой инфляцией;
- чем выше внешнеторговый оборот страны, тем больше зависимость валютного курса от темпов инфляции;
- воздействие темпа инфляции может быть сглажено при наличии противодействующих факторов.

2. Состояние платежного баланса:

- активное сальдо платежного баланса повышает курс национальной валюты за счет повышения спроса на национальную валюту страны со стороны иностранных должников;
- пассивное сальдо платежного баланса снижает курс национальной валюты за счет повышения спроса на иностранную валюту для проведения расчетов по внешним обязательствам и повышения предложения национальной валюты;
- отсутствие стабильности платежного баланса приводит к скачкообразному характеру изменения валютного курса за счет резкого изменения спроса и предложения на валюту.

3. Различие процентных ставок на капитал в странах:

- изменение процентных ставок в стране приводит к изменению направления движения международного капитала (в первую очередь краткосрочного) и изменениям на финансовом рынке;
- повышение процентных ставок в стране ведет к повышению ее курса за счет увеличения прибыльности вложений и финансовых операций внутри страны, что способствует притоку иностранного капитала и повышению востребованности национальной валюты;
- снижение процентных ставок в стране снижает курс национальной валюты за счет повышения ее доступности и приводит к оттоку капитала за рубеж.

4. Валютные рынки и спекулятивные операции на них:

- тенденция к понижению валютного курса ведет к усилению обесценивания этой валюты и поддержке устойчивых валют за счет стремления участников валютного рынка к немедленной продаже дешевающей валюты;
- восприимчивость валютных рынков к изменениям экономической и политической ситуации, курсовых соотношений, а также высокая скорость реакции на данные изменения увеличивают возможности валютной спекуляции и перемещения краткосрочных капиталов.

5. Использование валюты в международном обороте:

- повышение востребованности валюты для международных расчетов и операций на финансовом рынке ведет к стабилизации и повышению ее курса;

– понижение востребованности валюты ведет к дестабилизации и снижению ее курса.

6. Степень доверия к стране — эмитенту валюты в мировом сообществе:

– повышение доверия к стране — эмитенту валюты стабилизирует и повышает валютный курс;

– снижение уровня доверия к стране — эмитенту валюты дестабилизирует и снижает валютный курс.

Факторами, определяющими доверие к стране, являются: текущее состояние экономики и политической ситуации; динамика и тенденции в экономике и политике; экономическая и политическая информация; факторы, рассмотренные выше.

7. Валютная политика государства:

– валютный курс складывается под воздействием рыночного и государственного регулирования;

– под воздействием рыночного регулирования формируется реальный курс, отражающий состояние экономики и подверженный резким колебаниям;

– под воздействием государственного регулирования стабилизируется и изменяется курс национальной валюты в соответствии с целями валютной политики и при помощи специальных инструментов.

Исходя из характера воздействия на валютный курс представленных факторов, они могут быть разделены на отдельные виды (рис. 4.3).

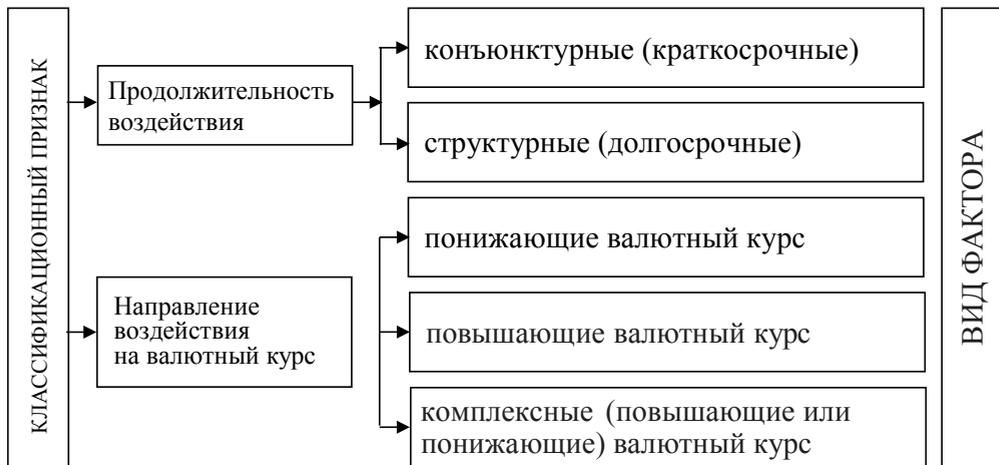


Рис. 4.3. Классификация факторов, воздействующих на валютный курс

Рассмотрим характеристику видов факторов, воздействующих на валютный курс:

<i>Вид фактора</i>	<i>Характеристика фактора</i>
Конъюнктурные факторы	<p>Временной диапазон воздействия — краткосрочный.</p> <p>Прогнозирование — сложны для прогнозирования/не прогнозируются.</p> <p>Связаны с реальными или прогнозируемыми, на основе ожиданий и слухов, изменений деловой, политической, военной и прочей ситуации.</p> <p>Включают макростатистические данные (показатели), влияющие на валютный рынок и курс до их официальной публикации: – состояние экономики в целом (показатели роста экономики, ВВП, индикаторы инфляции и т. п.); – состояние отдельных секторов экономики (денежная статистика, официальные процентные ставки, доходность государственных ценных бумаг, индикаторы производственного сектора, статистика занятости и рынка труда, показатели международной торговли и т. п.); – индикаторы потребительского спроса (розничной торговли, строительства и рынка жилья, настроения потребителей и т. п.); – индикаторы деловой активности и цикла; – другие показатели</p>
Структурные факторы	<p>Временной диапазон воздействия — долгосрочный.</p> <p>Прогнозирование — относительно легко прогнозируются.</p> <p>Связаны с изменением конкурентоспособности товаров страны на мировых рынках, национального дохода страны, внутренних цен по отношению к ценам на мировых рынках, степенью развития альтернативных сегментов финансового рынка, таких как рынок ценных бумаг и т. п.</p>

Рассмотрим направление и механизм влияния некоторых структурных факторов на валютный курс.

Изменение конкурентоспособности товаров страны

Повышение конкурентоспособности товаров страны на международном рынке приводит к стабилизации и повышению курса национальной валюты.

Механизм влияния:

- 1) повышение конкурентоспособности товаров страны на международном рынке;
- 2) увеличение объемов экспортных операций;
- 3) рост экспортной выручки и приток иностранной валюты в страну;
- 4) изменение соотношения спроса и предложения на валюту:

– стабилизация и повышение курса национальной валюты, если государство не предпринимает мер по изменению ситуации;

– стабилизация и снижение курса национальной валюты, если государство принимает меры по снижению курса в соответствии с проводимой валютной политикой и задачами развития экономики страны.

Снижение конкурентоспособности товаров страны на международном рынке приводит к снижению курса национальной валюты.

Изменение национального дохода

Изменение национального дохода и валютного курса при снижении национального дохода обычно является однонаправленным.

Механизм влияния снижения национального дохода на валютный курс:

- 1) ухудшение экономического состояния страны;
- 2) снижение востребованности национальной валюты для проведения расчетов, платежей и накоплений;
- 3) снижение курса национальной валюты.

Механизм влияния повышения национального дохода на валютный курс состоит из двух вариантов.

Вариант 1:

- 1) улучшение экономического положения страны и повышение спроса на импортные товары и, следовательно, на иностранную валюту для их приобретения;
- 2) отток иностранной валюты из страны;
- 3) изменение соотношения спроса и предложения на валюту;
- 4) снижение курса национальной валюты (повышение курса иностранной).

Вариант 2 (преобладающий):

- 1) улучшение экономического положения страны;
- 2) формирование международных резервов, повышение инвестиционной привлекательности экономики страны для иностранного капитала;
- 3) приток иностранной валюты в страну;
- 4) изменение соотношения спроса и предложения на валюту;
- 5) повышение курса национальной валюты (снижение курса иностранной).

Изменение внутренних цен

Изменение внутренних цен в стране относительно цен на мировых рынках и изменение курса национальной валюты связаны обратно пропорциональной зависимостью.

Механизм влияния повышения внутренних цен на валютный курс таков:

- 1) повышение внутренних цен;
- 2) снижение спроса на отечественные товары и повышение спроса на импортные товары;
- 3) повышение востребованности иностранной валюты, отток иностранной валюты из страны;
- 4) изменение соотношения спроса и предложения на валюту;
- 5) снижение курса национальной валюты (повышение курса иностранной валюты).

Механизм влияния снижения внутренних цен на валютный курс следующий:

- 1) повышение внутренних цен;
- 2) повышение спроса на отечественные товары на внутреннем и международном рынках;
- 3) увеличение экспорта товаров;

4) приток иностранной валюты в страну, изменение соотношения спроса и предложения на валюту;

5) повышение курса национальной валюты (снижение курса иностранной валюты).

Развитие сегментов финансового рынка

Механизм влияния развития сегментов финансового рынка на валютный курс следующий:

- 1) развитие различных сегментов финансового рынка и их взаимосвязи;
- 2) возникновение условий для конкуренции и свободного перетока капитала между сегментами финансового рынка;
- 3) стабилизация сегментов финансового рынка, включая валютный рынок;
- 4) стабилизация курса национальной валюты.

Наиболее очевидным примером такого влияния выступает рынок ценных бумаг и, в частности, рынок государственных ценных бумаг.

Исходя из рассмотренного выше влияния отдельных факторов на валютный курс все рассмотренные факторы можно разделить на следующие группы:

- факторы, способствующие только повышению курса валюты;
- способствующие только понижению курса;
- имеющие комплексное — разнонаправленное — влияние в зависимости от складывающихся условий.

В целом формирование валютного курса является многофакторным процессом, т. е. зависящим от большого количества взаимосвязанных факторов различного характера.

Валютный курс во многом зависит от режима установления валютного курса, принятого в стране. В соответствии с уставом МВФ и принципами Ямайской валютной системы страна имеет право самостоятельного выбора режима курса национальной валюты. Выбор режима курса национальной валюты является составляющей реализуемой страной валютной политики.

Режим валютного курса — это метод (способ) установления валютного курса.

Существует два основных метода установления валютного курса:

– плавающий. Предполагает свободное плавание или систему гибких валютных курсов. Валютный курс определяется и меняется под воздействием спроса и предложения;

– фиксированный. Предполагает официальное установление валютного курса при строгом ограничении колебания валютного курса под воздействием рыночной конъюнктуры. Валютный курс имеет привязку к курсу другого актива (международного платежного средства, резервной валюты, валюты основного торгового партнера и т. п.).

Данные методы установления валютного курса сформировались в ходе эволюции мировой валютной системы. На различных этапах ее развития имели место как фиксированные, так и плавающие валютные курсы, а также различные формы ограничения их изменений.

Так, при Парижской валютной системе практиковался режим свободно плавающих валютных курсов. Колебание курсов допускалось в пределах золотых точек относительно курса, основанного на золотом паритете.

При Генеузской валютной системе сохранились плавающие валютные курсы, но золотые точки были отменены.

В рамках Бреттон-Вудской валютной системы была реализована фиксация курса ведущей валюты — доллара США к золоту (1 тройская унция золота = 35 долларов США) и курсов всех остальных валют к доллару США. Обязанность по поддержанию паритетных курсов валют возлагалась на национальные банки.

Ямайская валютная система дала странам-участницам возможность выбора одного из следующих вариантов режима валютного курса:

– «плавающий» курс национальной валюты и его сохранение в течение неопределенного срока;

– «фиксированный» курс национальной валюты. Фиксированный курс устанавливается в СДР или других валютных единицах, кроме золота, и поддерживается на определенном уровне;

– «привязка» национальной валюты к другой валюте или нескольким валютам, выбранным по своему усмотрению. Иными словами, «привязка» предполагает установление обменного соотношения национальной валюты к другой валюте или валютной корзине.

Возможность выбора валютного курса превратила валютный курс в действенный инструмент макроэкономического регулирования. Выработка и реализация эффективной макроэкономической политики непосредственно связана с выбором оптимального режима валютного курса. Плавающий и фиксированный валютные курсы имеют свои достоинства и недостатки. Их характеристика представлена в табл. 4.5. Очевидно, что достоинства фиксированного валютного курса одновременно выступают недостатками плавающего, и наоборот.

Таблица 4.5

Характеристика применения режимов валютного курса

Показатель	Влияние (+/-)	Фиксированный режим	Влияние (+/-)	Плавающий режим
Стабильность валютного рынка	положительное (+)	Стабильность, определенность, предсказуемость национального валютного рынка	отрицательное (-)	Непредсказуемость национального валютного рынка
		Высокая привлекательность для внешних инвесторов, стимулирование движения капитала и развитие торговли		Низкая привлекательность рынка для внешних инвесторов, сокращение торгового оборота
		Возможность долгосрочного экономического прогнозирования		Невозможность долгосрочного экономического прогнозирования

Продолжение табл. 4.5

Показатель	Влияние (+/-)	Фиксированный режим	Влияние (+/-)	Плавающий режим
Доверие к национальной валюте и валютной политике государства	положительное (+)	Повышенное	отрицательное (-)	Низкое
		Присутствует контроль за процентными ставками, объемами кредитования и правительственными расходами		Присутствует возможность резкого колебания курса за счет: – изменения объемов экспорта/импорта; – крупных сделок (при малой емкости рынка); – манипуляций государства (при «грязном плавании»)
Инфляция и инфляционные ожидания	положит. (+)	Сдерживание инфляции и инфляционных ожиданий	отрицат. (-)	Инфляция не сдерживается, инфляционные ожидания стимулируются
Эффективность распределения и использования ресурсов	отрицательное (-)	Необходимость консолидации и поддержания достаточного уровня валютных резервов	положительное (+)	Способствует эффективности распределения ресурсов
		Использование валютных резервов для регулирования валютного курса и платежного баланса		Отсутствие/незначительное использование валютных резервов для регулирования валютного курса и платежного баланса
		Негативное влияние на экономику при недостаточности валютных резервов или существенном внешнем воздействии (снижение внутренних цен, спад производства, безработица)		Отсутствие необходимости наращивания валютных резервов
Денежно-кредитная политика	отрицат. (-)	Отсутствие возможности воздействия на экономику путем изменения денежной массы	положит. (+)	Возможность проведения самостоятельной валютной и финансовой политики с использованием рыночных инструментов
Регулирование платежного баланса	отрицательное (-)	Необходимость государственных мер по стабилизации платежного баланса	положительное (+)	«Автоматическая стабилизация» платежного баланса за счет рыночных механизмов без ощутимых потерь валютных резервов
		Повышение зависимости хозяйствующих субъектов от мер, предпринимаемых правительством, и его компетентности		

Окончание табл. 4.5

Показатель	Влияние (+/-)	Фиксированный режим	Влияние (+/-)	Плавающий режим
Отражение экономического положения страны	отрицательное (-)	Не отражает	положительное (+)	Отражает
		Отсутствие возможности ориентации в реальной рыночной конъюнктуре для хозяйствующих субъектов		Наличие возможности ориентации в рыночной конъюнктуре и поддержании конкурентоспособности за счет рыночных механизмов
		Создание условий и возможность их изменения со стороны государства для функционирования хозяйствующих субъектов		Возможность улучшения рыночных условий для отдельных субъектов при использовании «грязного плавания»
Устойчивость валютного рынка и экономики к внешнему воздействию.	отрицательное (-)	Низкая	положительное (+)	Повышенная
		Зависит от действий государства		Обеспечивается рыночными механизмами
		Характер реакции замедленный. Способствует возникновению спекулятивных атак		Характер реакции быстрый, гибкий

Режимы валютного курса непосредственно влияют на платежный баланс, который состоит из счетов текущих операций и счетов капитальных операций, включает движение капитала, финансовые инструменты и резервные активы. Механизм влияния фиксированного и плавающего валютного курсов на экономику различен, что представлено на рис. 4.4–4.5.

При фиксированном режиме валютного курса уравнение платежного баланса имеет следующий вид:

$$BP = Xn + CF - \Delta R = 0,$$

где BP — платежный баланс (balance of payments); Xn — баланс счета текущих операций; CF — баланс счета движения капитала; ΔR — изменение величины валютных резервов.

Иначе

$$Xn + CF = \Delta R.$$

Графически механизм адаптации при фиксированном валютном курсе представлен на рис. 4.4.

После смещения равновесия из точки A [5; 2] (курс национальной валюты — пять единиц) под воздействием возрастающего спроса на иностранную валюту с D до D' формируется дефицит в точке B [6; 2]. Продажа государством иностран-

ной валюты из валютных резервов (2 единицы) ведет к увеличению предложения иностранной валюты с S до S' и сокращению спроса на нее до D'' , что устанавливает новое равновесие в точке A' . Если продажа валютных резервов не осуществляется, то государству необходимо будет провести девальвацию национальной валюты (до семи единиц).

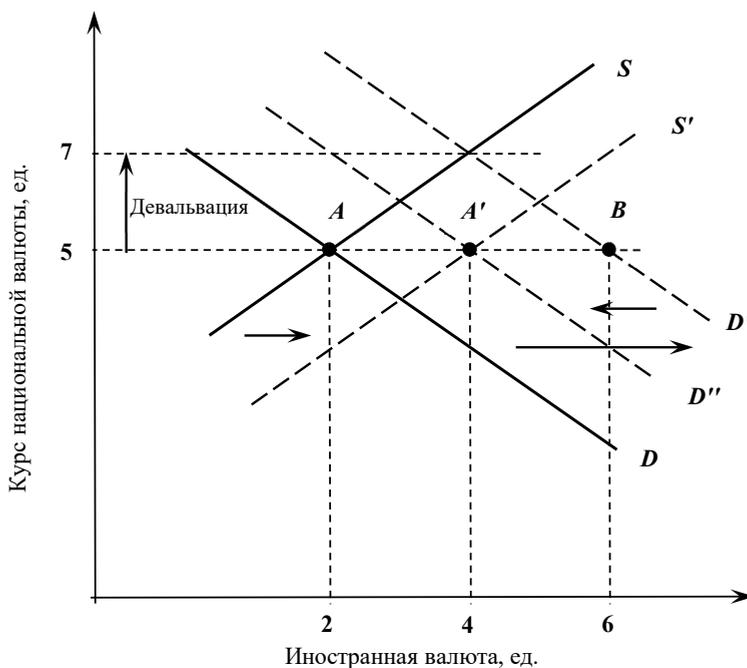


Рис. 4.4. Механизм адаптации при фиксированном валютном курсе

При режиме фиксированного валютного курса особое значение приобретают объемы валютных резервов государства и возможность их регулирования, а также наличие профицита или дефицита платежного баланса. В случае хронического профицита платежного баланса происходит чрезмерное накопление валютных резервов. При этом фиксированный валютный курс поддерживается за счет увеличения предложения национальной валюты, что может спровоцировать повышение уровня инфляции. В случае хронического дефицита платежного баланса имеет место обратная ситуация истощения валютных резервов в ходе увеличения предложения иностранной валюты для поддержания фиксированного валютного курса. Истощение валютных резервов или опасение инфляции может привести к вынужденному изменению валютного курса государством.

При использовании фиксированного режима валютного курса официальное изменение валютного курса может быть направлено как на повышение, так и на понижение валютного курса, т. е. имеют место ревальвация и девальвация. *Ревальвацией* (revaluation) называют официальное повышение валютного курса

национальной валюты; *девальвацией* (devaluation) — официальное снижение валютного курса национальной валюты. Понятия девальвации и ревальвации используются в условиях фиксированного валютного курса.

При плавающем (floating) или гибком (flexible) валютном курсе уравнение платежного баланса будет выглядеть следующим образом:

$$BP = Xn + CF = 0.$$

Иначе

$$Xn = -CF.$$

Регулирование платежного баланса осуществляется рыночными механизмами. Установление курса валюты происходит путем взаимодействия спроса и предложения на валютном рынке посредством притока и оттока капитала без дополнительного вмешательства государства, т. е. текущие операции платежного баланса уравниваются движением, и наоборот. Дефицит платежного баланса сопровождается снижением курса национальной валюты. Снижение курса национальной валюты связано с пониженным спросом на товары и финансовые активы страны по сравнению со спросом на иностранные товары и активы, что приводит к повышению спроса на иностранную валюту.

Графически механизм адаптации при плавающем валютном курсе представлен на рис. 4.5.

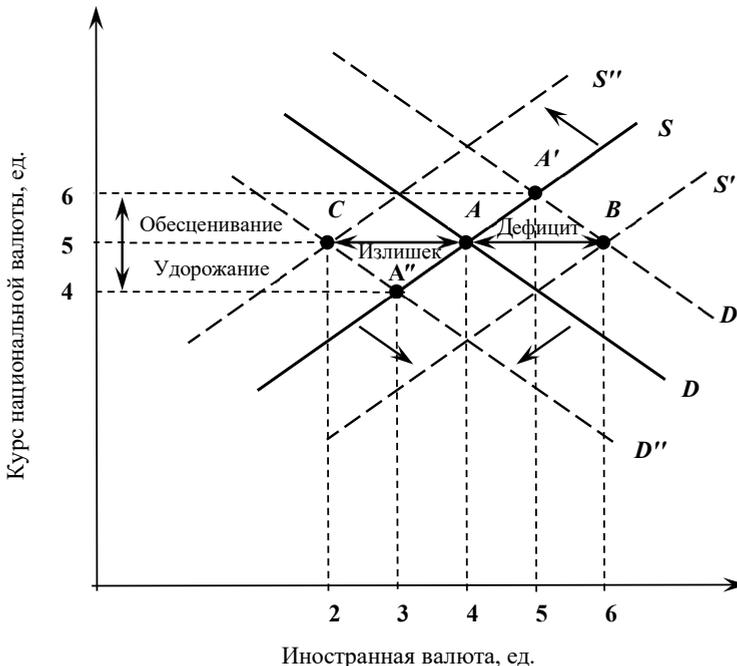


Рис. 4.5. Механизм адаптации при плавающем валютном курсе

Смещение равновесия из точки A [5; 4] при фиксированном предложении и повышении спроса на иностранную валюту с D до D' приведет к дефициту иностранной валюты и обесцениванию национальной с установлением нового равновесия в точке A' [4; 3]. Аналогично устанавливается равновесие при изменении предложения иностранной валюты и фиксированном спросе на нее.

При использовании режима плавающего валютного курса возможно обесценивание и удорожание валюты. Обесцениванием валюты (depreciation) называют снижение курса валюты. Удорожанием валюты (appreciation) — повышение курса валюты. Снижение курса национальной валюты сопровождается удешевлением товаров, производимых в стране, на международном рынке, что способствует увеличению объемов экспорта и притоку капиталов в страну. Отток капитала означает, что страна инвестирует излишки средств, полученных в рамках текущих экономических операций, за рубежом. Это происходит потому, что страна продает за границу больше товаров и услуг, чем покупает, в этом случае появляются внешние сбережения. Искать негативный подтекст здесь нельзя: отток капитала, скорее, говорит о хорошем спросе на продукцию страны-экспортера за рубежом, но в определенных условиях разместить эти деньги на счете в иностранном банке не представляется возможным, например, по причине наложения санкций. Профицит платежного баланса означает повышенный спрос на товары и финансовые активы страны по сравнению с иностранными, что повышает спрос на национальную валюту и, следовательно, ее валютный курс. Повышение курса национальной валюты сопровождается удорожанием товаров, производимых в стране, на международном рынке и приводит к снижению объемов экспорта, повышению объемов импорта и оттоку капиталов из страны, что снижает валютный курс и автоматически без государственного вмешательства восстанавливает равновесие платежного баланса. Интерпретация изменения валютного курса при различных режимах валютного курса представлена в табл. 4.6.

Таблица 4.6

**Интерпретация изменения валютного курса
при различных режимах валютного курса**

<i>Изменение стоимости валюты</i>	<i>Режим валютного курса</i>			
	<i>Фиксированный курс</i>		<i>Плавающий курс</i>	
	<i>Национальная валюта</i>	<i>Иностранная валюта</i>	<i>Национальная валюта</i>	<i>Иностранная валюта</i>
Снижение курса национальной валюты	Девальвация	Ревальвация	Обесценивание	Подорожание
Повышение курса национальной валюты	Ревальвация	Девальвация	Подорожание	Обесценивание
Снижение обменного курса	Ревальвация	Девальвация	Подорожание	Обесценивание
Повышение обменного курса	Девальвация	Ревальвация	Обесценивание	Подорожание

Выбор страной того или иного режима валютного курса определяется следующими факторами:

- принципы и состояние мировой валютной системы;
- экономические цели правительства страны;
- состояние и уровень развития экономики страны, включая открытость и степень интеграции в мировое пространство, финансовую устойчивость;
- состояние и уровень развития производства в стране, включая диверсифицированность производства, уровень конкурентоспособности товаров, производимых в стране;
- мобильность факторов производства;
- особенности международной торговли;
- состояние платежного баланса страны;
- наличие валютных резервов и действенность механизмов их формирования;
- конвертируемость национальной валюты;
- общественный, политический и инвестиционный климат в стране.

Несмотря на существенный перечень факторов, влияющих на выбор режима валютного курса, и их сочетаний можно привести типичные условия, как правило, приводящие к выбору фиксированного или плавающего валютного курса:

<i>Фиксированный валютный курс</i>	<i>Плавающий валютный курс</i>
«небольшая» экономика	относительно «большая» развитая экономика
слабо развитые международные коммерческие связи	высокий уровень интеграции в международную экономическую систему
отсутствие тесной взаимосвязи производства и внешней торговли	наличие непосредственной взаимосвязи производства и внешней торговли
общая финансовая нестабильность в стране, связанная с краткосрочными внутренними конъюнктурными колебаниями	наличие стабильной, устойчивой, диверсифицированной, конкурентоспособной экономической системы
отсутствие развитого финансового рынка	наличие сформированного развитого финансового рынка
частичная конвертируемость или отсутствие конвертируемости национальной валюты	наличие свободно конвертируемой национальной валюты

Фиксация валютных курсов возможна одной страной и группой стран. Последнее может иметь место для стран, имеющих тесные торговые связи, при краткосрочных колебаниях конъюнктурного характера на финансовом рынке или подготовке перехода к единой валюте. Например, как в случае перехода европейских стран к единой валюте (европейская «валютная змея»). Условием применения фиксированного валютного курса является наличие необходимого и достаточно-го объема валютных резервов, за счет которых поддерживаются установленные курсовые соотношения. Кроме собственных валютных резервов для поддержания фиксированных валютных курсов могут быть использованы средства МВФ, предоставляемые в формате кредита стэнд-бай.

Заметим, что использование фиксированного режима валютного курса не только накладывает существенные ограничения на действия правительства, особенно при отрицательном сальдо платежного баланса, но и само может привести к таким нежелательным последствиям, как дефицит платежного баланса, формирование или усиление внешнеэкономических диспропорций, недостаточность уровня валютных резервов. Эти негативные явления могут быть следствием проблем в сфере материального производства при отсутствии мер по кардинальной перестройке экономики.

Переход от фиксированного к плавающему валютному курсу, особенно при отрицательном сальдо платежного баланса, может быть сопряжен с дополнительными проблемами, в частности, использованием инфляционной политики. Переход к плавающему валютному курсу может носить естественный (в случае соблюдения условий эффективности использования плавающего курса) и вынужденный характер. Причинами вынужденного перехода к плавающему валютному курсу являются:

- неуравновешенность платежных балансов;
- недостаточность валютных резервов для поддержания фиксированного валютного курса;
- необходимость ограничения развития «черного» валютного рынка;
- реакция на внешние «шоковые воздействия», например, повышение мировых цен на импорт, снижение мировых цен на экспорт, резкое ухудшение условий торговли и т. п.

В нестандартных ситуациях для стимулирования развития внешнеэкономической деятельности (нетрадиционных видов экспорта) страны могут прибегать к режиму множественности валютных курсов или режиму двойного валютного рынка. Данный режим валютного курса дает возможность регулирования платежного баланса без использования количественных ограничений и характеризуется одновременным наличием двух валютных курсов:

- официального валютного курса, поддерживаемого на высоком уровне для сдерживания роста цен на импортируемые товары;
- плавающего валютного курса для проведения операций, связанных с движением капитала.

Режимы валютного курса не ограничиваются плавающим и фиксированным, существует достаточно большое количество их разновидностей. Рассмотрим перечень возможных разновидностей режимов валютного курса и их краткую характеристику:

<i>Режим валютного курса</i>	<i>Характеристика</i>
Без собственного законного средства платежа (отсутствие национальной валюты)	<ul style="list-style-type: none"> – использование в качестве законного платежного средства иностранной валюты; – отказ от собственной денежно-кредитной политики; – является жесткой формой фиксации валютного курса

<i>Режим валютного курса</i>	<i>Характеристика</i>
Валютное правление (валютный совет/золотой стандарт)	<ul style="list-style-type: none"> – полное обеспечение денежной базы валютными или золотыми резервами по фиксированной ставке обмена; – центральный банк не выполняет функции денежно-кредитного регулятора и кредитора последней инстанции; – используется в переходный период для ограничения инфляции; – относится к фиксированным валютным курсам
Единая валюта (валютный союз/отсутствие раздельного платежного средства)	<ul style="list-style-type: none"> – замена независимых валют на единую, вновь созданную или уже существующую; – потеря страной денежно-кредитного суверенитета
Традиционная фиксация к якорной валюте или валютному композиту	<ul style="list-style-type: none"> – формальная или неофициальная привязка курса национальной валюты к курсу иностранной валюты или стоимости валютной корзины; – валютная корзина состоит из валют стран основных торговых или финансовых партнеров страны, для каждой валюты устанавливается удельный вес в зависимости от распределения объемов торговли или движения капитала; – установление жесткого ограничения колебания валютного курса: в диапазоне $\pm 1\%$ от центрального паритета или разница между максимальным и минимальным курсом, которая не должна превышать 2% в течение двух месяцев; – относится к фиксированным валютным курсам
Режим стабилизированного курса	<ul style="list-style-type: none"> – аналог традиционной фиксации к якорной валюте или валютному композиту; – увеличение свободы действий за счет расширения диапазона колебания валютного курса ($\pm 2\%$); – относится к переходным режимам валютного курса
Ползущая привязка	<ul style="list-style-type: none"> – достижение определенного значения валютного курса путем периодического проведения центральным банком частых и мелких валютных интервенций (1–2 раза в месяц); – может быть запаздывающей (при компенсации накопленного дифференциала количественного индикатора девальвацией) или опережающей (при соответствии девальвации прогнозного дифференциала)
Фиксация в установленных пределах (целевые зоны)	<ul style="list-style-type: none"> – устанавливаются возможные пределы колебания валютного курса; – при выходе валютного курса из установленного диапазона центральным банком проводятся валютные интервенции (для возвращения валютного курса в разрешенный диапазон)
Корректируемая фиксация	<ul style="list-style-type: none"> – фиксация валютного курса на продолжительное время директивными или рыночными методами на определенном уровне или с незначительными пределами колебаний; – изменение уровня фиксации при макроэкономическом дисбалансе или значительном давлении на валютный курс; – относится к переходным режимам валютного курса
Фиксация в рамках горизонтального коридора	<ul style="list-style-type: none"> – формальная или неофициальная привязка курса национальной валюты к стоимости валютной корзины; – свободное колебание валютного курса в определенном диапазоне к стоимости валютной корзины;

<i>Режим валютного курса</i>	<i>Характеристика</i>
Фиксация в рамках горизонтального коридора	– установление диапазона колебаний валютного курса к валютной корзине в размере $\pm 1\%$ от формального или неофициального паритета; – относится к переходным режимам валютного курса
Фиксация в рамках наклонного (ползущего) коридора	– свободное изменение (плавание) валютного курса в рамках $\pm 1\%$ от формального или неофициального центрального паритета; – периодическая корректировка центрального паритета; – наклонный коридор имеет запаздывающий или опережающий характер; – относится к переходным режимам валютного курса
Свободное плавание (чистое плавание)	– формирование курса только под воздействием рыночных спроса и предложения; – возможность проведения центральным банком разовых валютных интервенций для сглаживания и предотвращения чрезмерных колебаний валютного курса, идущих в разрез с фундаментальными макроэкономическими факторами; – относится к режиму плавающего валютного курса
Управляемое плавание (грязное плавание)	– проведение центральным банком валютных интервенций на систематической основе для сглаживания колебаний валютного курса; – направление и частота коррекции валютного курса определяются исходя из состояния платежного баланса страны, объемов валютных резервов, конъюнктуры валютного рынка и т. д.; – жесткость управления валютным курсом определяется интенсивностью и эффективностью валютных интервенций центрального банка; – относится к режиму плавающего валютного курса

Впервые классификация режимов валютных курсов была представлена в 1950 г. Впоследствии МВФ неоднократно пересматривал ее, внося уточнения и дополнения, что привело к введению 2 февраля 2009 г. классификации, включающей три основных режима валютных курсов: фиксированного, переходного, плавающего и их разновидностей (уточняющих названий режимов валютных курсов). Классификация также включает прочие режимы, устанавливаемые по договоренности, которые не могут быть отнесены к стандартным режимам. Данная классификация действует до настоящего времени и постоянно совершенствуется в плане методологии с целью обеспечения объективности обмена валют, повышения прозрачности деятельности стран в сфере выбора и применения режима валютного курса. В таблице 4.7 представлены классификация и примеры применения режимов валютного курса.

Выбор страной режима валютного курса должен находиться в полном соответствии с макроэкономической ситуацией, складывающейся в стране. В противном случае, как показывает международный опыт, возможно ухудшение экономической ситуации, углубление существующих и возникновение новых проблем.

Таблица 4.7

Режимы валютных курсов согласно МВФ¹

<i>Режим валютного курса</i>	<i>Уточняющее название режима валютного курса</i>	<i>Применение</i>
Фиксированный	Режим без собственного законного средства платежа	Количество стран — 13: – доллар США (Восточный Тимор, Маршалловы острова, Микронезия, Сальвадор, Эквадор, Палау, Панама); – евро (Косово, Черногория, Сан-Марино); – австралийский доллар (Кирибати, Науру, Тувалу)
	Режим валютного правления или валютного совета	Количество стран — 11: – доллар США (Гонконг, Гренада, Доминика и др.); – евро (Босния и Герцеговина, Болгария); – валютная корзина (Бруней-Даруссалам)
	Прочие традиционные режимы фиксированного курса	Количество стран — 41: – доллар США (Бахрейн, Багамы, Ирак, Иордания, Катар, ОАЭ, Оман, Саудовская Аравия, Туркменистан и др.); – евро (Бенин, Гвинея Бисау, Мали, Нигер, Республика Конго, Сенегал, Камерун, Того, Чад и др.); – валютная корзина (Фиджи, Ливия); – южноафриканский рэнд (Лесото, Намибия, Эсватини); – индийская рупия (Бутан, Непал); – прочие
Переходный	Режим стабилизированного курса	Количество стран — 23: – доллар США (Гайана, Ливан, Мальдивы, Тринидад и Тобаго); – евро (Хорватия, Северная Македония); – валютная корзина (Мароко, Вьетнам); – денежные агрегаты (Боливия, Кыргызская республика, Таджикистан, Танзания, и др.); – прочие
	Фиксированный курс с возможностью корректировки	Количество стран — 3: – доллар США (Гондурас, Никарагуа); – валютная корзина (Ботсвана)
	Прочие режимы с возможностью корректировки курса	Количество стран — 23: – доллар США (Камбоджа, Либерия); – валютная корзина (Сингапур); – денежные агрегаты (Алжир, Бангладеш, Доминиканская республика, Египет, Монголия, Руанда, Румыния, Узбекистан и др.) – прочие

¹ International Monetary Fund (2021). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020. Washington, DC : IMF. URL: <https://clck.ru/33JwJB> (дата обращения: 10.12.2021).

Окончание табл. 4.7

<i>Режим валютного курса</i>	<i>Уточняющее название режима валютного курса</i>	<i>Применение</i>
Переходный	Фиксированный курс в рамках горизонтального коридора	Количество стран — 0
	Прочие режимы управляемого курса	Количество стран — 15: – валютная корзина (Кувейт, Сирия); – денежные агрегаты (Аргентина, Афганистан, Венесуэла, Гамбия, Кения, Китай, Мьянма, Пакистан, Сьерра-Леоне и др.); – прочие
Плавающий	Плавающий курс (управляемое плавание)	Количество стран — 32: Белоруссия, Бразилия, Венгрия, Грузия, Индия, Израиль, Казахстан, Корея, Колумбия, Малайзия, Молдова, Новая Зеландия, Таиланд, Турция, Украина, Чили, Швейцария, Южная Африка и др.
	Свободно плавающий курс	Количество стран — 31: США, страны зоны Евро, Япония, Австралия, Канада, Мексика, Норвегия, Россия, Соединенное Королевство и др.

Обратимся к рассмотрению режима валютного курса и хронологии его изменения в Российской Федерации.

1999 г. — объявление Банка России о переходе к режиму управляемого плавающего валютного курса.

2005 г. — начало использования Банком России рублевой стоимости бивалютной корзины в качестве операционного ориентира курсовой политики. В состав бивалютной корзины включены доллар США и евро, определена структура бивалютной корзины, зависящая от роли валюты во внешнеэкономических операциях России. Структура бивалютной корзины и ее изменение представлены в табл. 4.8. Установлен интервал допустимых значений для стоимости бивалютной корзины (операционный интервал). Валютные интервенции Банка России осуществляются начиная с границ операционного интервала и за его пределами с целью не допустить выхода валютного курса за пределы установленного интервала. Систематический пересмотр границ операционного интервала происходит в соответствии с тенденциями показателей платежного баланса страны и конъюнктуры внутреннего валютного рынка.

2009 г. (февраль) — переход к механизму автоматической корректировки операционного интервала в зависимости от объемов проводимых валютных интервенций.

2010 г. (октябрь) — отмена фиксированных границ изменения стоимости бивалютной корзины (операционного интервала). Начало поэтапного уменьшения объемов целевых валютных интервенций в рамках постепенного перехода к режиму плавающего валютного курса до 2015 г.

2014 г. (13 января) — объем целевых валютных интервенций установлен в размере ноль долл. США в день.

2014 г. (10 ноября) — упразднение Банком России действовавшего механизма курсовой политики: отмена интервала допустимых значений стоимости бивалютной корзины (операционного интервала) и регулярных интервенций на границах указанного интервала и за его пределами. При этом Банк России сохранил за собой право использования валютных интервенций в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

Таблица 4.8

Структура бивалютной корзины в России

<i>Период действия</i>		<i>Структура корзины</i>	
		<i>Доля долл. США</i>	<i>Доля евро</i>
01 февраля 2005	14 марта 2005	0,90	0,10
15 марта 2005	15 мая 2005	0,80	0,20
16 мая 2005	31 июля 2005	0,70	0,30
01 августа 2005	30 ноября 2005	0,65	0,35
01 декабря 2005	07 февраля 2007	0,60	0,40
08 февраля 2007	10 октября 2014	0,55	0,45

Изучив понятие валютного курса, факторы и режимы, влияющие на него, углубим представление о валютном курсе и рассмотрим классификацию валютных курсов:

<i>Признак классификации</i>	<i>Вид валютного курса</i>
По способу фиксации	– фиксированный; – плавающий; – переходный (смешанный)
В зависимости от метода котировки	– основанный на прямой котировке; – основанный на косвенной котировке
По отношению к участникам сделки	– покупателя (покупки); – продавца (продажи); – средний курс
По способу расчета	– паритетный; – фактический
По отношению к паритету покупательной способности	– соответствующий паритету; – завышенный; – заниженный
По виду валютной сделки	– кассовый; – срочный (форвардный); – кросс-курс
По способу установления валютного курса	– официальный; – неофициальный

Перед подробным изучением видов валютных курсов, приведенных выше, рассмотрим форму записи валютных курсов. Стандартная запись валютного курса представлена на рис. 4.6.

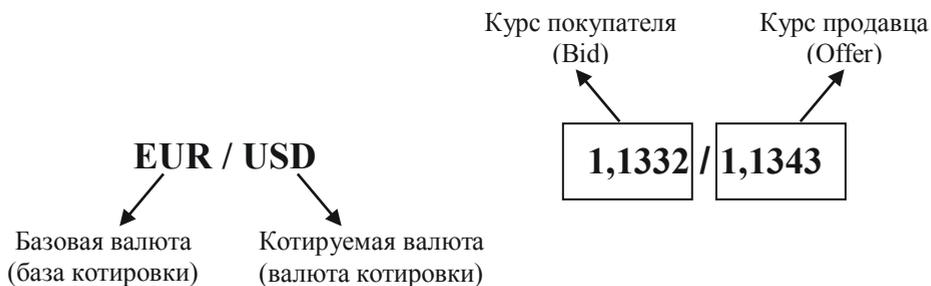


Рис. 4.6. Вид стандартной полной записи валютного курса

При записи любого валютного курса указываются два вида валют, разделяемых знаком «слеш» («/»), которые составляют валютную пару. На первом месте (слева) находится базовая валюта, или база котировки (base currency), рассматриваемая как товар, цена на которую выражается в валюте, стоящей на втором месте в записи курса. На втором месте (справа) в записи валютного курса находится котируемая валюта, или валюта котировки (quote/counter currency), играющая роль денег, т. е. денежных единиц, в которых устанавливается цена на первую валюту. Так, если покупаются EUR (см. рис. 4.6), то это означает, что для этого платятся USD. Напротив, если продаются EUR, то получают USD. Основными на мировом валютном рынке принято считать четыре валютные пары:

- EUR/USD;
- GBP/USD;
- USD/JPY;
- USD/CHF.

При записи валютного курса числовые значения показывают количество котируемой валюты (стоящей на втором месте в записи курса), которое необходимо заплатить за единицу базовой валюты (стоящей на первом месте в записи курса). Установление курса на валютном рынке, как правило, осуществляется по двум сторонам:

- курс покупателя (Bid), указывается на первом месте (с левой стороны);
- курс продажи (Offer), указывается на втором месте (с правой стороны).

Точность установления (расчета) валютного курса, как правило, составляет четыре знака после запятой. Однако для некоторых валют точность может составлять два знака после запятой (например, японская иена — JPY). Целая часть числа валютного курса и два знака после запятой называются большой фигурой (big figure). На рисунке 4.7 большая фигура составляет 1,13. При отражении операций постоянные участники валютного рынка (дилеры) располагают информацией о большой фигуре и могут не указывать ее. Указание большой фигу-

ры необходимо в случаях подтверждения сделок, а также при постоянных резких колебаниях валютного курса на рынке. Для операций с частными лицами указание большой фигуры является обязательным, что позволяет избежать возможных ошибок. Оставшаяся часть числа валютного курса (третий и четвертый знаки после запятой) называется пунктами (points), или пипсами (pips). Пункты показывают минимально возможное изменение валютного курса. Для основных валют, торгуемых на рынке (доллары США, евро, фунты стерлингов, швейцарские франки и др.), минимальное изменение курса составляет 0,0001. Для японской иены — 0,01.

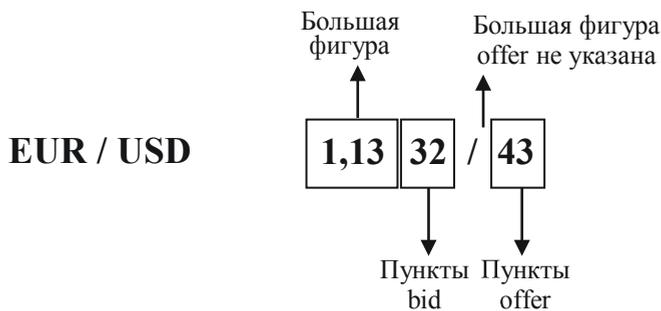


Рис. 4.7. Вид стандартной краткой записи валютного курса

Перейдем к более подробному рассмотрению видов валютных курсов, представленных в табличной форме выше. В зависимости от метода котировки различают валютные курсы, основанные на прямой и косвенной котировке.

Валютная *котировка* (от франц. *coter*) — установление курса пересчета иностранной валюты к национальной, или наоборот. Иначе говоря, валютная котировка — это определение курса валют. Прямой и косвенный методы котировки сложились исторически. Страны самостоятельно выбирают и законодательно закрепляют используемый в стране метод котировки валют.

При прямой котировке единица иностранной валюты приравнивается к определенному количеству национальной валюты. Иностранная валюта является базовой (базой для сравнения стоимости валют), а национальная валюта — котируемой. Традиционно прямая котировка используется большинством стран, включая Россию. Например, USD/CHF; USD/JPY; USD/CAD; USD/RUR и др. Пример записи курса валюты, основанного на прямой котировке, представлен на рис. 4.8.

При косвенной (обратной) котировке единица национальной валюты приравнивается к определенному количеству иностранной. Национальная валюта является базовой, а иностранная валюта — котируемой валютой.

Соотношение косвенной и прямой котировок можно выразить следующим образом:

$$\text{Косвенная котировка} = 1/\text{прямая котировка.}$$

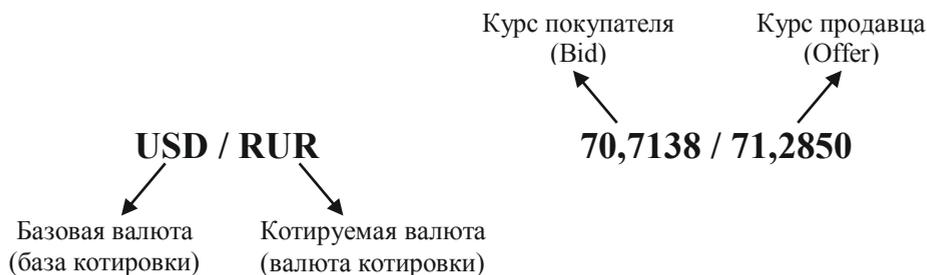


Рис. 4.8. Пример записи курса валюты, основанного на прямой котировке

Косвенная котировка в основном применяется в Великобритании и ряде стран Британского содружества (Австралия, Новая Зеландия и др.). Например, GBP/USD; AUD/USD; NZD/USD; EUR/USD и др. Эта традиция сохранилась со времен доминирования английского фунта стерлингов в международных расчетах. В настоящее время косвенная котировка применяется в США по некоторым валютам (например, евро, швейцарский франк, японская иена и др.) для облегчения работы на валютном рынке. Оба метода котировки являются равнозначными и единственными по своему экономическому содержанию, т. к. отражают единую сущность валютного курса.

По отношению к участникам сделки курсы валют разделяют на:

- курс покупателя (курс покупки) — курс, по которому банк покупает базовую валюту. Для обозначения курса покупателя используют термин Bid (полное — Bid Rate, сокращенное — BR);
- курс продавца (курс продажи) — курс, по которому банк продает базовую валюту. Для обозначения курса продавца используют термин Offer (полное — Ask Rate, сокращенное — AR);
- средний курс — курс без разделения курсов на курс покупателя и продавца.

Курс покупателя и курс продавца образуют так называемую полную котировку, пример которой представлен на рис. 4.6. Между сторонами полной валютной котировки всегда присутствует количественная разница. При этом курс продавца всегда больше курса покупателя. Разница между курсом продавца и покупателя называется спредом (spread) и может быть представлена в виде формулы:

$$BAS = AR - BR,$$

где *BAS* — продажно-покупной спред (Bid Ask Spread); *AR* — курс продавца (курс продажи); *BR* — курс покупателя (курс покупки).

Экономический смысл спреда может быть определен как выручка от покупки и продажи единицы базовой валюты. Умножение величины спреда на объем совершаемых операций формирует выручку или банковскую маржу от проведения конверсионных операций.

По способу расчета различают:

– паритетный валютный курс — расчетный курс, основанный на паритете покупательной способности валют и используемый в международном торговом обороте. Расчет паритетного курса проводится путем сопоставления цен на набор одинаковых товаров в двух странах;

– фактический валютный курс — валютный курс, складывающийся в экономической системе государства на определенный момент времени исходя из существующего в стране режима валютного курса.

Паритет покупательной способности валют — это соотношение между валютами, обеспечивающее их равновесную способность покупать стандартный набор товаров и услуг в соответствующих странах. Основой понятия паритета покупательной способности послужил закон единой (одной) цены, в соответствии с которым обменный курс одной валюты на другую может быть рассчитан как соотношение цен на товары в одной стране к ценам на товары в другой стране. Теория единой цены в начале XX в. послужила базой для создания теории абсолютного паритета покупательной способности, не получившей широкого распространения. Позднее создается теория относительного паритета покупательной способности. Теория относительного паритета покупательной способности объясняет зависимость изменения валютного курса от относительного изменения цен в странах и применяется для прогнозирования изменения валютного курса, оценки инфляции и т. п.

По отношению к паритету покупательной способности курс может сложиться на уровне паритета, быть заниженным или завышенным. Как правило, фактический валютный курс не соответствует паритетному. Кроме того, зачастую страны сознательно прибегают к манипулированию валютными курсами, тем самым искусственно занижая или завышая валютный курс с целью решения конкретных задач экономического развития. Отклонение фактического валютного курса от паритетного позволяет сделать выводы об особенностях валютной политики страны. Отклонение валютного курса от паритетного может оказать существенное влияние на внешнеторговые операции и движение капитала. Занижение курса национальной валюты повышает конкурентоспособность товаров страны на мировом рынке и способно стимулировать увеличение экспорта. Завышенный валютный курс создает возможности для развития импортных операций.

По виду валютной сделки валютные курсы подразделяются на:

– кассовый — курс, по которому осуществляются кассовые конверсионные валютные операции. Существует три вида кассовых курсов:

а) курс TOD (today) — курс на сегодня, или курс, по которому осуществляется операция TOD, предполагающая обмен валютами контрагентами на день заключения контракта;

б) курс TOM (tomorrow) — курс на завтра, или курс, по которому осуществляется операция TOM, предполагающая обмен валютами контрагентами на следующий рабочий день за днем заключения контракта;

в) курс СПОТ (spot) — курс валюты по сделке СПОТ, устанавливаемый при заключении сделки и предполагающий обмен валютами контрагентами не позднее второго рабочего дня со дня заключения сделки;

– срочный (форвардный) — курс валют, устанавливаемый при заключении срочной сделки на определенную дату в будущем (свыше двух рабочих дней с даты заключения сделки);

– кросс-курс (Cross Rate) — соотношение между двумя валютами, определяемое на основе приравнивания их курсов к третьей валюте. В качестве третьей валюты используется доллар США или евро. Иногда понятие кросс-курса распространяется на валютные курсы, не включающие доллар США. Необходимость в кросс-курсах возникает, если валютный курс не установлен, но необходим для совершения валютной операции. Значение основных кросс-курсов может быть получено из информационных источников (например, Томсон Рейтер (Thomson Reuters), Блумберг (Bloomberg)) или рассчитано участниками рынка самостоятельно.

Способ расчета кросс-курса зависит от метода котировок валютных пар, на основе которых проводится расчет кросс-курса. Рассмотрим ситуации расчета кросс-курсов для валютных пар, основанных на различных методах котировок.

1. Исходными являются валютные пары, для которых доллар США является базовой валютой (базой котировки), — прямые котировки.

Используется способ деления. Алгоритм расчета кросс-курса представлен в табл. 4.9.

Таблица 4.9

Алгоритм расчета кросс-курса при исходных прямых котировках

Валютная пара	Курс покупки (bid)	Курс продажи (offer)
Исходные курсы		
USD/валюта 1	Bid 1	Offer 1
USD/валюта 2	Bid 2	Offer 2
Кросс-курсы (расчетные)		
валюта 1/валюта 2	Bid 2/Offer 1	Offer 2/Bid 1
валюта 2/валюта 1	Bid 1/Offer 2	Offer 1/Bid 2

Пример 1. Рассчитать кросс-курсы CHF/GBP и GBP/CHF исходя из курсов USD/CHF = 0,9561/0,9570; USD/GBP = 0,7875/0,7885.

Расчет кросс-курсов приведен в табл. 4.10.

Таблица 4.10

Расчет примера 1

Валютная пара	Курс покупки (bid)	Курс продажи (offer)
Исходные курсы		
USD/CHF	0,9561	0,9570
USD/GBP	0,7875	0,7885

Окончание табл. 4.10

<i>Валютная пара</i>	<i>Курс покупки (bid)</i>	<i>Курс продажи (offer)</i>
Кросс-курсы (расчетные)		
CHF/GBP	$0,7875/0,9570 = 0,8229$	$0,7885/0,9561 = 0,8247$
GBP/CHF	$0,9561/0,7885 = 1,2126$	$0,9570/0,7875 = 1,2152$

Ответ: CHF/GBP = 0,8229/0,8247; GBP/CHF = 1,2126/1,2152.

2. Исходными являются валютные пары, для которых доллар США является базовой валютой (базой котировки) — прямая котировка, и котируемой валютой (валютой котировки) — косвенная котировка.

Используется способ умножения. Алгоритм расчета кросс-курса представлен в табл. 4.11.

Таблица 4.11

Алгоритм расчета кросс-курса при исходных прямой и косвенной котировках

<i>Валютная пара</i>	<i>Курс покупки (bid)</i>	<i>Курс продажи (offer)</i>
Исходные курсы		
валюта 1/USD	Bid 1 ↑	Offer 1 ↑
USD/валюта 2	Bid 2 ↓	Offer 2 ↓
Кросс-курс (расчетный)		
валюта 1/валюта 2	Bid 1 · Bid 2	Offer 1 · Offer 2

Пример 2. Рассчитать кросс-курс RUB/JPY исходя из курсов RUB/USD = 0,0146/0,0150; USD/JPY = 108,61/109,85.

Расчет кросс-курсов приведен в табл. 4.12.

Таблица 4.12

Расчет примера 2

<i>Валютная пара</i>	<i>Курс покупки (bid)</i>	<i>Курс продажи (offer)</i>
Исходные курсы		
RUB/USD	0,0146	0,0150
USD/JPY	108,61	109,85
Кросс-курс (расчетный)		
RUB/JPY	$0,0146 \cdot 108,61 = 1,59$	$0,0150 \cdot 109,85 = 1,65$

Ответ: RUB/JPY = 1,59/1,65.

3. Исходными являются валютные пары, для которых доллар США является котируемой валютой (валютой котировки) — косвенные котировки.

Алгоритм расчета аналогичен алгоритму расчета для исходных прямых котировок (см. табл. 4.9), т. е. используется способ деления.

Пример 3. Рассчитать кросс-курсы EUR/GBP и GBP/EUR исходя из курсов EUR/USD = 1,1294/1,1300; GBP/USD = 1,2698/1,2705.

Расчет кросс-курсов приведен в табл. 4.13.

Таблица 4.13

Расчет примера 3

<i>Валютная пара</i>	<i>Курс покупки (bid)</i>	<i>Курс продажи (offer)</i>
Исходные курсы		
EUR/USD	1,1294	1,1300
GBP/USD	1,2698	1,2705
Кросс-курсы (расчетные)		
EUR/GBP	$1,1294/1,2705 = 0,8889$	$1,1300/1,2698 = 0,8899$
GBP/EUR	$1,2698/1,1300 = 1,1237$	$1,2705/1,1294 = 1,1249$

Ответ: EUR/GBP = 0,8889/0,8899; GBP/EUR = 1,1237/1,1249.

Подводя итоги использованию способов расчета кросс-курсов исходя из курсов валют, основанных на различных видах котировок, сформируем итоговую табл. 4.14.

Таблица 4.14

Способы расчета кросс-курсов при различных исходных котировках

<i>Вид исходных котировок</i>	<i>Прямая котировка</i>	<i>Косвенная котировка</i>	<i>Кросс-курс</i>
Прямая котировка	Способ деления	Способ умножения	Способ деления
Косвенная котировка	Способ умножения	Способ деления	1. Трансформировать косвенную котировку в прямую котировку. 2. Способ деления
Кросс-курс	Способ деления	1. Трансформировать косвенную котировку в прямую котировку. 2. Способ деления	–

По способу установления курсы разделяют на:

- официальный — курс, который устанавливается и объявляется государственными органами;
- неофициальный — курс, который устанавливается и используется по договоренности контрагентами валютных операций.

Основным документом, регламентирующим установление официальных валютных курсов в России, является Указание Банка России от 14 марта 2019 г. № 5094-У «О порядке установления и опубликования Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю». Официальный курс иностранных валют устанавливается в соответствии с перечнем валют, определяемым Банком России (табл. 4.15).

Официальные курсы иностранных валют по отношению к рублю устанавливаются ежедневно (по рабочим дням) приказом Банка России, вступают в силу на следующий календарный день после дня установления и действуют до вступления в силу следующего приказа Банка России о курсах иностранных валют.

Таблица 4.15

Перечень иностранных валют, по которым ЦБ РФ устанавливает официальные валютные курсы по отношению к рублю РФ без обязательств Банка России покупать или продавать указанные валюты

<i>№</i>	<i>Цифровой код</i>	<i>Буквенный код</i>	<i>Валюта</i>
1	036	AUD	Австралийский доллар
2	944	AZN	Азербайджанский манат
3	051	AMD	Армянский драм
4	933	BYN	Белорусский рубль
5	975	BGN	Болгарский лев
6	986	BRL	Бразильский реал
7	348	HUF	Венгерский форинт
8	410	KRW	Вона Республики Корея
9	344	HKD	Гонконгский доллар
10	208	DKK	Датская крона
11	840	USD	Доллар США
12	978	EUR	Евро
13	356	INR	Индийская рупия
14	398	KZT	Казахстанский тенге
15	124	CAD	Канадский доллар
16	417	KGS	Киргизский сом
17	156	CNY	Китайский юань
18	498	MDL	Молдавский лей
19	934	TMT	Новый туркменский манат
20	578	NOK	Норвежская крона
21	985	PLN	Польский злотый
22	946	RON	Румынский лей
23	960	XDR	СДР (специальные права заимствования)
24	702	SGD	Сингапурский доллар
25	972	TJS	Таджикский сомони
26	949	TRY	Турецкая лира
27	860	UZS	Узбекский сум
28	980	UAH	Украинская гривна
29	826	GBP	Фунт стерлингов Соединенного королевства
30	203	CZK	Чешская крона
31	752	SEK	Шведская крона
32	756	CHF	Швейцарский франк
33	710	ZAR	Южноафриканский рэнд
34	392	JPY	Японская иена

4.2. Функции и участники валютного рынка

В процессе функционирования валютный рынок обеспечивает обслуживание мировой торговли, международного кредита, иностранных инвестиций и движения международного капитала, а также минимизирует риски валютных операций, что и определяет функции валютного рынка. Функции валютного рынка, их содержание и проявления представлены в табл. 4.16.

Таблица 4.16

Функции валютного рынка

<i>Наименование функции</i>	<i>Содержание функции</i>	<i>Проявление функции</i>
Трансфертная (трансграничная)	Обеспечение межстранового переноса покупательной способности валют	При импорте товаров, работ, услуг, инвестировании капитала, кредитовании и т. п. — удовлетворение потребности в проведении международных платежей через приобретение покупательной способности иностранной валюты
Клиринговая (расчетная)	Обеспечение возможности совершения операций по оплате реальными валютами и посредством расчетов по банковским счетам	При дебетовании/кредитовании банковских счетов (депозитов) в иностранной валюте в банках-корреспондентах за рубежом
Кредитная	Обеспечение источником краткосрочных кредитных ресурсов импортеров (заемщиков)	При отсрочке оплаты товаров покупателем. При оплате товаров, находящихся на стадии перевозки, в кредит
Страховая (хеджированная)	Обеспечение защиты от валютных и кредитных рисков	При совершении конверсионных валютных операций: – срочных (опцион, форвард, фьючерс, своп); – кассовых (спот)
Спекулятивная	Обеспечение возможности получения прибыли от совершения валютных операций	При изменении валютных курсов и процентных ставок по различным валютам во времени и пространстве
Связующая	Обеспечение взаимосвязи сегментов мирового финансового рынка	При использовании иностранных валют как инвестиционного актива
Регулирующая	Обеспечение возможности целенаправленного изменения валютного курса	При использовании механизмов рыночного и государственного регулирования
Проведения валютной политики	Обеспечение формирования условий для развития экономики страны, банков, корпораций	При использовании механизма и инструментов государственного регулирования. При создании правил/порядка поведения хозяйствующего субъекта (банка, корпорации и т. п.) на валютном рынке

Очевидно, что функции валютного рынка находятся в тесной взаимосвязи и практическое их разделение представляется достаточно проблематичным. Вероятным объяснением этой ситуации может служить сложность механизма функционирования рынка и возможность использования одних и тех же инструментов рынка для достижения различных целей, а следовательно, и реализации различных функций.

Рассмотрим институциональную составляющую валютного рынка, т. е. его участников.

1. Коммерческие банки

Коммерческие банки являются ключевыми участниками валютного рынка, т. к. проводят большую часть валютных операций. Операции с валютными ценностями осуществляются банками на основании лицензий. Банки, имеющие лицензии на проведение валютных операций, называются уполномоченными банками. Банки открывают и обслуживают счета других участников рынка, и существенная часть валютных операций банков связана с удовлетворением потребностей клиентов в проведении конверсионных операций, привлечении и размещении валютных средств, т. е. банки выполняют роль посредников между своими клиентами на валютном рынке. Существует мнение, что развитие интернет-технологий на валютных рынках приводит к ослаблению роли банков на этом сегменте финансового рынка.

Еще одной группой операций коммерческих банков на валютном рынке являются операции, проводимые банком в собственных интересах и за счет собственных средств. Банки присутствуют и активно работают на внебиржевом и биржевом рынках, но в большей степени валютный рынок является рынком межбанковских соглашений. Роль банков на валютном рынке не равнозначна: чем крупнее банк, тем большее влияние он может оказать на валютный рынок. Наибольшее влияние на мировой рынок оказывает деятельность крупнейших международных банков (транснациональных банков), которые совершают ежедневно операции на миллиарды долларов США. К числу таких банков можно отнести Barclays Bank, Deutsch Bank, Citibank, Swiss Bank Corporation и др. На национальные валютные рынки, особенно в условиях ограничения присутствия иностранного капитала в национальной банковской системе, максимальное влияние оказывают крупнейшие банки страны.

2. Предприятия и компании, осуществляющие внешнеторговые операции

Участие компаний в международном обмене товарами предполагает постоянную необходимость для импортеров в покупке и для экспортеров в продаже иностранной валюты за национальную. Это в конечном счете и создает устойчивый спрос и предложение на иностранные валюты. Чаще всего предприятия — участники внешнеторговой деятельности не имеют непосредственного выхода на валютные рынки и осуществляют валютные операции через обслуживающие их коммерческие банки. Особую роль среди участников рынка играют транснациональные корпорации, способные занимать доминирующее положение на рын-

ке благодаря своим оборотам и постоянной потребности в совершении валютных операций.

3. Центральные банки страны или группы стран

Роль центральных банков на валютном рынке двояка. С одной стороны, они выполняют функции регулятора внутреннего валютного рынка, осуществляя управление валютными резервами, организуют и контролируют проведение валютного контроля, устанавливают уровень процентных ставок по вложениям в национальной валюте и т. д. С другой стороны, центральные банки могут выступать непосредственными участниками валютного рынка, например в ходе проведения валютных интервенций, особенно в условиях применения фиксированного и переходного режима валютного курса или режима регулируемого плавления. Центральные банки стран способны оказать влияние не только на национальные валютные рынки, но и на мировой рынок в целом. Чем более сильной является экономика страны и чем более востребованной является валюта страны для проведения международных расчетов, тем больше влияние центрального банка страны на мировой валютный рынок.

К наиболее влиятельным центральным банкам можно отнести Федеральную резервную систему (US Federal Reserve) — центральный банк США, Европейский центральный банк, центральный банк Германии (Deutsche Bundesbank), Банк Великобритании (Bank of England), банк Японии (Bank of Japan), Народный Банк Китая (Bank of China).

4. Валютные биржи (чаще всего просто биржи)

Валютная (фондовая) биржа — инфраструктурный институт валютного рынка, предоставляющий услуги по организации и проведению покупки и продажи валюты, а также осуществляющий ее котировку, тем самым повышающий эффективность проведения валютных операций участниками валютного рынка. Развитие телекоммуникационных технологий сделало возможным непрерывное функционирование бирж и упростило как прямой доступ к услугам бирж, так и доступ через посредников. Крупнейшими на текущий момент являются Лондонская, Нью-Йоркская, Токийская биржи.

5. Брокерские компании (финансовые посредники)

Брокерские компании осуществляют посреднические функции на рынке, заключающиеся в сведении покупателей и продавцов валюты и проведении конверсионных валютных операций между ними. Оплата посреднических услуг брокерской компании, как правило, происходит в форме комиссии (процента от сделки или фиксированной суммы) или может быть заложена в котировку валюты (например, на FOREX). Брокерские компании, формирующие реальные курсы по заключенным сделкам, являются источником информации для банков о текущем уровне валютного курса.

6. Инвестиционные фонды

К инвестиционным фондам относят собственно инвестиционные фонды (паевые, биржевые), пенсионные фонды, взаимные фонды, хедж-фонды, страховые

компаний, трастовые фонды и т. п., осуществляющие профессиональное управление портфелями активов в рамках избранной стратегии инвестирования с размещением средств в ценные бумаги правительств и корпораций разных стран.

Особого внимания заслуживают хедж-фонды. *Хедж-фонд* (hedgefund) — частный инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц, действующий без регулирования или с минимальным нормативным регулированием и осуществляющий профессиональное управление портфелями активов. Деятельность хедж-фондов связана с проведением операций по страхованию (хеджированию) рисков и крупных спекулятивных операций. Масштабы деятельности хедж-фондов способны привести к резкому изменению курсов валют, что вызывает негативную реакцию со стороны стран их присутствия и запреты на деятельность таких фондов. Примерами подобных фондов являются фонд Дж. Сороса “Quantum”, фонды “Long Team Capital Management” и “Dean Witter”.

7. Физические лица

Совершают широкий спектр валютных операций по покупке, продаже, переводу валют, связанных с заграничным туризмом, получением и переводом заработной платы и т. д. Операции в основном носят несистематический характер и реализуются через посредников. В настоящее время физические лица Российской Федерации имеют доступ к торгам валютой на ПАО «Московская биржа» через своих брокеров (банки и инвестиционные компании) как на классический валютный рынок (лот 1000 единиц валюты), так и на рынок неполных валютных лотов (1 единица валюты).

Все участники валютного рынка в зависимости от характера деятельности могут быть разделены на несколько групп, представленных на рис. 4.9.



Рис. 4.9. Группы участников валютного рынка

Для поддержания ликвидности валютного рынка биржа заключает с крупными профессиональными участниками финансового рынка договор на исполнение функций маркетмейкеров. В договоре отражается минимальное количество лотов на продажу и покупку актива, заданный спред и время выполнения первых двух условий в течение торговой сессии.

При отнесении субъекта рынка к маркетмейкерам решающее значение в основном отводится следующим признакам:

- значительная доля субъекта в операциях, совершаемых на валютном рынке;
- наличие в распоряжении субъекта существенного объема собственных средств. Данный признак является неотъемлемым условием удержания значимой доли валютного рынка и определяет потенциальную возможность влияния на рынок;

- совершение валютных операций на систематической (постоянной) основе.

Благодаря наличию данных признаков маркетмейкеры регулируют спрос и предложение на валютном рынке, поддерживают его устойчивость и ликвидность.

Масштабы деятельности маркетмейкеров могут быть различными и распространяться на международный, региональный или рынки отдельных стран.

Пассивные участники рынка, или маркет-юзеры (от англ. market-user — пользователь рынка, пользующийся рынком) — это участники валютного рынка, которые используют для своих операций курс, установленный маркетмейкером. К характеристике маркет-юзеров относят:

- несущественную долю каждого субъекта в операциях на валютном рынке;
- несистематическое или разовое совершение операций на рынке.

Приведенные характеристики исключают возможность влияния на валютные курсы и рынок отдельным маркет-юзером. Вместе с тем совокупная доля операций всех маркет-юзеров на рынке может быть значительной, что не исключает возможности влияния на рынок в случае однонаправленного поведения под воздействием различных факторов (например, психологических).

Деление участников рынка на активных и пассивных признается достаточно условным. Так, средние и мелкие коммерческие банки по отношению к крупным коммерческим банкам выступают в роли пассивных участников рынка, но по отношению к собственным клиентам играют активную роль, устанавливая для них валютные курсы.

Регуляторы рынка (регулирующие органы) — органы, осуществляющие регулирование и контроль деятельности валютного рынка.

Посредники — участники валютного рынка, представляющие собой институты финансовых посредников, создающие условия для более эффективного совершения валютных операций между покупателями и продавцами валют.

Валютные рынки подразделяются на виды в зависимости от ряда классификационных признаков (рис. 4.10).

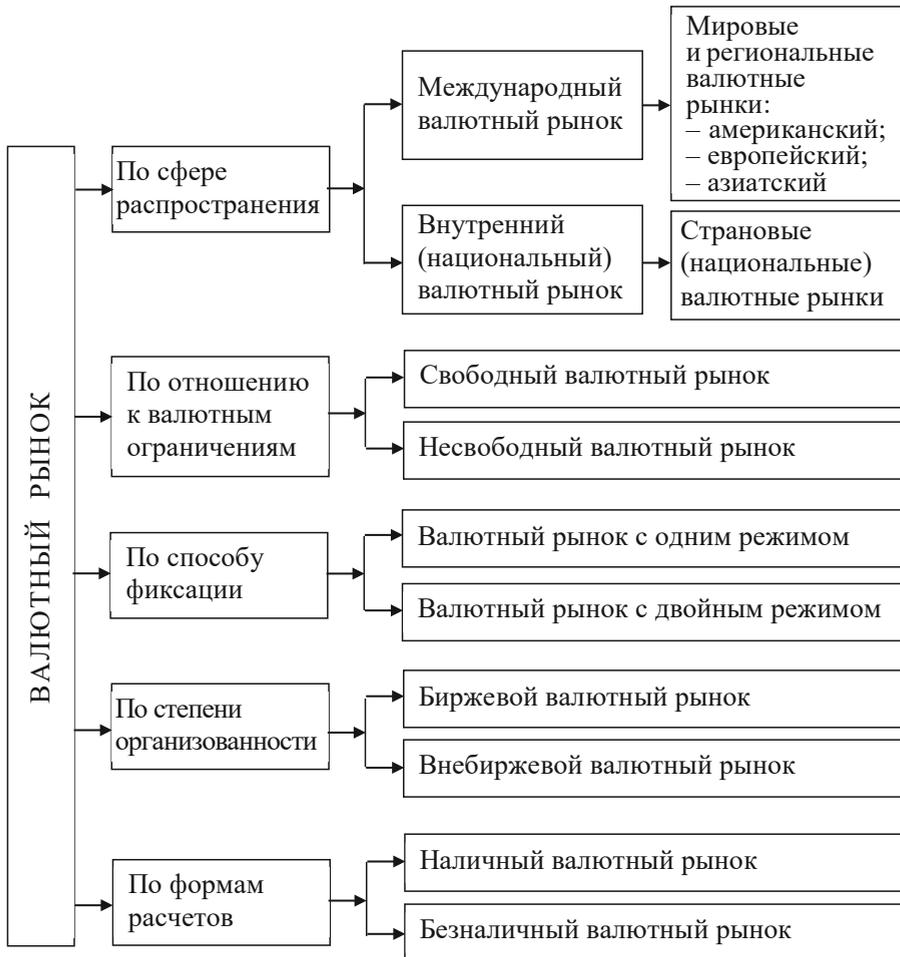


Рис. 4.10. Классификация валютных рынков

В зависимости от сферы распространения (пространственно-территориальный подход) валютные рынки делятся на международный и внутренний.

Международный валютный рынок — совокупность национальных валютных рынков, связанных системой коммуникаций. Особенностью международного рынка является объединение национальных рынков, обеспечение постоянного перелива капитала, направление которого зависит от текущего состояния, информации и прогнозов относительно возможного положения валют.

Режим функционирования международного валютного рынка носит непрерывный круглосуточный характер. Последовательность начала работы валютных рынков определяется часовым поясом по месту нахождения конкретного рынка. За нулевой меридиан принят Гринвичский меридиан, время на котором принято в качестве мирового (Greenwich Meridian Time — GMT). Рынки начинают рабо-

ту на Дальнем Востоке и в Новой Зеландии, а заканчивают в Северной Америке. Последовательность начала работы основных рынков следующая: Веллингтон (+11 GMT), Сидней (+9 GMT), Токио (+9 GMT), Гонконг (+8 GMT), Сингапур (+7 GMT), Москва (+3 GMT), Франкфурт-на-Майне (+1 GMT), Лондон (0 GMT), Нью-Йорк (–5 GMT), Лос-Анджелес (–8 GMT), рис. 4.11.

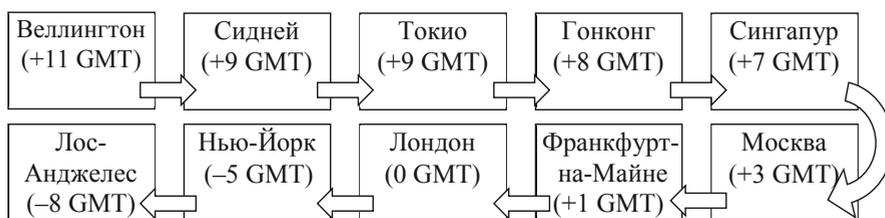


Рис. 4.11. Последовательность начала работы основных рынков

Международный валютный рынок включает в себя три сегмента (региональных рынка), центры которых определяются по наличию крупной валютной биржи:

- американский, с центрами в Нью-Йорке, Чикаго, Лос-Анджелесе;
- европейский, с центрами во Франкфурте-на-Майне, Лондоне, Цюрихе;
- азиатский, с центрами в Токио, Сингапуре, Гонконге, Мельбурне.

Внутренний (национальный) валютный рынок — валютный рынок одной страны.

По отношению к валютным ограничениям рынок делится на свободный и несвободный.

Свободным валютным рынком называют рынок без валютных ограничений.

Несвободный валютный рынок — рынок, на котором присутствуют валютные ограничения.

Валютные ограничения — это система государственных мер административного, экономического и организационного характера по установлению порядка совершения операций с валютными ценностями. Валютные ограничения являются одним из основных направлений и составной частью валютной политики государства. Цели и содержание валютных ограничений представлены на рис. 4.12.

Большое количество видов и форм валютных ограничений привело к использованию различных подходов к их систематизации. Наиболее распространенным подходом является использование в качестве классификационного признака вида валютной операции. При таком подходе ограничения делятся на ограничения по операциям, связанным с движением капиталов, и по текущим операциям платежного баланса. Классификация ограничений по данному признаку представлена на рис. 4.13.

В настоящее время в России действует несколько механизмов валютных ограничений по двум основным направлениям: в отношении уполномоченных банков и в отношении других участников рынка (резидентов и нерезидентов), рис. 4.14. Кроме разрешительно-запретительного характера обращает на себя внимание зеркальность мер в отношении банков и их клиентов.



Рис. 4.12. Цели и содержание валютных ограничений

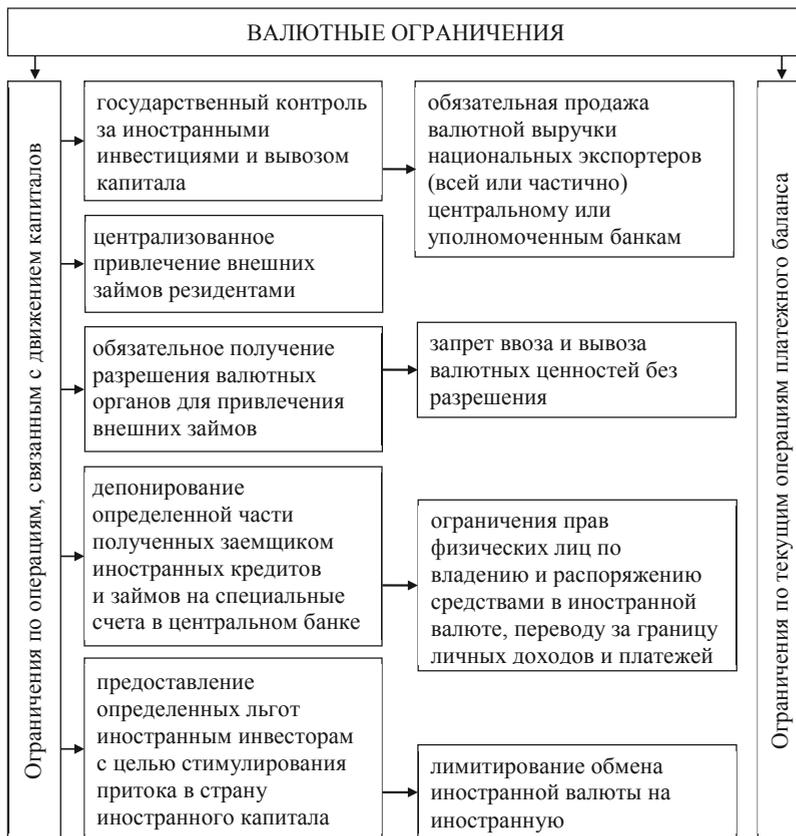


Рис. 4.13. Классификация валютных ограничений



Рис. 4.14. Механизмы валютных ограничений в РФ

По способу фиксации валютных курсов (видам валютных курсов) различают рынок с одним режимом и рынок с двойным режимом.

Рынок с одним режимом валютного курса — валютный рынок с плавающим валютным курсом, котировка которого устанавливается на биржевых торгах исходя из спроса и предложения на валюту.

Рынок с двойным режимом валютного курса — это рынок с одновременным применением фиксированного и плавающего валютных курсов. Данная мера направлена на регулирование движения капитала между национальным и международным рынками капиталов. Мера имеет защитный характер по отношению к национальному рынку, целью ее введения является ограничение и контроль влияния международного рынка капиталов на экономику государства.

По степени организованности (субъектный подход) валютные рынки могут быть биржевыми и внебиржевыми.

Биржевой валютный рынок — это рынок, операции на котором совершаются через биржу. Основными участниками биржевых торгов являются брокеры и дилеры, в роли которых чаще всего выступают коммерческие банки, инвестиционные компании.

Роль валютной биржи в России выполняет Публичное акционерное общество «Московская биржа». ПАО «Московская биржа» является основной площадкой валютных торгов в России, проводящей на постоянной основе торги максимальным количеством иностранных валют с использованием широкого спектра финансовых инструментов (табл. 4.17). Курс ПАО «Московская биржа» используется Банком России для установления официальных курсов иностранных валют к рублю.

Таблица 4.17

Инструменты, режимы и расписание торгов на ПАО «Московская биржа»¹

<i>Валютная пара</i>	<i>Сделки спот</i>	<i>Сделки своп и своп-контракты</i>	<i>Поставочные фьючерсные контракты</i>
USD/RUB	TOD, TDB, TOM, TMB, WAP, SPT (T+2), FIX	O/N, TOM/SPT, 1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 1Y	ММYY (03 — март, 06 — июнь, 09 — сентябрь, 12 — декабрь соответствующего года), LTV (T+3–366 дней во внесистемном режиме)
EUR/RUB	TOD, TDB, TOM, TMB, SPT (T+2), FIX	O/N, TOM/SPT, 1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 1Y	ММYY (03 — март, 06 — июнь, 09 — сентябрь, 12 — декабрь соответствующего года), LTV (T+3–366 дней во внесистемном режиме)
EUR/USD	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
CNY/RUB	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT, 1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M	ММYY (03 — март, 06 — июнь, 09 — сентябрь, 12 — декабрь соответствующего года), LTV (T+3–184 дней во внесистемном режиме)
USD/CNY	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
HKD/RUB	TOD, TOM	O/N	—
GBP/RUB	TOD, TOM	O/N	—
GBP/USD	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
CHF/RUB	TOD, TOM	O/N	—
USD/CHF	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
BYN/RUB	TOD, TOM	O/N	—
KZT/RUB	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT, 1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M	LTV (T+3–184 дней во внесистемном режиме)
USD/KZT	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
TRY/RUB	TOD, TOM	O/N	—
USD/TRY	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
JPY/RUB	TOD, TOM	O/N	—
USD/JPY	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT	—
GLD/RUB	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT, 1W, 1M, 6M	LTV (T+3–184 дней во внесистемном режиме)
SLV/RUB	TOD, TOM, SPT (T+2)	O/N, TOM/SPT, 1W, 1M, 6M	LTV (T+3–184 дней во внесистемном режиме)

¹ ПАО «Московская биржа» : [сайт]. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 15.07.2020).

Внебиржевой (межбанковский) валютный рынок — это совокупность участников валютного рынка (банков, брокерских компаний, юридических и физических лиц), осуществляющих на договорной основе валютные операции через коммерческие банки.

Широко известным примером международного внебиржевого рынка является рынок FOREX (Foreign Exchange). Рынок FOREX сформировался в середине 1970-х гг. после прекращения действия Бреттон-Вудской валютной системы при переходе к плавающим валютным курсам, и до настоящего времени опосредует большую часть международного движения капитала. На рынке FOREX совершаются конверсионные арбитражные валютные операции с возможностью получения прибыли от изменения валютного курса на международном рынке. В ходе арбитражных операций обязательно заключаются две разнонаправленные сделки на покупку и продажу валюты на одинаковые суммы.

По формам расчетов валютный рынок представлен наличным и безналичным рынками.

На наличном рынке проводятся конверсионные и иные валютные операции с использованием наличной формы расчетов через обменные пункты банков.

На безналичном рынке проводятся операции со средствами на счетах в банках, применяются установленные на международном уровне формы и инструменты безналичных расчетов.

Спектр операций валютного рынка достаточно широк, при этом большое распространение получили конверсионные валютные операции, рассмотрению которых посвящен следующий параграф.

4.3. Инструменты валютного рынка

В рамках валютно-кредитных отношений участники валютного рынка осуществляют большое количество операций с валютой и валютными ценностями, связанных с куплей-продажей, выдачей и получением валютных кредитов, а также проведением платежей в иностранных валютах.

Валютной *операцией* может быть названо любое соглашение между субъектами (участниками) валютного рынка, предметом которого является проведение обменных, депозитно-кредитных и расчетных операций с иностранной валютой.

Все валютные операции разделяют на три группы:

– *конверсионные* (обменные) валютные операции — это сделки между участниками валютного рынка по купле-продаже иностранных валют на основе согласованного курса и срока проведения операции;

– *депозитно-кредитные* (депозитно-ссудные) валютные операции — это сделки между участниками валютного рынка по привлечению в депозиты и размещению средств в иностранной валюте;

– *расчетные* валютные операции — это неторговые сделки с иностранной валютой между участниками валютного рынка по обслуживанию международных расчетов, в т. ч. с использованием пластиковых карт и т. п.

Все группы валютных операций находятся в тесной взаимосвязи. Кроме того, проведение депозитно-кредитных и расчетных валютных операций, как правило, сопровождается конверсионными валютными операциями. Так, проведению расчетов в иностранной валюте предшествует необходимость приобретения иностранной валюты за национальную. Для выдачи кредита необходимо приобрести иностранную валюту за национальную, а после возврата кредита провести обратную конвертацию иностранной валюты в национальную. Рассмотрим более подробно конверсионные валютные операции.

Конверсионные валютные операции принято разделять на кассовые и срочные (рис. 4.15). Основное отличие между кассовыми и срочными конверсионными операциями состоит в дате валютирования.



Рис. 4.15. Классификация конверсионных валютных операций

Дата валютирования (*value date*) — срок поставки валюты, т. е. дата, когда соответствующие валютные средства фактически поступают в распоряжение сторон по сделке. Часто дату валютирования определяют как дату (день или срок) поставки валют.

Фиксация даты валютирования ведется только по рабочим дням для валют, участвующих в сделке. Если день, на который должна приходиться дата валютирования, является нерабочим, хотя бы для одной из валют, то дата валютирования (срок поставки валюты) отодвигается на следующий день, являющийся рабочим для обеих валют.

Кассовые конверсионные операции (сделки с немедленной поставкой) — это конверсионные операции с датой валютирования, отстоящей от дня заключения сделки не более чем на два рабочих дня.

Кассовые операции традиционно являются широко распространенными и до настоящего времени занимают большую часть общего объема межбанковского валютного рынка.

В соответствии с датой валютирования различают три вида кассовых операций (см. рис. 4.15). Характеристика видов кассовых операций представлена в табл. 4.18.

Таблица 4.18

Характеристика видов кассовых конверсионных операций

<i>Вид кассовой операции</i>	<i>Определение</i>	<i>Дата валютирования</i>	<i>Основное назначение</i>
Сделка today (TOD)	Конверсионная операция с датой валютирования в день заключения сделки	День заключения сделки	Немедленная поставка валют
Сделка tomorrow (TOM)	Конверсионная операция с датой валютирования на следующий рабочий банковский день за днем заключения сделки	Рабочий день, следующий за днем заключения сделки	Немедленная поставка валют
Сделка spot (SPOT)	Конверсионная операция с датой валютирования не позднее второго рабочего банковского дня, следующего за днем заключения сделки	Второй рабочий день, следующий за днем заключения сделки	Немедленная поставка валют. Страхование (хеджирование) валютного риска. Проведение спекулятивных операций

На межбанковском валютном рынке большая часть кассовых конверсионных операций выполняется на условиях поставки валют на второй рабочий день за днем заключения сделки (сделки spot). Двухдневный срок проведения кассовых операций возник в ходе развития валютного рынка и конверсионных операций. До прорывного развития технологий по совершению сделок срок в два дня был достаточным для обмена валютами и выполнения условий сторонами по сделке. Курс спот (как и курсы по остальным кассовым операциям) фиксируется на дату заключения сделки, что позволяет хеджировать валютный риск. Данный курс показывает оценку валюты на момент проведения операции. Курс спот выступает основой для определения валютных курсов по другим видам сделок и срокам исполнения. Следует особо подчеркнуть популярность валютных сделок spot, связанную с их высокой ликвидностью, волатильностью и короткими сроками исполнения.

В отношении сделок, расчеты по которым проводятся на дату заключения сделки, на валютных рынках Северной Америки и других стран, связанных с этими рынками, может использоваться кассовый термин cash. Для европейских и восточных рынков более характерным является использование термина «сделки с расчетами в тот же день».

Срочные конверсионные валютные операции — это сделки по обмену валютами по заранее согласованному курсу, заключаемые сегодня, но с отложенной на определенный срок в будущем датой валютирования.

К отличительным чертам таких сделок можно отнести наличие временного разрыва между датой заключения сделки и ее исполнением. Фиксация курса производится на момент заключения сделки, позволяет использовать срочные конверсионные операции для хеджирования валютных рисков, что является основной целью их совершения. Общая сравнительная характеристика кассовых и срочных конверсионных валютных операций приведена в табл. 4.19.

Таблица 4.19

**Сравнительная характеристика
кассовых и срочных конверсионных валютных операций**

<i>Параметр сравнения</i>	<i>Кассовые конверсионные валютные операции</i>	<i>Срочные конверсионные валютные операции</i>
Дата валютирования	до двух рабочих дней с даты заключения сделки	свыше двух рабочих дней с даты заключения сделки
Основное назначение	– немедленная поставка валюты; – хеджирование валютных рисков (только сделки spot)	– хеджирование валютных рисков; – извлечение спекулятивной или арбитражной прибыли

К основным видам срочных конверсионных операций относят валютные форвардные и фьючерсные операции, валютные опционы и свопы.

Форвардный контракт (от англ. forward — вперед) — договор двух сторон по обмену валютами через определенное время по заранее определенному курсу, который должен завершиться действительной поставкой валюты.

На момент заключения форвардной сделки фиксируются: валюта, сумма, курс, дата платежа.

Форвардная сделка включает ряд основных условий:

- фиксация форвардного валютного курса на момент заключения сделки;
- передача валюты через определенный период времени. Сроки форвардных сделок могут составлять от 3 дней до 5 лет, но максимально распространены сроки 1, 2, 3, 6, 9 и 12 месяцев;
- как правило, отсутствие перевода задатков и других сумм в момент заключения сделки.

Форвардные контракты заключаются только на межбанковском рынке. Особенностью форвардов является отсутствие вторичного рынка и стандартизации условий, что делает этот инструмент максимально гибким и адаптируемым под любую конкретную операцию.

Существует несколько видов форвардных сделок.

1. Простая форвардная сделка (сделка аутрайт — outright) — договор двух сторон о предоставлении определенной суммы к установленному сроку по заранее фиксированному курсу.

Простейший вид форвардной сделки, используемый с 1970-х гг. (после перехода к плавающим режимам валютных курсов) как инструмент хеджирования валютного риска.

Сделка проводится с использованием простого форвардного курса, фиксируемого на дату заключения сделки. Простой форвардный курс определяется по формуле:

Простой форвардный курс = курс спот ± форвардные пункты.

В качестве синонимов термина «форвардные пункты» могут быть использованы термины «форвардная маржа» или «срочная (форвардная) разница».

В основе расчета форвардных пунктов лежат процентные ставки по депозитам на международном рынке по базовой и котируемой валютам.

Если форвардные пункты имеют положительное значение, то имеет место премия, которая должна прибавляться к курсу спот. Это означает, что простой форвардный курс выше курса спот, или что курс базовой валюты вырастет с течением времени.

Если форвардные пункты имеют отрицательное значение, то имеет место дисконт, который должен вычитаться из курса спот. Это означает, что простой форвардный курс ниже курса спот, или что курс базовой валюты снижается с течением времени.

Теоретически форвардные пункты могут быть равны нулю, при этом простой форвардный курс будет равен курсу спот, что означает отсутствие изменения курса базовой валюты с течением времени. Данная ситуация имеет место только в случае равенства процентных ставок по базовой и котируемой валютам.

Для расчета форвардных пунктов используется формула:

$$\text{Форвардные пункты} = \frac{\text{курс спот} \cdot \left(\frac{\% \text{ котируемой валюты}}{\% \text{ базовой валюты}} - \frac{\% \text{ базовой валюты}}{\% \text{ базовой валюты}} \right) \cdot \text{число дней}}{\% \text{ базовой валюты} \cdot \text{число дней} + 360 \cdot 100}$$

В качестве процентных ставок используются ставки, действующие в период времени, на который проводится расчет.

Как видно из формулы, для большинства валют количество дней в году (процентная база) принимается равным 360. Исключение составляют фунт стерлингов, канадский доллар, сингапурский доллар, российский рубль и ряд других валют, для которых необходимо использовать 365 или 366 дней. Формула может быть применена для любых валютных пар.

Существуют правила валютной котировки, которые следует учитывать при проведении расчетов:

– валюта с низкой процентной ставкой котируется на условиях форварда к валюте с высокой процентной ставкой с премией;

– валюта с высокой процентной ставкой котируется на условиях форварда к валюте с низкой процентной ставкой с дисконтом. Схема расчета простого форвардного курса приведена в табл. 4.20.

Таблица 4.20

Расчет простого форвардного курса

<i>Соотношение процентных ставок по базовой и котируемой валютам</i>	<i>Базовая валюта торгуется</i>	<i>Расчет простого форвардного курса</i>
% базовой валюты < % котируемой валюты	с премией	спот курс + премия
% базовой валюты > % котируемой валюты	с дисконтом	спот курс — дисконт

Расчет форвардного курса проводится маркетмейкерами, за что взимается плата в размере процента хеджирования:

$$\text{Процент хеджирования} = \frac{\text{форвардные пункты} \cdot 360 \cdot 100}{\text{форвардный курс} \cdot \text{число дней}}.$$

2. Брейк-форвард (break-forward) — договор двух сторон о предоставлении определенной суммы к установленному сроку по заранее фиксированному курсу, который может быть исполнен досрочно.

Использование брейк-форвардов началось в Великобритании с 1986 г.

Форвардный курс при данном виде форвардной сделки определяется по формуле:

$$\text{Форвардный курс} = \text{курс спот} + \text{репорт (или — депорт)},$$

где репорт = премия + комиссия банку; депорт = дисконт + комиссия банку.

Брейк-форвард сочетает в себе свойства форвардного контракта и опциона, предоставляя клиенту возможность выбора варианта поведения на рынке:

– вариант 1 — немедленное исполнение контракта до истечения его срока. Используется при условии благоприятного для клиента движения валютных курсов на рынке. Исполняется по ставке брейк, которая устанавливается банком и компенсирует убытки от преждевременного завершения контракта;

– вариант 2 — обмен валюты по установленному курсу с оплатой премии банку. Используется при условии снижения валютного курса на рынке ниже установленного договором предела.

3. Рейндж-форвард (range-forward) — договор двух сторон о предоставлении определенной суммы к установленному сроку с фиксированием определенного промежутка колебаний валютных курсов.

Начало применения рейндж-форварда — 1985 г.

При заключении сделки:

– устанавливаются пределы колебания валютных курсов;
– клиент банка выбирает одну из двух точек интервала и дату исполнения договора. Выбор верхней точки интервала позволяет получать прибыль. Выбор нижней точки интервала позволяет ограничивать потери;

– банк занимает противоположную точку, руководствуясь динамикой процентных ставок и предложения валюты.

Исполнение сделки предполагает два варианта:

– вариант 1 — исполнение договора по курсу спот на дату подписания контракта без премии в пользу банка. Реализуется в случае выхода валютного курса за рамки интервала на дату исполнения контракта;

– вариант 2 — исполнение договора по установленному на дату подписания контракта курсу с премией в пользу банка. Реализуется в случае нахождения валютного курса в рамках интервала на дату исполнения контракта.

В целом форвардные сделки обладают следующими основными преимуществами:

– возможность планирования финансового результата деятельности компаний — участниц внешнеторговой деятельности в различных временных горизонтах. Экспортер получает валютную выручку, которая продается на валютном рынке по заранее согласованному курсу и может быть оценена в национальной валюте еще до ее получения и продажи. Импортер приобретает валюту для оплаты обязательств по заранее согласованному курсу, оценивая свои затраты в национальной валюте;

– возможность хеджирования валютных рисков при отсутствии полной и точной информации о состоянии и тенденциях рынка. Фиксация валютных курсов на дату заключения контракта позволяет экспортерам застраховаться от нежелательного снижения курса иностранной валюты и повышения курса национальной, а импортерам, напротив, — от повышения курса иностранной и снижения курса национальной валюты;

– снижение рисков невыполнения контракта одной из сторон сделки. Посредник по контракту, которым является банк, при крупных сделках может завершить ее за свой счет.

Основные недостатки форвардных сделок:

– рост вероятности неплатежеспособности контрагента по мере роста периода форвардного контракта. Наиболее неблагоприятным вариантом развития событий является невозможность (отказ) от исполнения обязательств одной из сторон при выполнении обязательств другой стороной;

– снижение объемов средств и количества участников рынка при росте периода форвардного контракта. Недостаток непосредственно связан с ростом и завышением цен на форвардные контракты по мере увеличения сроков, что связано с диктатом со стороны маркетмейкеров;

– высокие риски завершения сделки за свой счет для маркетмейкеров при отказе одного из контрагентов от сделки. Несмотря на потенциальную возможность привлечения нового контрагента по сделке, эти риски обычно оцениваются как достаточно высокие и усиливаются по мере роста объемов и сроков сделки.

Следующая разновидность срочных конверсионных валютных операций — фьючерсные операции. Для валютных фьючерсов базовым активом выступает

иностранная валюта. Операции с финансовыми фьючерсами начали проводиться на International Monetary Market, являющейся дочерней структурой Chicago Mercantile Exchange (Чикагская коммерческая биржа), с 16 мая 1972 г.

Валютный *фьючерс* (currency future) — это стандартный биржевой договор на поставку базового актива (иностранной валюты) или исполнение обязательств расчетным путем в указанный срок по цене, которая устанавливается в момент заключения контракта и корректируется вариационной маржой по мере изменения котировальной (рыночной) цены данного контракта.

В соответствии с валютным фьючерсом одна сторона имеет обязательство на приобретение валюты, а другая — обязательство на продажу валюты по согласованной цене (курсу), при этом поставка (или расчет) валюты должна быть осуществлена в согласованный срок в будущем с ежедневным расчетом после открытия позиции (длинной и короткой) вариационной маржи.

Валютные фьючерсы по своему экономическому содержанию во многом схожи с форвардными контрактами, но имеют особенности, обусловленные технологией их реализации.

К особенностям фьючерсных контрактов относят следующие:

– торгуются только на бирже. Фьючерсные контракты обращаются на принципах централизованного клиринга (роль центрального контрагента выполняет биржа). Она и является гарантом исполнения обязательств как для продавца, так и для покупателя. Гарантия исполнения обязательств обеспечивается путем внесения расчетными фирмами (крупные брокерские компании) начальной гарантийной маржи (депозита) в клиринговую палату биржи или специализированный клиринговый центр, обслуживающий операции на бирже. Размер гарантийного вноса для всех расчетных фирм на срочном фондовом рынке составляет фиксированную величину (например, 10 млн руб. на ПАО «Московская биржа»). Для открытия длинной или короткой позиции каждый участник рынка фьючерсных контрактов вносит начальную (первоначальную) маржу. Для каждого вида фьючерсного контракта эта величина рассчитывается биржей и прописана в спецификации контракта;

– стандартный характер контракта. Эта особенность является следствием обращения фьючерсов на бирже, т. е. каждая биржа устанавливает на каждый фьючерсный контракт стандартные условия, которые изложены в его спецификации (табл. форма ниже);

– обычное отсутствие реальной поставки валюты по фьючерсному контракту. Как правило, поставкой заканчивается не более 3–5% фьючерсных контрактов. В основном контракты используются для хеджирования рисков (неблагоприятного движения цен на валюту) или спекуляций. В обоих случаях эти задачи обычно решены до истечения срока контракта.

Подавляющее большинство фьючерсных контрактов закрываются до окончания срока путем открытия противоположной позиции, т. е. заключения обратной сделки.

Рассмотрим спецификацию фьючерсного контракта на курс евро — доллар США:

<i>Краткое наименование контракта</i>	<i>ED-3.22</i>
Краткий код	EDH2
Наименование контракта	Фьючерсный контракт на курс евро — доллар США
Вид контракта	Фьючерс
Тип контракта	Расчетный
Лот	1 000
Котировка	в долларах США за 1 евро
Начало обращения	04.06.2021
Последний день обращения	17.03.2022
Дата исполнения	17.03.2022
Шаг цены	0,0001
Стоимость шага цены	7,7209
Нижний лимит	1,1014
Верхний лимит	1,1692
Расчетная цена последнего клиринга	1,1353
Сбор за регистрацию сделки, руб.	1,35
Сбор за скальперскую сделку, руб.	0,675
Сбор за адресную сделку, руб.	1,35
Клиринговая комиссия за исполнение контракта, руб.	1,35
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации (ГО, руб.)	3 774,66
Данные по ГО на	24.01.2022
Фиксация курса валюты для дневного клиринга	13:45 МСК
Фиксация курса валюты для вечернего клиринга	18:44 МСК
Исполнение	В качестве цены исполнения Контракта принимается значение курса евро, рассчитанное ПАО «Московская биржа» (фиксинг EURUSDFIXME) в 12:30 по московскому времени в день исполнения Контракта, выраженное в долларах США за 1 (один) евро

Фьючерсные контракты предоставляют возможность выбора стратегии поведения на рынке, т. к. существует возможность реализации фьючерса или его удержания. Кроме того, можно построить фьючерсные стратегии (спреды), целью которых является снижение риска. Различают два типа спредов:

- временные, которые состоят в одновременной покупке и продаже фьючерсных контрактов на одну валюту с разными сроками контракта;
- межтоварные, состоят в заключении фьючерсных контрактов на разные валюты с примерно одинаковыми сроками.

К основным преимуществам фьючерсных контрактов можно отнести следующие:

– высокая ликвидность, обеспечивается за счет биржевого характера фьючерсной торговли, предполагающей выполнение ряда условий:

- стандартный характер условий фьючерсных контрактов;
- наличие вторичного рынка, т. е. постоянной возможности купить или продать контракт;

- регулярность проведения биржевых торгов и наличие информационной структуры рынка;

– постоянная котировка на бирже, в т. ч. за счет института маркетмейкеров, которая обеспечивается вследствие постоянного проведения торгов и легкости получения информации о них. Наличие постоянной котировки позволяет участнику рынка своевременно принимать решения, связанные с текущим поведением или построением стратегии поведения на рынке;

- возможность хеджирования рисков;
- возможность извлечения спекулятивной или арбитражной прибыли;
- возможность устранения кредитного риска сделки (обеспечивается за счет гарантирования совершения сделки биржей (клиринговой палатой (центром)));
- возможность построения стратегии поведения на рынке;
- доступность для широкого круга участников рынка (обеспечивается за счет прямого доступа к заключению контрактов для участников биржи и доступа через брокеров для прочих лиц).

Основные недостатки фьючерсных контрактов:

– несоответствие хеджируемой суммы и стандартной суммы фьючерсного контракта. Недостаток является следствием стандартизации условий, что исключает адаптацию фьючерсов к реальным условиям. Разница между хеджируемой суммой и суммой фьючерсной сделки может остаться непокрытой или хеджироваться с использованием других инструментов (например, форвардного контракта);

– несоответствие необходимого срока хеджирования и стандартного периода обращения (срока) фьючерсного контракта. Недостаток также объясняется стандартным характером условий фьючерса и связывается с возникновением базисного риска. Базисный риск состоит в возможности разного изменения форвардных курсов для двух дат;

– ценовые искажения, связываются с деятельностью дилеров, осуществляющих фьючерсную торговлю за свой счет.

Еще одна разновидность срочных конверсионных валютных операций — опцион.

Опцион (от англ. option или лат. optio — выбор) — стандартный биржевой договор на право (но не обязанность) купить или продать базовый актив по установленной цене исполнения (страйк) в определенный срок или в течение определенного периода времени в обмен на уплату премии.

Если базовым активом выступает валюта, то такой опцион называют валютным опционом. Интерес могут представлять индексные опционы, базисным активом которых является индекс, представляющий собой показатель курса валюты или ценных бумаг по установленной цене на конкретную дату.

Рынок опционов возникает и активно развивается в 1970-х гг. с отменой фиксированных валютных курсов и переходом к плавающим.

Поскольку опцион представляет собой право, но не обязанность покупки (продажи) актива, покупатель опциона (держатель опциона) будет его реализовывать только в том случае, если ему это выгодно. В противном случае, т. е. когда покупатель не реализует свое право на покупку (продажу), говорят, что опцион истек без исполнения.

Таким образом, опцион на покупку (call-опцион) реализуется, если цена исполнения ниже, чем цена на этот же актив на рынке реального товара; а опцион на продажу (put-опцион) — когда цена исполнения выше цены актива на рынке реального товара.

Права и обязанности сторон опциона представлены в табл. 4.21.

Таблица 4.21

Права и обязанности сторон по видам опционных контрактов

Сторона опциона	Вид опциона					
	Опцион колл			Опцион пут		
	Купить	Продать	Премия	Купить	Продать	Премия
Покупатель опциона	Право	–	Платит	–	Право	Платит
Продавец опциона	–	Обязательство	Получает	Обязательство	–	Получает

По срокам исполнения опционы делятся на «американские» и «европейские». Американский опцион исполняется в любой день из оговоренного срока. Обычно этот срок составляет 3, 6, 9 месяцев, в настоящее время есть месячные опционы. Такие опционы торгуются на биржах. Европейский опцион исполняется в заранее согласованную дату, т. е. дату окончания срока действия опциона. Большинство внебиржевых опционов является европейскими по стилю исполнения.

Из определения видно, в опционном контракте всегда указываются две цены: цена исполнения опциона и его премия.

Цена исполнения (также может называться ценой столкновения, или strike-ценой, ценой реализации опциона) — это цена, по которой покупатель опциона может купить (или продать) актив, лежащий в основе опционного контракта. Страйк-цена фиксируется в опционном контракте.

Страйки, по которым ведется торговля, для биржевых опционов устанавливаются биржей в соответствии с Правилами торговли. Обычно выбирается некоторый фиксированный шаг страйка. В день открытия торгов опционами с новой

датой экспирации определяется центральный страйк — страйк, наиболее близкий к текущей цене базисного актива. Затем от центрального страйка отсчитываются равные количества страйков вверх и вниз, и таким образом полученные серии выставляются на торги.

Рассмотрим спецификацию маржируемого опциона пут на фьючерсный контракт на курс евро — российский рубль:

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Полный код контракта	Eu-3.22M170322PA76750
Краткий код	Eu76750BO2
Цена страйк	Начало формы 88750 Изменить: <input type="text" value="88 750"/> <input type="button" value="OK"/> Конец формы
Наименование контракта	Маржируемый опцион пут на фьючерсный контракт на курс евро — российский рубль
Вид контракта	Опцион
Категория опциона	Американский
Тип расчетов	маржируемый
Лот	1
Котировка	в рублях за лот
Начало обращения	14.09.2021
Последний день обращения	17.03.2022
Дата исполнения	17.03.2022
Исполнение	Исполнение в течение срока действия опциона по заявлению держателя. Автоматическое исполнение опциона в деньгах в последний день срока действия опциона. Для того чтобы определить, находится ли опцион в деньгах, цена базового актива принимается равной расчетной цене контракта. Расчетная цена определяется в соответствии со Спецификацией и приложением 1 к Правилам торгов. При исполнении опциона заключается фьючерс, являющийся базовым активом опциона, по цене, равной цене исполнения опциона. Держатель опциона становится продавцом фьючерса, подписчик опциона становится покупателем фьючерса
Центральный страйк	88 750
Котировка базового актива	88 759
Шаг премии	1
Стоимость шага премии	1
Сбор за регистрацию сделки, руб.	2,62
Сбор за скальперскую сделку, руб.	1,31
Сбор за адресную сделку, руб.	2,62

Сбор за исполнение контракта, руб.	1,12
ГО по непокрытой позиции	1 748,45 (руб./контракт)
ГО по синтетической позиции	7 233,72 (руб./контракт)
ГО под покупку опциона	35 (руб./контракт)
Данные по ГО на	24.01.2022
Фиксация курса валюты для дневного клиринга	13:45 МСК
Фиксация курса валюты для вечернего клиринга	18:30 МСК

Премия опциона — сумма, которую покупатель опциона выплачивает продавцу опциона в момент заключения сделки. Премия опциона также называется стоимостью (ценой) опциона. Величина премии является единственной переменной в опционном контакте, она определяется в ходе биржевых торгов.

Цена опциона состоит из двух элементов:

– внутренняя (действительная) стоимость опциона — разница между ценой исполнения и текущим курсом валюты;

– срочная (временная) стоимость опциона — сумма, на которую премия превышает внутреннюю стоимость опциона.

Размер премии опциона должен быть не слишком высоким для получения прибыли покупателем и одновременно достаточным для покрытия рисков продавца. Размер премии зависит от многих факторов, в частности внутренней ценности опциона, срока опциона, курса спот на дату покупки опциона, форвардного курса по сделке, волатильности валютных курсов, цены исполнения опциона, процентных издержек, вида исполнения опциона.

Опционы являются более сложным инструментом по сравнению с форвардными и фьючерсными контрактами. Конструкция опциона предполагает две ступени:

1 ступень — продажа самого опциона по цене опциона (премия опциона);

2 ступень — совершение кассовой сделки с базовым активом по цене самого актива, т. е. цене исполнения (страйковой цене).

Опционы, как и другие срочные сделки, используются с целью страхования валютных рисков, защищая покупателя от неблагоприятного изменения валютного курса сверх цены страйк. Получение дохода по опциону возможно при благоприятном для покупателя изменении валютного курса сверх страйковой цены. Превышение текущим валютным курсом цены страйк называют «апсайдом» (англ. upside — верхняя сторона). Противоположное явление, снижение текущего валютного курса по отношению к цене страйк, — «даунсайд» (англ. downside — нижняя сторона).

Как было отмечено выше, опционы позволяют покупателю выбирать варианты поведения на рынке. Более того, на основе опционов составляются опционные стратегии, которые делают возможности поведения на рынке еще шире.

Краткая характеристика опционных стратегий приведена в табличной форме:

<i>Группа стратегий/ Вид стратегии</i>	<i>Характеристика (состав портфеля опционов)</i>
Группа «Комбинации»	– опционы разного вида на одни и те же валюты; – сроки исполнения опционов одинаковые, длинные и короткие; – цена исполнения опционов одинаковая или разная
Группа «Среды»	– опционы одного вида на одни и те же валюты; – сроки исполнения разные (включаются длинные и короткие опционы); – цены исполнения разные
Вертикальный спред	– дата исполнения опционов одинаковая; – цена исполнения опционов разная
Горизонтальный спред	– дата исполнения опционов разная; – цена исполнения опционов одинаковая
Диагональный спред	– дата исполнения опционов разная; – цена исполнения опционов разная

Опцион как разновидность срочных конверсионных валютных операций имеет свои преимущества и недостатки. К преимуществам опционов относят:

- возможность использования для хеджирования рисков;
- возможность извлечения спекулятивной прибыли;
- высокую рентабельность;
- минимизацию риска покупателя опциона. Риск покупателя ограничивается величиной премии опциона;
- теоретическую возможность получения неограниченной прибыли;
- многовариантность выбора стратегии поведения на рынке покупателем опциона;
- возможность постоянного проведения операций с биржевыми опционами до истечения их срока.

К недостаткам опционов относятся:

- низкая ликвидность;
- возможность установления высокой цены опциона. Цена устанавливается продавцом опциона, который закладывает в нее возможные потери от сделки с учетом сопутствующих рисков;
- опцион является «убывающим активом». Стоимость опциона ограничена временными рамками его срока жизни, при этом стоимость снижается по мере приближения к дате исполнения.

Последняя из рассматриваемых конверсионных валютных операций, получивших распространение в настоящее время, — своп.

Своп (от англ. swap — обмен, мена) имеет двойственный характер, его нельзя однозначно отнести к кассовым или срочным конверсионным операциям. Отнесение свопов к срочным конверсионным операциям продиктовано сложившейся

международной практикой. На валютных рынках используется два вида свопов: валютный и процентный.

Прообразом *валютного* свопа считают операции средневековых банкиров с векселями, развившиеся в репортные и депортные операции. Термин «своп», обозначающий добавку или скидку к спот-курсу, первоначально появляется при проведении форвардных и опционных сделок, а затем начинает использоваться для обозначения конверсионной операции. Считается, что сделки своп возникли на основе практики параллельных займов и компенсационных кредитов, появившихся в Великобритании в 1930-х гг. и получивших широкое распространение в 1970-х гг. Первая операция валютного свопа, в современном его понимании, по обмену долларов США на швейцарские франки была осуществлена в августе 1981 г. между компанией IBM и Международным банком реконструкции и развития.

Первый *процентный* своп был проведен немного позднее — в 1982 г.

Валютный своп (Currency swap, или Foreign exchange swap) — это соглашение об одновременной покупке и продаже иностранной валюты на примерно равные суммы при условии расчета по ним на разные даты.

Иначе говоря, валютный своп состоит из двух конверсионных валютных операций, имеющих противоположную направленность, с разными датами валютирования. Дата исполнения первой по времени сделки называется датой валютирования. Дата исполнения второй по времени обратной сделки — датой окончания свопа. Курсы проведения обеих сделок устанавливаются одновременно. Форвардные сделки, входящие в состав свопа, проводятся по срочному (форвардному) курсу, порядок которого был рассмотрен выше.

Отличительной особенностью свопа является наличие у участников сделки одновременно двух контрактов. Сделки своп проводятся на биржевом и межбанковском (внебиржевом) валютных рынках. Наиболее распространены сделки со сроком до 1 года, но сроки могут быть до 5 или 10 лет.

Цели использования валютных свопов различны и связаны с выполняемыми ими на валютных рынках функциями:

- снижение валютного риска;
- обеспечение стабильности платежей. Стабильность платежей достигается за счет встречной сделки и одновременного заключения двух контрактов;
- преодоление барьеров, регулирующих потоки капитала;
- извлечение спекулятивной прибыли;
- извлечение дополнительной прибыли, в т. ч. за счет разницы в процентных ставках по валютам сделки.

Процентный своп (Interest rate swap) — соглашение сторон о взаимном периодическом обмене процентными платежами, исчисляемыми с конкретной суммы по заранее согласованным процентным ставкам в течение определенного периода времени.

Процентный своп предполагает обмен денежными потоками процентных

платежей, выраженных в одной валюте, по долговым обязательствам и не связан с основным долгом (суммой), который погашается по отдельному фиксированному графику. Размер процентных платежей сторон определяется по различным формулам исходя из основной суммы соглашения. Условная основная сумма переходит от одного участника сделки к другому достаточно редко, а используется только как основа для расчета процентного платежа.

Цели использования процентного свопа:

- хеджирование процентного риска, в т. ч. на долгосрочной основе;
- извлечение арбитражной и спекулятивной прибыли;
- разделение кредитных и процентных рисков.

В соответствии с классификационными признаками различают отдельные виды свопов. Классификация свопов и их характеристика приведены в табл. 4.22.

Таблица 4.22

Классификация свопов и их характеристика

<i>Признак классификации</i>	<i>Вид свопа</i>	<i>Характеристика вида свопа</i>
По срокам	Стандартный	2 сделки: сделка спот и сделка аутрайт (форвардная сделка); – сделки заключаются одновременно с одним контрагентом; – сделки имеют общий курс спот
	Короткий однодневный	2 сделки с датой валютирования до спота
	Форвардный	2 сделки аутрайт; – первая по сроку сделка заключается на условиях форварда; – вторая по сроку сделка заключается на условиях более позднего форварда
По числу участников	С двумя контрагентами	– 2 участника (контрагента) сделки; – 1 банк-посредник
	Смешанный (коктейльный)	– более 2 участников (контрагентов) сделки; – 1 банк-посредник
По виду обязательств	С обменом процентными платежами	Комбинации расчетов: – один контрагент платит фиксированную ставку, другой — переменную; – оба контрагента платят фиксированную ставку; – оба контрагента платят переменную ставку
	С обменом процентной дельтой	– покупатель валюты с более высокой ставкой процента выплачивает контрагенту заранее согласованную процентную дельту; – процентная дельта примерно равна разнице процентных ставок по валютам

В последние годы на основании валютных и процентных свопов создаются

новые финансовые инструменты с уникальными характеристиками и возможностями:

- аннуитетный своп, когда стороны соглашения проводят обмен исключительно фиксированными процентными выплатами, основанными на условной номинальной стоимости;

- своповые опционы, которые представляют собой синтез двух инструментов свопа и опциона. Один из участников приобретает право, но не обязательство вступить в сделку с заранее определенными условиями;

- свопы с обменом процентными ставками по разным финансовым инструментам. Такими финансовыми инструментами могут быть LIBOR (London Interbank Offered Rate — Лондонская межбанковская ставка предложения), депозиты, кредиты, государственные и иные ценные бумаги и т. д.;

- двухвалютные свопы, когда контрагенты по сделке выплачивают проценты и номиналы, выраженные в разных валютах;

- и др.

В целом к преимуществам свопов можно отнести:

- краткосрочное и особенно долгосрочное хеджирование валютного и процентного риска;

- практически полное устранение валютного риска, которое реализуется путем одновременного заключения двух контрактов на покупку и продажу валюты;

- получение кредита под сделку. Обеспечением кредита служит второй контракт на возврат денежных средств в национальной валюте (продажу иностранной валюты).

Основным недостатком свопов, наряду с другими срочными конверсионными операциями, остается возможность получения убытков или упущенной выгоды, если сложившийся на дату исполнения контракта валютный курс будет выгоднее курса по контракту.

Как неоднократно было сказано выше, основным назначением срочных конверсионных валютных операций является хеджирование валютного риска. Под валютным риском понимают возможность потерь, связанных с неблагоприятным изменением валютного курса в период между заключением контракта и его исполнением.

Валютный риск связан с наличием валютных позиций у участников валютного рынка. Покупка и продажа валют участником рынка ведет к возникновению у него требований и обязательств в этих валютах. Изменение курса валют при неисполненных требованиях и обязательствах приносит прибыли или убытки. Валютная позиция — это соотношение требований и обязательств в иностранной валюте участника валютного рынка. Валютные позиции могут быть закрытыми и открытыми. В свою очередь, открытые валютные позиции делятся на длинные и короткие.

Рассмотрим виды валютных позиций и их характеристику:

<i>Вид валютной позиции</i>	<i>Характеристика</i>
Закрытая валютная позиция	Требования = обязательства
Открытая валютная позиция: – длинная – короткая	Требования \neq обязательства: – требования > обязательства – требования < обязательства

Валютные риски возникают при открытой валютной позиции независимо от ее характера (открытая или закрытая). Снижение или устранение валютного риска проводится путем закрытия валютной (создания противоположной) позиции с применением хеджирования.

Хеджирование (от англ. hedge/hedging — ограждать/ограждение, англ.) — минимизация валютного риска путем открытия противоположной срочной позиции по той же валюте или финансовому инструменту с последующим ее зачетом.

Задача хеджирования состоит в фиксации определенного валютного курса при минимальных сопутствующих затратах. Срочные конверсионные валютные операции (производные финансовые инструменты) являются основными инструментами хеджирования, т. к.:

- позволяют открывать валютные позиции;
- не требуют отвлечения финансовых ресурсов или отвлекают незначительный объем ресурсов.

Иначе говоря, хеджирование — это процесс использования производных финансовых инструментов для уменьшения валютного риска путем заключения обратных сделок.

Для проведения хеджирования необходимо соблюдение некоторых условий:

- наличие рынка реальных активов и рынка производных;
- наличие сформированной тесной взаимосвязи между рынком реальных активов и производных;
- временная отдаленность отложенных спроса и предложения.

В зависимости от используемого инструмента выделяют методы хеджирования: форвардные контракты, фьючерсные контракты, опционы и свопы.

На выбор метода хеджирования влияет широкий спектр факторов: экономическое положение стран — участников сделки, особенности экономических и политических отношений стран — участников сделки, финансовое положение импортера или заемщика, валютное законодательство стран — участников сделки, срок осуществления сделки, дополнительные условия по сделке (залог, гарантия и т. п.), тенденции изменения валютных курсов и процентных ставок на валютном рынке и т. д.

Существенным фактором, влияющим на выбор инструмента хеджирования, является сфера (рынок) обращения инструмента. По сфере обращения инструменты могут быть биржевыми и внебиржевыми, что определяет их достоинства и недостатки, которые представлены в табл. 4.23.

Таблица 4.23

Достоинства и недостатки инструментов хеджирования

Показатель	Внебиржевые инструменты		Биржевые инструменты	
	+/-	Пояснение	+/-	Пояснение
Учет требований конкретного клиента	+	индивидуальные условия контракта	-	стандартные условия контракта
Ликвидность	-	низкая	+	высокая
Накладные расходы	-	относительно высокие	+	относительно низкие
Риск невыполнения сторонами обязательств	-	при заключении прямых сделок между продавцом и покупателем	+	гарантии биржи
Поиск контрагента	-	сложный	+	легкий

Хеджирование разделяют на:

– статическое хеджирование, которое состоит в разовом создании хеджирующей позиции на весь срок основного контракта и применяется при условии одинакового изменения цен хеджируемой и хеджирующей позиций;

– динамическое хеджирование, состоит в формировании кратковременной (по отношению к продолжительности срока основного контракта) хеджирующей позиции и ее постоянной систематической корректировке. Динамическое хеджирование, в сравнении со статическим, требует заключения большего количества сделок и использования высоколиквидных инструментов для оперативного изменения хеджирующей позиции. Применяется в случаях неопределенности срока основного контракта и отсутствия или дороговизны инструментов для статического хеджирования.

По характеру операций хеджирование делится на два вида:

– длинное (хеджирование покупкой), состоит в формировании длинной хеджирующей позиции, страхует от предполагаемого увеличения цены актива (валютного курса) при покупке его в будущем;

– короткое (хеджирование продажей), состоит в формировании короткой хеджирующей позиции, страхует от снижения цены актива, обязательного к поставке по сроку, при продаже его в будущем.

Эффективность хеджирования рассчитывается по формуле:

$$\text{Эффективность хеджирования} = \frac{\text{сумма прибыли (убытка) по срочной позиции}}{\text{сумма убытка (прибыли) по кассовой позиции}} \cdot 100.$$

Эффективность хеджирования показывает уровень, до которого снижен риск с использованием хеджирования. На практике хеджирование не достигает 100%

эффективности потому, что прибыли (убытки) на товарных и финансовых рынках могут не выходить в ноль на момент закрытия позиции на фьючерсном рынке.

Таким образом, рассмотрены основополагающие теоретические понятия международных валютно-кредитных отношений, касающиеся валютных курсов и их использования для проведения операций с валютой и валютными ценностями. Представлена информация об организации и деятельности валютных рынков. Особое внимание уделено инструментам рынка — конверсионным валютным операциям, совершающимся на финансовом рынке в настоящее время, их содержанию, разновидностям и назначению. Международный валютный рынок находится в непрерывном движении и развитии, что требует постоянного совершенствования его механизмов и инструментов.

Вопросы для самопроверки к главе 4

1. Что такое валюта?
2. Как классифицируется валюта?
3. В чем состоят различия между свободно-, частично- и неконвертируемой валютами?
4. Что такое резервная валюта и какая валюта может быть резервной?
5. Что такое код валюты, как он формируется и для чего нужен?
6. Что такое валютный курс, как классифицируются валютные курсы?
7. В чем состоит назначение валютного курса?
8. Какие основные факторы влияют на валютный курс, и как?
9. Что такое режим валютного курса, как он выбирается страной?
10. По каким признакам классифицируются валютные курсы, какие виды валютных курсов существуют?
11. В чем состоят отличия фиксированного и плавающего валютных курсов и в чем особенности их применения?
12. Как МВФ классифицирует существующие режимы валютных курсов?
13. По каким классификационным признакам подразделяются валютные курсы и на какие виды?
14. Что такое валютная котировка?
15. Что такое прямая и косвенная валютные котировки, чем они отличаются?
16. Что такое валютный рынок?
17. В чем состоят функции валютного рынка?
18. На какие группы делятся участники валютного рынка и кто к ним относится?
19. В чем состоит сущность валютных ограничений, с какими целями они применяются?
20. Как классифицируются валютные рынки?

21. Что такое конверсионные валютные операции, как они классифицируются?
22. В чем состоят принципиальные отличия кассовых и срочных валютных операций?
23. Что такое кассовые конверсионные операции, для чего они используются? Какие виды кассовых конверсионных операций существуют?
24. Что такое срочные конверсионные операции, с какими целями они применяются? Дайте характеристику срочным конверсионным валютным операциям.
25. Что такое форвардные операции? Дайте характеристику форвардным операциям.
26. Что такое фьючерсная операция? Дайте характеристику фьючерсным операциям.
27. Что такое опцион? Дайте характеристику опционам.
28. Что такое своп? Дайте характеристику свопам.
29. Что такое форвардный курс и для чего он нужен?
30. Как рассчитывается простой форвардный курс и от чего зависит?
31. Что такое валютный риск и когда он возникает?
32. Что такое валютная позиция, как она связана с валютными рисками?
33. Что такое хеджирование валютного риска?
34. Назовите инструменты хеджирования валютного риска.
35. Какие существуют виды хеджирования и чем они отличаются?

ГЛАВА 5. РЫНОК СТРАХОВАНИЯ

5.1. Сущность страхования, его формы и виды

В научной и учебной литературе страхование рассматривается в нескольких аспектах как экономическая, финансовая и правовая категории.

Страхование как *экономическая категория* представляет собой совокупность отношений между страховщиками и страхователями в процессе производства экономических благ (страховых услуг) с целью удовлетворения материальных потребностей общества, а именно компенсации ущерба в результате наступления неблагоприятных событий.

Страхование как *финансовая категория* — это специфические финансовые отношения между субъектами хозяйствования (государством, организациями и гражданами) в процессе перераспределения ВВП (точнее — валового национального дохода) по поводу формирования целевых фондов денежных средств и их использования для удовлетворения в денежной или вещественной форме материальных потребностей физических и юридических лиц в случае реализации различных рисков.

В данном случае категория «страхование» может рассматриваться *с позиции широкого подхода* и будет равнозначна понятию «общенациональный страховой фонд», который может иметь два толкования: во-первых, как совокупность всех страховых фондов и резервов, сформированных в обществе; во-вторых, как совокупность средств, формируемых в целях обеспечения страховой защиты методом страхования.

Формирование целевых (резервных) фондов может осуществляться разными методами:

1) централизованным, суть которого заключается в формировании на уровне государства централизованных резервных фондов за счет бюджетных и других государственных средств. Ресурсы этих фондов обеспечивают возмещение ущерба и устранение последствий стихийных бедствий (наводнений, землетрясений, пожаров и др.) и крупных аварий (пожаров, взрывов, травматизма и т. п.) и формируются как в натуральной, так и в денежной форме;

2) децентрализованным, направленным на формирование резервных фондов на уровне хозяйствующих субъектов и граждан (самострахование), назначение которых заключается в преодолении временных затруднений в процессе деятельности. Формируются как в натуральной, так и в денежной форме;

3) страховым, в рамках которого формируются фонды страховых организаций за счет страховых взносов заинтересованных в страховании лиц на основе договорных отношений и используемые для минимизации финансовых послед-

ствий реализованного страхового события у страхователей в соответствии с условиями и правилами страхования. Страховые фонды могут формироваться страховщиками на коммерческой (коммерческое страхование) или некоммерческой (социальное страхование, взаимное страхование) основах, в рамках которых могут быть организованы и другие процессы (двойное страхование, сострахование и перестрахование) перераспределения ответственности за последствия реализации страхового риска.

Страхование *с позиции узкого подхода* рассматривается как совокупность денежных отношений между страхователями и страховщиками по поводу страховой защиты интересов заинтересованных лиц, в рамках которых происходит обмен денежных средств (платы) страхователя на обязательство страховщика (за финансовую услугу), гарантирующее ему (страхователю) или указанному бенефициару в случае наступления страховых событий удовлетворение в денежной или вещественной форме материальных потребностей в рамках определенного лимита (т. е. страховой суммы). При этом обязательство страховщика — это вид гражданских правоотношений, обусловленных необходимостью в исполнении долга, в силу которых страховщик обязан совершить в пользу страхователя (застрахованного лица или бенефициара) установленные действия, в частности: произвести выплату определенной суммы или предоставить возможность восстановления здоровья (*например*, лечение), поврежденного имущества (ремонт), а страхователь имеет право требовать от страховщика исполнения его обязанности.

В связи с этим страхование следует рассматривать и как *правовую категорию*, представляющую собой общественные отношения, возникающие в процессе создания, перераспределения и использования страховых денежных фондов, опосредуемые нормами права. Так, в соответствии с российским законодательством (Федеральный закон № 4015–1 от 27.11.1992 г. «Об организации страхового дела в Российской Федерации») под страхованием понимаются «отношения по защите интересов физических и юридических лиц, Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований при наступлении определенных страховых случаев за счет денежных фондов, формируемых страховщиками из уплаченных страховых премий (страховых взносов), а также за счет иных средств страховщиков.

Следует отметить, что представленное законодательное определение «страхования» обладает рядом недостатков:

- не конкретизирован вид отношений, которые возникают между участниками сделки (денежные, товарно-денежные или натуральные);
- не конкретизирован объект страхования, то есть защита имущественных интересов заинтересованных в страховании лиц;
- не определены основные субъекты, между которыми возникают соответствующие отношения, то есть речь идет о страхователях и страховщике;
- не уточнен субъект или документ (например, договор страхования или закон), на основании которого определяются страховые случаи.

Страхование, имея схожие характеристики с другими экономическими категориями (финансы, кредит и инвестиции), выступает частью финансового сектора экономики, естественно в него встроено своей эволюцией и полностью подчиняется порядку системы. Но часть особая, со своими устоями, что и позволяет из системы ее выделить. Отметим некоторые существенные признаки страхования:

1) стремление сторон сделки (страхователя и страховщика) к равнозначности (эквивалентности) обмена;

2) определение стоимости страховой услуги на основе актуарных расчетов взаимосвязи подверженности страхователя риску и объема выполнения обязательств страховой компанией;

3) формирование денежного страхового фонда и необходимость поддержания его в объеме, учитывающем специфику выплат по видам страхования;

4) организация взаимоотношений на основе замкнутой солидарности (общность интересов определенной группы) страхователей, которая проявляется в уплате страховых взносов в страховой фонд, и их согласие по условиям страховых выплат;

5) возвратность средств страхового фонда лицам, участвовавшим в его образовании, при наступлении событий, на случай которых осуществлялось страхование, в размере, достаточном для покрытия их имущественных потребностей;

6) самокупаемость страховой деятельности.

Рассматривая экономическую сущность страхования, следует определить его целевую направленность и функциональное предназначение.

Цель страхования — удовлетворение разнообразных потребностей граждан, а также компенсация им и юридическим лицам ущерба через систему страховой защиты в результате наступления случайных неблагоприятных событий.

Экономическая сущность страхования проявляется в выполнении основной функции — *защитной*, основанной на гражданско-правовых отношениях деятельности страховщиков, направленной на организацию мер поддержки потребителей страховых услуг (страхователей, застрахованных лиц) с целью минимизации влияния на их положение и финансовых последствий наступления страховых событий, реализующаяся через совокупность включенных подфункций, таких как:

1) аккумулирующая — формирование страхового (резервного) фонда за счет добровольных и обязательных взносов заинтересованных в страховании лиц;

2) инвестиционная — размещение временно свободных средств страховых (резервных) фондов в финансовые инструменты с целью обеспечения сохранности и приумножения капитала;

3) предупредительная — финансирование мероприятий по уменьшению рисков наступления страховых событий за счет использования части средств формируемого страхового фонда;

4) сберегательная — накопление по долгосрочным договорам страхования жизни определенных страховых сумм, связанных с потребностями в страховой защите и/или в обеспечении долгосрочного семейного достатка;

5) распределительная (компенсационная) — использование страхового (резервного) фонда путем выплаты компенсаций ущерба гражданам и юридическим лицам, участвующим в формировании страхового фонда в соответствии с договором страхования;

6) контрольная — обеспечение соответствия сформированных страховых резервов принятым обязательствам, страхового тарифа — страховому риску;

7) социальная — оказание материальной помощи страхователям (застрахованным лицам) в случае реализации заранее определенных событий, имеющих вероятностный, случайный и объективный характер проявления, путем выплаты страхового возмещения.

Не менее важным вопросом страхования являются принципы, на основании которых оно функционирует:

<i>Принцип страхования</i>	<i>Характеристика принципа</i>
Принцип имущественного интереса	Означает наличие заинтересованности страхователя в сохранности своего имущества (здоровья, трудоспособности) или минимизации возможных убытков в случае нанесения ущерба в результате наступления неблагоприятных событий
Принцип определенности риска	Только тот риск будет принят к страхованию, который обладает признаками случайности и вероятности наступления события, в результате которого может быть нанесен ущерб
Принцип доверия сторон	Означает, что при заключении страховой сделки ее стороны предоставляют друг другу полную и достоверную информацию, которая может повлиять на результативность сделки
Принцип непосредственной причины	Позволяет осуществлять страховые выплаты только в случаях, определенных договором в качестве страховых
Принцип компенсации ущерба	Означает, что после получения страхователем страхового возмещения его материальное положение не будет выше того, которое было у него до наступления страхового случая
Принцип экономической и юридической замкнутости	Означает распространение страховой защиты на те лица, которые заключили договор со страховой организацией и уплатили страховую премию (взнос) до наступления страхового случая
Принцип эквивалентности (достаточности фонда)	Означает равенство сумм страховой нетто-премии, уплаченной конкретным страхователем, и страховой выплаты, произведенной страховщиком в связи с наступившими страховыми случаями за тарифный период
Принцип надежности и гарантии страховой защиты	Обеспечивает реальность страховой сделки и получение страховой выплаты в случае наступления события, повлекшего ухудшение материального положения страхователя
Принцип контрибуции	Означает право страховой организации обратиться к другим страховщикам, имеющим аналогичные обязательства перед страхователем по договору имущественного страхования, с предложением о разделении расходов по возмещению ущерба по наступившим страховым случаям
Принцип суброгации	Означает передачу страхователем страховщику полного права на возмещение причиненного ущерба с третьих (виновных) лиц в пределах установленной и выплаченной суммы страхового возмещения

Нарушение принципов страхования может привести к негативным последствиям для стороны, их допустившей, в том числе к признанию договора недействительным.

Договор страхования является соглашением между страхователем и страховщиком, в силу которого страховщик обязуется при страховом случае произвести выплату страхователю или иному лицу, в пользу которого заключен договор страхования, а страхователь обязуется уплатить страховые взносы в установленные сроки.

В связи с этим элементами, составляющими основание для установления и реализации страховых отношений, являются (рис. 5.1):

- объект страхования;
- страховой риск;
- страховая премия;
- страховая сумма;
- субъекты страхования и их права и обязанности, определяемые правовыми нормами законодательства и договором страхования.

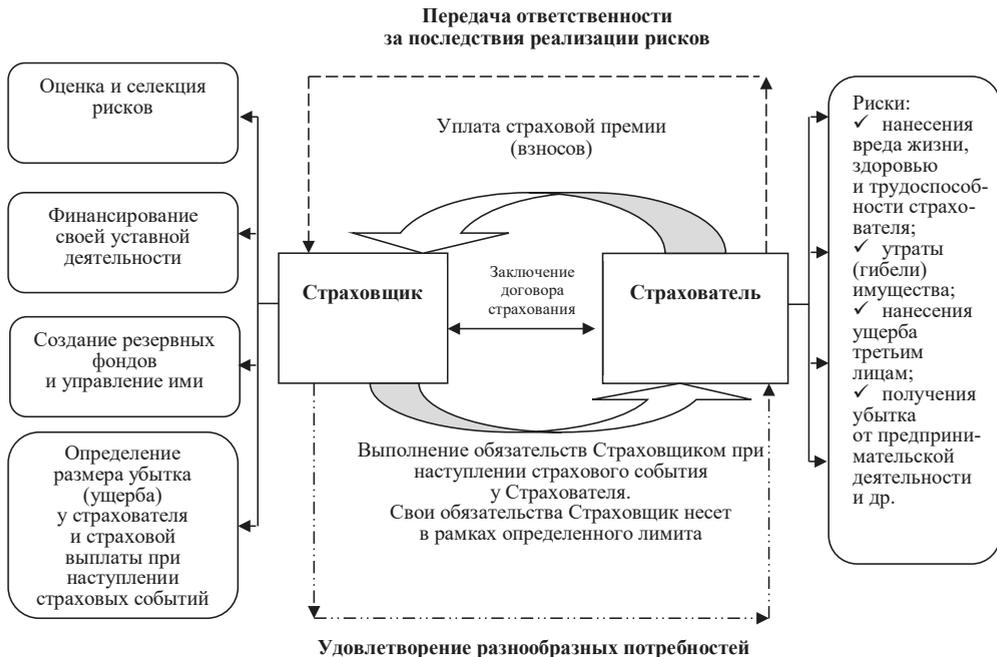


Рис. 5.1. Организация страховых отношений

Объектом страхования всегда является имущественный интерес, под которым понимается заинтересованность физического, юридического лица в сохранении, восстановлении или замене материальных, нематериальных ценностей

(благ), обеспечивающих необходимый (ожидаемый) уровень его существования и развития, а также в наличии денежных средств для этих целей в случаях причинения им вреда вследствие неблагоприятных событий. Без страхового интереса страхование не допускается. В России возникает по двум направлениям (ст. 4, Федеральный закон № 4015–1 от 27.11.1992 г. «Об организации страхового дела в Российской Федерации»):

1) *в личном страховании* — по поводу:

а) дожития граждан до определенного возраста или срока, наступления иных событий в жизни граждан, а также в связи с их смертью (страхование жизни);

б) причинения вреда здоровью граждан, а также с их смертью в результате несчастного случая или болезни (страхование от несчастных случаев и болезней);

в) оплаты организации и оказания медицинской и лекарственной помощи (медицинских услуг) и иных услуг вследствие расстройства здоровья физического лица или состояния физического лица, требующих организации и оказания таких услуг, а также проведения профилактических мероприятий, снижающих степень опасных для жизни или здоровья физического лица угроз и/или устраняющих их (медицинское страхование);

2) *в имущественном страховании* — по поводу:

а) риска утраты (гибели), недостачи или повреждения имущества (страхование имущества);

б) риска неполучения доходов, возникновения непредвиденных расходов физических лиц, юридических лиц (страхование финансовых рисков);

в) риска возникновения убытков от предпринимательской деятельности из-за нарушения своих обязательств контрагентами предпринимателя или изменения условий этой деятельности по независящим от предпринимателя обстоятельствам, в том числе с риском неполучения ожидаемых доходов (страхование предпринимательских рисков);

г) риска наступления ответственности за нарушение договора или причинение вреда жизни, здоровью или имуществу граждан, имуществу юридических лиц, муниципальных образований, субъектов Российской Федерации или Российской Федерации (страхование гражданской ответственности).

Страховой риск — предполагаемое явление (событие или совокупность событий), соответствующее определенным критериям, на случай наступления которого производится страхование. Признание риска страховым возможно при его соответствии следующим критериям:

1) объективная случайность наступления события, т. е. возможность наступления события только исходя из причин, на которые страхователь повлиять не может;

2) вероятность наступления предполагаемого явления (события или событий) по времени, пространству и размеру вреда, или временной продолжительности страховой выплаты в результате наступления предполагаемого события;

3) однородность и независимость по своей природе событий;

4) возможность объективной стоимостной оценки степени тяжести риска, т. е. вероятных финансовых последствий при наступлении предполагаемого события;

5) значимость риска, т. е. наступление предполагаемого события может существенно изменить условия деятельности, образ, уровень и качество жизни, последствия которого требуют привлечения больших для страхователя денежных средств;

6) необходимость учета законодательных ограничений;

7) ограниченность ущерба.

Страховая премия — денежная сумма, уплачиваемая страхователем единовременно или рассроченными платежами страховщику в соответствии с договором или законом. Часть страховой премии, уплачиваемой в рассрочку, именуется страховым взносом.

Страховая сумма — максимальный предел ответственности страховщика по наступившему страховому случаю, установленный законом и/или определенным договором страхования, выраженный в денежной форме и исходя из которого устанавливается размер страховой премии (страховых взносов) и размер страховой выплаты при наступлении страхового случая.

Субъектами страховых отношений являются страховщик и страхователь как стороны договора страхования, а также третьи лица — выгодоприобретатель и/или застрахованное лицо.

Страховщик — специализированная организация (юридическое лицо), созданная для осуществления страховой деятельности (страхования, перестрахования, взаимного страхования) и получившая лицензию в установленном законом порядке.

Страховщики производят оценку страхового риска, получают страховые премии (взносы), формируют, размещают и используют страховые резервы, определяют размер убытков или ущерба, производят страховые выплаты, осуществляют иные, связанные с исполнением обязательств по договору страхования, действия.

Страхователь — юридическое лицо и дееспособное физическое лицо, заключившее со страховщиком договор страхования либо являющееся им в силу закона, которое:

- страхует свой собственный интерес и/или интерес третьей стороны;
- осуществляет в страховой фонд платежи (страховые взносы);
- имеет право на получение страхового возмещения при наступлении страхового случая.

Выгодоприобретатель (бенефициар) — юридическое или физическое лицо, назначенное страхователем для получения страховых выплат по договору страхования, т. е. в чью пользу заключен договор страхования. Обязательно фиксируется в страховом договоре.

Застрахованное лицо — физическое лицо, жизнь, здоровье и трудоспособность которого выступают объектом страховой защиты.

В соответствии с законодательством факт совершения страховой сделки удостоверяется путем составления одного документа — договора страхования и/или

вручения страхователю страхового полиса, подписанного страховщиком с приложением Правил страхования.

Договоры заключаются только в письменной форме на основании Правил видов страхования, утвержденных органом страхового надзора. Несоблюдение письменной формы влечет недействительность договора страхования, за исключением договора обязательного государственного страхования.

Содержание договора страхования:

- 1) наименование субъектов договора страхования;
- 2) определение интереса страхования (т. е. защита имущества, или человека, или выполнения обязательств);
- 3) перечень страховых случаев, при наступлении которых страховщик обязан выплатить страхователю страховое возмещение или обеспечение;
- 4) размер страховой суммы;
- 5) размер страховой премии (взноса) и срок ее уплаты;
- 6) начало и конец страховых взаимоотношений сторон;
- 7) срок выплаты страхового возмещения и ответственность страховщика за нарушение этого срока.

При этом между страхователем и страховщиком должно быть достигнуто соглашение по следующим существенным условиям:

- объект страхования с подробной характеристикой (в имущественном страховании), о застрахованном лице (выгодоприобретателе) — в личном страховании;
- по перечню страховых рисков (случаев);
- о размере страховой суммы;
- о сроке действия договора.

Также необходимо отметить, что способ и порядок страхового возмещения являются не менее существенными условиями страхования.

Перечисленные существенные условия предопределяются спецификой вида страхования.

На современном этапе классификация страховых операций нужна не только для понимания специфики договорных условий страхования, но и для выработки оптимальной стратегии в организации эффективной деятельности участников страховой сделки.

Классификация предполагает систематизированный перечень страховых операций по определенному признаку (рис. 5.2).

Классификация по отраслям

Личное страхование — страхование имущественного интереса физических или юридических лиц, связанного с сохранением и восстановлением здоровья, трудоспособности граждан, а также с материальным обеспечением в случае наступления неблагоприятных условий, приведшим к снижению доходов и (или) росту затрат. Примеры: страхование жизни, страхование от несчастных случаев и болезней, медицинское страхование, пенсионное страхование.

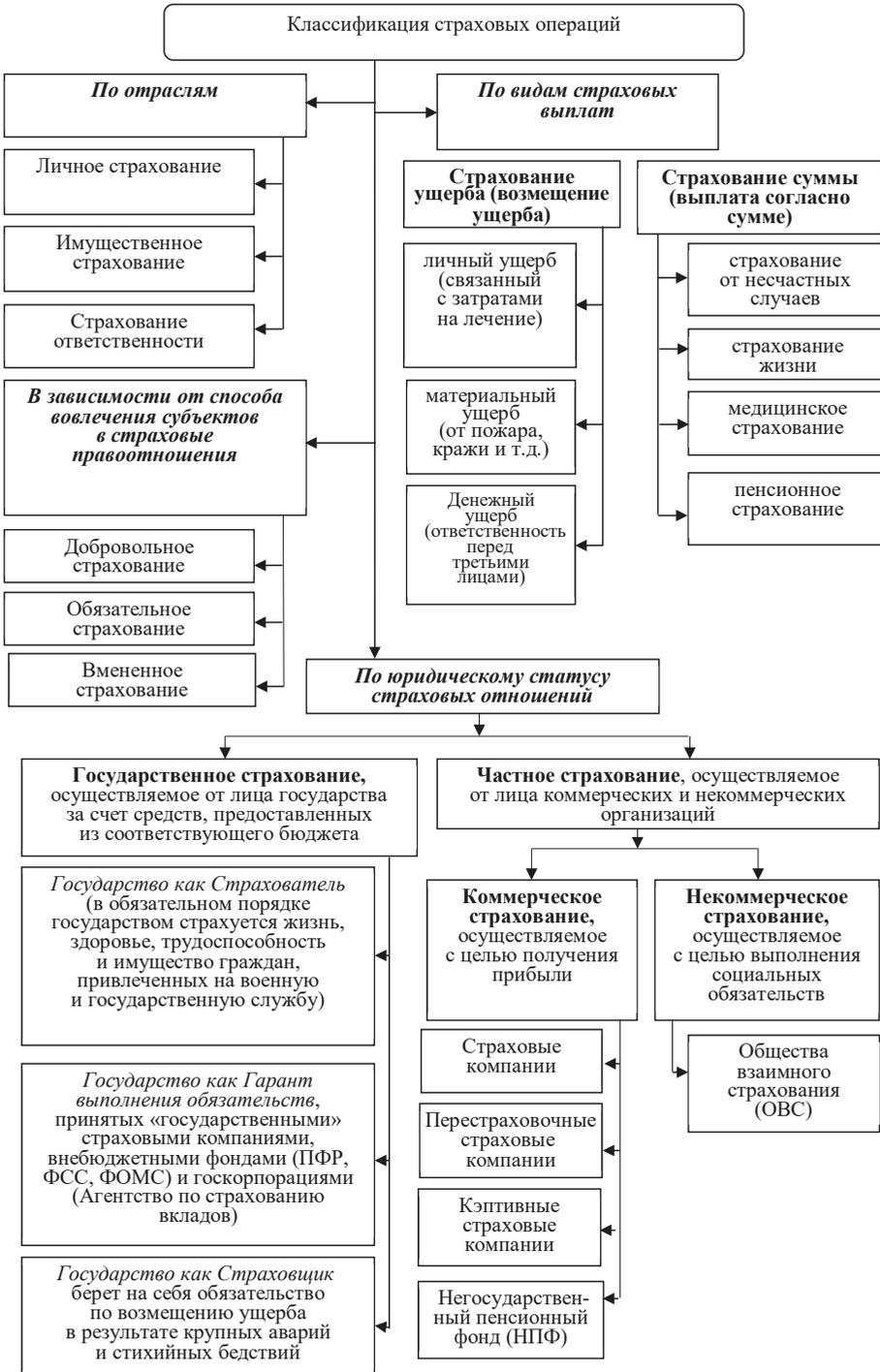


Рис. 5.2. Классификация страховых операций

Имущественное страхование — страхование имущественного интереса физических или юридических лиц, связанного с обеспечением сохранности, восстановлением или заменой материальных, нематериальных ценностей, а также с наличием денежных средств для этих целей в случаях причинения вреда вследствие неблагоприятных событий. Примеры: страхование имущества физических и юридических лиц, страхование грузов, страхование транспортных средств.

Страхование ответственности — страхование имущественного интереса физических или юридических лиц, связанного с выполнением своих обязательств по договору или вследствие причинения вреда жизни, здоровью или имуществу граждан, имуществу иных лиц (организации, муниципальному или региональному образованию, государству). Примеры: страхование гражданской ответственности владельцев транспортных средств, страхование профессиональной ответственности.

Особенности заключения договоров страхования в отраслевом разрезе представлены в табл. 5.1.

Таблица 5.1

**Виды и особенности заключения договоров страхования
в отраслевом разрезе**

<i>Критерий</i>	<i>Личное страхование</i>	<i>Имущественное страхование</i>	<i>Страхование ответственности</i>
Количество сторон, участвующих в заключении договора страхования	Наличие как минимум <i>трех сторон</i> (страховщик, страхователь, застрахованное лицо или выгодоприобретатель)	Наличие как минимум <i>двух сторон</i> (страховщик и страхователь)	Наличие как минимум <i>трех сторон</i> (страховщик, страхователь, выгодоприобретатель)
Страхование суммы или ущерба	Договор страхования суммы и/или ущерба	Договор страхования ущерба	Договор страхования ущерба
Длительность договора	Заключается на срок более 1 года	Закключается на срок не более 1 года	Закключается на срок не более 1 года
Факторы, определяющие размер страховой суммы	Страховая сумма зависит от платежеспособности страхователя	Страховая сумма зависит от действительной стоимости имущества	Страховая сумма зависит от платежеспособности страхователя либо определена законом
Форма страховой выплаты	Страховая выплата производится в форме страхового обеспечения	Страховая выплата производится в форме страхового возмещения	Страховая выплата производится в форме страхового возмещения и/или обеспечения
Срок исковой давности по требованиям, вытекающим из договора	3 года	2 года	3 года

Окончание табл. 5.1

<i>Критерий</i>	<i>Личное страхование</i>	<i>Имущественное страхование</i>	<i>Страхование ответственности</i>
Возможность оценить страховщиком размер своих обязательств	Размер обязательств заранее известен	Размер обязательств заранее известен	Размер обязательств заранее определить невозможно, поэтому устанавливается <i>лимит ответственности страховой компании</i> перед выгодоприобретателем
Способ осуществления страховой выплаты	Преимущественно в денежной форме	В денежной и/или материальной форме	В денежной и/или материальной форме
Периодичность страховой выплаты	Страховая выплата производится единовременно или частями (рентными платежами)	Страховая выплата производится единовременно	Страховая выплата производится единовременно

Классификация по видам страховых выплат

Страхование ущерба представляет собой возмещение реального убытка при наступлении страхового события, повлекшего ухудшение здоровья, признание нетрудоспособности физического лица, а также потерю или физический урон застрахованному имуществу физических и юридических лиц. Страхование ущерба включает в себя:

а) личный ущерб, т. е. убыток, связанный с затратами на лечение и восстановление здоровья и трудоспособности человека. Примеры: страхование от несчастных случаев, медицинское страхование;

б) материальный ущерб, связанный с потерей материальных ценностей в результате страхового случая (пожар, кража и др.). Примеры: страхование имущества, страхование груза;

в) денежный ущерб, связанный с ответственностью перед третьими лицами за нанесение вреда их жизни, здоровью или имуществу. Пример: ОСАГО.

Страхование суммы — это выплата согласно заранее оговоренной в договоре страхования сумме, которая будет произведена страховой организацией при наступлении определенного события в жизни гражданина или назначенного срока. Страхование суммы характерно для таких видов страхования, как:

- а) страхование жизни;
- б) от несчастных случаев;
- в) медицинское;
- г) пенсионное.

Классификация по юридическому статусу страховых отношений

Государственное страхование, осуществляемое от лица государства за счет средств, предоставленных из соответствующего бюджета:

а) государство, выступая в роли страхователя, в обязательном порядке страхует жизнь, здоровье, трудоспособность и имущество граждан, привлеченных

на военную и государственную службу. Примеры: страхование военнослужащих и лиц, работающих в пожарной, таможенной, судебной системе;

б) государство, являясь гарантом, несет солидарную ответственность по обязательствам, которые принимают на себя государственные страховые компании, внебюджетные фонды и государственные корпорации. Примеры: обязательное социальное, медицинское и пенсионное страхование, страхование вкладов;

в) государство как страховщик берет на себя обязательство по возмещению ущерба в результате крупных аварий и стихийных бедствий. Примеры: страхование на случай землетрясения в Турции, страхование на случай терроризма в США.

Частное страхование, осуществляемое от лица коммерческих и некоммерческих организаций:

а) коммерческое страхование, осуществляемое с целью получения прибыли. Данный вид страхования осуществляется в рамках деятельности страховых компаний, перестраховщиков, кэптивных страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов (НПФ), которые создают, продвигают и реализуют свои страховые продукты, ориентируясь на современные тенденции страхового рынка. Примеры: обязательное страхование гражданской ответственности автовладельцев (ОСАГО), комплексное автомобильное страхование, кроме ответственности (КАСКО), страхование жизни, корпоративные и индивидуальные программы пенсионного страхования и др.;

б) некоммерческое страхование, осуществляемое обществами взаимного страхования (ОВС). Примеры: взаимное страхование жизни участников ОВС (отсутствует в российской практике), взаимное страхование имущества участников ОВС.

Классификация в зависимости от способа вовлечения субъектов в страховые правоотношения

Добровольное страхование имеет самое широкое распространение с точки зрения дифференциации страховых продуктов. Каждый страховщик получает возможность формировать свою продуктовую линейку по добровольным видам страхования и предложения на рынок различных вариантов страхового покрытия рисков. Страхователь имеет полную свободу выбора страховой защиты, вплоть до полного отказа от ее приобретения. Также отметим, что добровольное страхование является истинно рыночной формой страхования, поскольку формирование спроса на страховые продукты осуществляется на основе соотношения цены и качества предоставляемой услуги. Примеры: добровольное медицинское страхование, негосударственное пенсионное обеспечение, добровольное страхование имущества, КАСКО.

Обязательное страхование — это такая форма страхования, при которой страховые отношения возникают в силу закона. Условия и порядок функционирования обязательного страхования определяются федеральными законами о конкретных его видах.

Государство устанавливает обязательное страхование в том случае, когда защита тех или иных объектов обусловлена имущественными интересами не просто отдельной группы страхователей, а общества в целом. При этом страховые взно-

сы страхователем осуществляются либо за свой счет, либо за счет лица, в пользу которого производится страхование (это относится только к пассажирам), либо за счет средств соответствующего бюджета. В любом случае при организации обязательного страхования инициатором является государство. Примеры: ОСАГО, обязательное страхование гражданской ответственности перевозчиков (ОСГОП), обязательное социальное страхование, обязательное страхование жизни и имущества лиц, привлеченных на государственную службу.

Формы страхования с точки зрения правовой регламентации определяются следующими нормативно-правовыми документами:

– Гражданский кодекс РФ:

- ст. 927. «Добровольное и обязательное страхование»;
- ст. 935. «Обязательное страхование»;

– Федеральный закон № 4015-1 «Об организации страхового дела в РФ»:

- ст. 3, п. 2–4.
- законы, определяющие специфику организации и функционирования того или иного вида страхования, подпадающего под обязательную форму правоотношений.

Помимо обязательной и добровольной форм страхования существует и вмененное (добровольно-обязательное, принудительное) страхование. Однако в России оно законодательно не определено и функционирует на основе норм делового оборота и норм законодательства, косвенно касающихся страхования.

Вмененное страхование — это страхование, при котором отдельным субъектам в силу осуществления ими определенных видов деятельности вменяется в обязанность (законом или договором) страховать определенные имущественные интересы в пользу третьих лиц, что фактически является системой обеспечения (гарантирования) ответственности страхователя перед заинтересованными лицами. Примеры: ипотечное страхование, страхование арендуемого имущества.

В России, помимо форм страхования, законодательное закрепление также получила классификация по объекту страхования (табл. 5.2), которая предполагает установление иерархической системы деления страхования по отраслям, подотраслям и видам, которые являются звеньями классификации.

Таблица 5.2

Классификация страхования в России по объекту

<i>Отрасль страхования</i>	<i>Подотрасль страхования</i>	<i>Вид страхования</i>
Личное страхование	Страхование жизни	на случай смерти, дожития до определенного возраста или срока либо наступления иного события
		пенсионное страхование
		с условием периодических страховых выплат (ренты, аннуитетов) и (или) с участием страхователя в инвестиционном доходе страховщика
	Страхование от несчастных случаев и болезней	от несчастных случаев
		медицинское страхование

Окончание табл. 5.2

<i>Отрасль страхования</i>	<i>Подотрасль страхования</i>	<i>Вид страхования</i>
Имущественное страхование	Страхование имущества	имущества юридических лиц
		имущества физических лиц
		средств наземного транспорта
		средств железнодорожного транспорта
		средств воздушного транспорта
		средств водного транспорта
		сельскохозяйственное
		грузов
	Страхование ответственности	гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств
		гражданской ответственности владельцев средств железнодорожного транспорта
		гражданской ответственности владельцев средств воздушного транспорта
		гражданской ответственности владельцев средств водного транспорта
		гражданской ответственности организаций, эксплуатирующих опасные объекты
		гражданской ответственности за причинение вреда вследствие недостатков товаров, работ, услуг
		гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам
		гражданской ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по договору
	Страхование рисков	предпринимательских
		финансовых

Данная классификация применяется в целях лицензирования страховой деятельности.

В теории рассматриваются и другие признаки классификации страховых операций, авторы раскрыли только те, которые наиболее часто встречаются.

5.2. Страховой рынок: понятие, функции, принципы, классификация

Рынок страхования — часть финансового рынка, на котором предлагаются услуги по страхованию. Это особенный специфический сегмент финансового рынка, решающий главную задачу — страховую защиту в результате наступления случайных неблагоприятных событий. Точно такую же задачу (хеджирование

активов) только с помощью производных финансовых инструментов (фьючерсные, форвардные, опционные контракты, свопы) решает другой сегмент финансового рынка — рынок ценных бумаг.

Как и любую отрасль финансового рынка, механизм функционирования рынка страхования необходимо рассматривать как с институциональной, так и с функциональной точки зрения.

Страховой рынок с *функциональной* точки зрения представляет собой социально-экономическую среду, в рамках которой осуществляются взаимоотношения субъектов страхования по поводу создания, продвижения, потребления страховых продуктов на основе нормативно-законодательных актов, регламентов, правил.

Страховой рынок с *институциональной* точки зрения — это специфическая система институтов, работающих на рынке страхования. Структура страхового рынка формируется из следующих институтов (рис. 5.3):

- страховых организаций;
- страховых посредников;
- страховых оценщиков (профессиональных оценщиков страховых рисков и убытков);
- урегулирования взаимоотношений и внесудебного разрешения страховых споров (омбудсмены);
- страхователей;
- системы корпоративного регулирования страхового рынка (ассоциации, союзы профессиональных объединений и саморегулируемые организации);
- системы государственного регулирования и надзора рынка.

Обязательным условием существования страхового рынка является наличие у организаций и населения потребностей на страховые услуги (формирование спроса) и страховых компаний, способных удовлетворить эти потребности (формирование предложения). Таким образом, основными экономическими законами функционирования страхового рынка являются законы стоимости, спроса и предложения.

Страховой рынок выполняет ряд важнейших функций:

- защитная, основанная на гражданско-правовых отношениях деятельности страховщиков, направленная на организацию мер поддержки потребителей страховых услуг (страхователей, застрахованных лиц) с целью минимизации влияния на их положение финансовых последствий наступления страховых событий;
- ценообразующая, которая позволяет цене выступать провоцирующим фактором для принятия решения страхователем о покупке, а страховщиком — о продаже страхового продукта. При этом решение страхователя соотносится с полезностью страхового продукта, т. е. способностью удовлетворить его потребности в предсказуемости и безопасности деятельности. Страховщик же при принятии решения о создании того или иного страхового продукта ориентируется на издержки производства;

– информационная, направлена на обеспечение свободы информации и равного доступа участников рынка к ней, что позволяет каждому из них самостоятельно принимать решение о заключении/незаключении договора страхования исходя из субъективной оценки эффективности страховых продуктов и своей ситуации или положения.

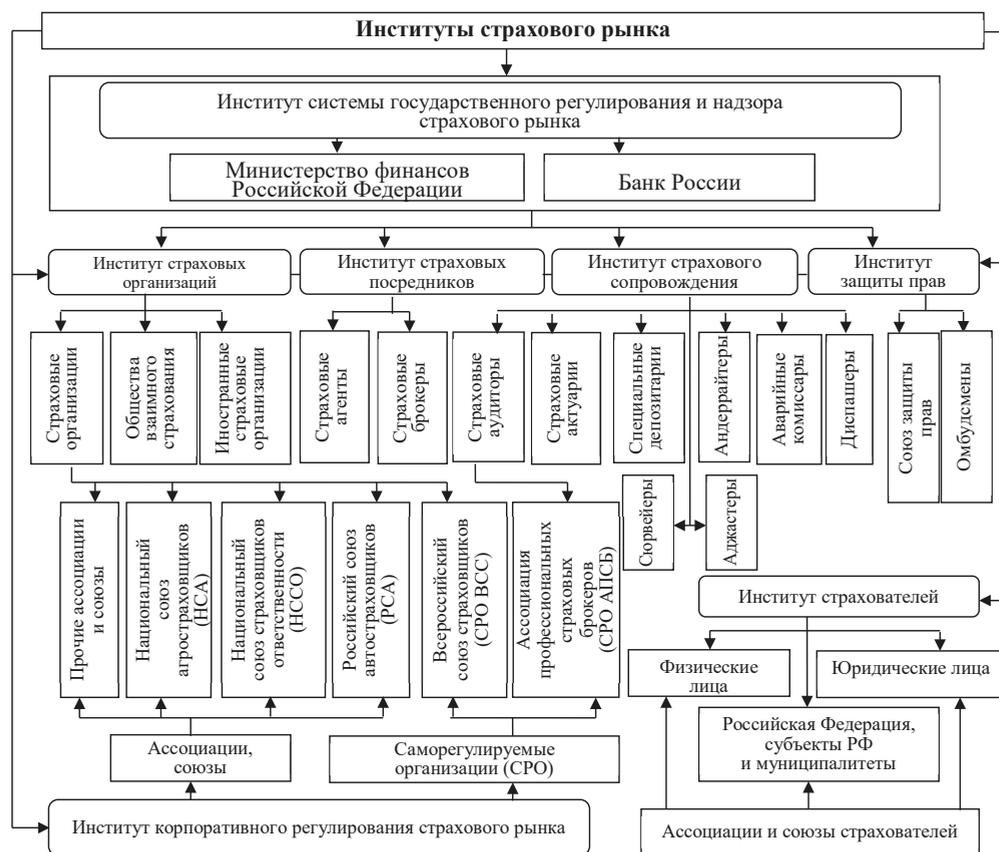


Рис. 5.3. Институциональная структура страхового рынка

Наряду с ключевыми функциями все страховые институты, являющиеся финансовыми посредниками контрактно-сберегательного типа, выполняют посреднические функции, которые позволяют страхователю и страховщику найти друг друга, при этом каждый из них старается заключить договор по оптимальным для себя условиям.

Страховой рынок функционирует на следующих принципах:

1) принцип демонаполизации страхового дела. Реализация этого принципа означает, что предпринимательскую деятельность на страховом рынке могут осуществлять субъекты страхового дела (страховые компании, общества взаимно-

го страхования, страховые брокеры и страховые актуарии) независимо от формы их собственности;

2) конкуренции субъектов страхового дела в процессе разработки, продажи страховых продуктов, а также сервисного обслуживания потребителей страховых услуг с ориентацией на интересы конкретных групп населения и организаций;

3) конкуренции субъектов страхового дела, который должен в необходимых случаях сочетаться с принципом их сотрудничества и проявляется прежде всего при перестраховании или в состраховании особо крупных и опасных рисков. Помимо этого, субъекты страхового дела, объединяясь, создают коммерческие и некоммерческие партнерства с целью улучшения качества предоставляемых страховых услуг;

4) свободы выбора. Данный принцип определяет поведение как страховых компаний при осуществлении отбора рисков и клиентов, так и страхователей при выборе страховщика. Как показала практика, в ряде стран данный принцип зачастую нарушается, поскольку доминирует обязательная форма страхования, и тогда выбор страховых компаний ограничивается в силу законодательного требования заключения договора страхования со всеми клиентами, подпадающими под его действие;

5) надежности и гарантии страховой защиты, который обеспечивает реальность страховой сделки и получение компенсации ущерба в случае наступления неблагоприятного события. Это особенно важно на стадии заключения договора страхования, поскольку страховой продукт сам по себе не материален и его очень сложно «ошутить»;

6) открытости и гласности, который означает обязательную публикацию субъектами страхового дела в средствах массовой информации (СМИ) утвержденных отчетов по финансовому положению, а также предполагает их обязанность предоставлять по требованию информацию гражданам и другим участникам страховых отношений, такую как: правила страхования, о финансовой устойчивости и др., не являющейся коммерческой тайной. Благодаря данному принципу страхователь может более разумно принимать решение о выборе страховой компании.

Как показала практика, чем выше уровень конкуренции на страховом рынке, тем эффективнее деятельность страховых компаний.

Как и рынок любых других видов товаров, работ и услуг, страховой рынок подвержен цикличности, экономически закономерным колебаниям цен на страховые продукты.

Особенности экономических циклов на страховом рынке определяются следующими факторами:

1) привлечение избыточного капитала в страхование в благоприятные годы и, как следствие, снижение цены на страховые услуги;

2) рост эффективности превентивных мероприятий, способных значительно снизить негативные последствия неблагоприятных последствий, и снижение, таким образом, спроса на страхование;

3) относительное снижение опустошительности последствий неблагоприятных событий в благоприятные годы;

4) наступление катастрофических убытков, вызванных как стихийными бедствиями, так и последствиями человеческой деятельности, которые ведут к удорожанию стоимости страховой и перестраховочной защиты.

Классификация страхового рынка представлена на рис. 5.4.

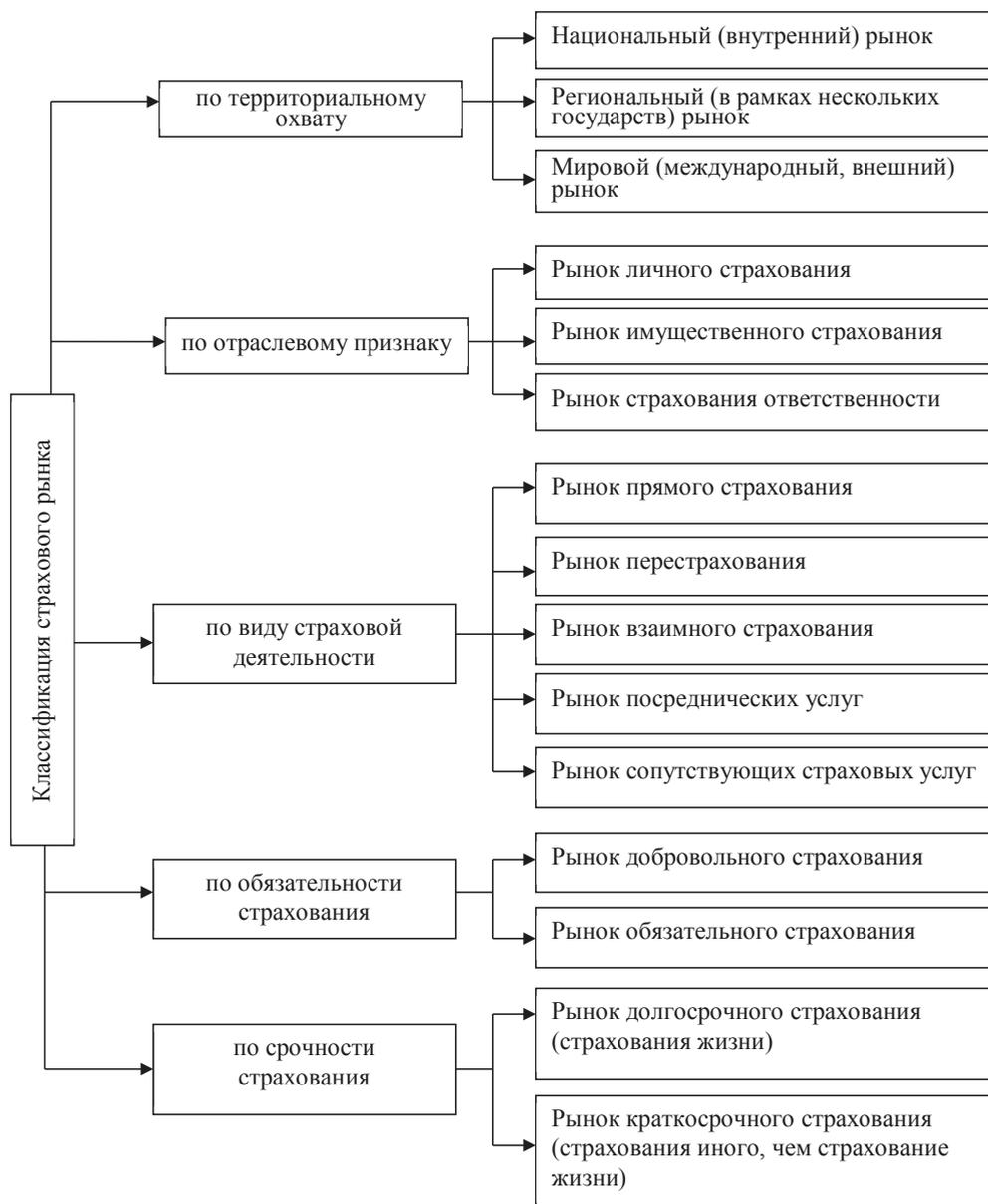


Рис. 5.4. Классификация страхового рынка

Проанализируем подробнее классификационные признаки страхового рынка.

По территориальному охвату страхового рынка:

- 1) национальный (страновой, внутренний);
- 2) региональный (в рамках нескольких государств);
- 3) мировой (международный, внешний).

Начальным уровнем финансового рынка и всех его сегментов, включая страховую, является *национальный* рынок. Национальный (внутренний) страховой рынок базируется на единых нормативно-правовых актах, регулирование которого в настоящее время осуществляет единый финансовый мегарегулятор — Банк России. Суждения о местном (областном, республиканском, краевом и т. п.) как самостоятельном уровне рынка страхования являются ошибочными.

Следующим уровнем рынка страхования является *региональный* — это страховой рынок в рамках нескольких государств, например, страховой рынок в рамках ЕС (Европейский союз), ЕАЭС (Евразийский экономический союз), СНГ (содружество независимых государств) и других объединений государств, где действуют сообща принятые единые правила.

Мировой (международный, внешний) страховой рынок — это совокупность национальных и региональных рынков, т. е. спрос и предложение страховых услуг осуществляются в масштабах мирового страхового пространства и объединяют транснациональные страховые компании, деятельность которых выходит из зоны влияния национального государственного регулирования; они диктуют свои условия государствам, на территории которых осуществляют бизнес.

В последнее десятилетие национальные рынки страховых услуг разных стран активно формируют интернациональные страховые пространства, причем тенденции к интеграции затронули все слои страхового бизнеса.

Расширению страхового бизнеса за национальные пределы и развитию тенденции глобального объединения на страховом рынке способствуют несколько объективных факторов, и прежде всего нивелирование культурных и экономических границ между странами и создание единого информационного, экономического и культурного пространства, что ведет к расширению как партнерства, так и зарубежных представительств страховых организаций и, соответственно, к установлению более тесных контактов между национальными рынками. Кроме того, процессу интеграции страхового бизнеса содействует либерализация режима международного обмена страховыми услугами: открывается доступ на развивающиеся страховые рынки, внедряются актуальные страховые технологии наиболее развитых транснациональных компаний. И, наконец, техническими предпосылками расширения страхового бизнеса за пределы национальных границ служит активное развитие глобальных коммуникационных и информационных систем.

В условиях интеграции страхового рынка усиливается конкуренция между крупнейшими транснациональными страховыми компаниями, что побуждает страховщиков внедрять новые формы и методы конкурентной борьбы — разра-

ботку новых страховых продуктов, сращивание страхового, банковского и финансового капиталов.

По отраслевому признаку выделяют:

- 1) рынок личного страхования;
- 2) имущественного страхования;
- 3) страхования ответственности.

Каждый из этих рынков, в свою очередь, можно разделить на обособленные сегменты, *например*: рынок личного страхования — на рынок страхования жизни, страхования от несчастных случаев, медицинского страхования.

По виду страховой деятельности:

- 1) рынок прямого страхования (страхование жизни, рисковое страхование);
- 2) перестрахования;
- 3) взаимного страхования;
- 4) посреднических услуг;
- 5) сопутствующих страховых услуг.

По форме страхования (обязательности страхования):

- 1) рынок обязательного страхования;
- 2) добровольного страхования.

По срочности страхования:

- 1) рынок долгосрочного страхования (страхование жизни);
- 2) краткосрочного страхования (страхование иное, чем страхование жизни).

Уровень развития страхового рынка можно определить, используя следующие *показатели*, которые объединены в две группы, *характеризующие*:

- 1) развитие страховой инфраструктуры;
- 2) интенсивность развития страховой отрасли (табличная форма ниже).

Отмеченные показатели, в свою очередь, разделены на количественные и качественные:

<i>Количественные показатели</i>	<i>Качественные показатели</i>
<i>Показатели развития страховой инфраструктуры</i>	
Число страховых организаций	Совокупный капитал страховых компаний (уровень капитализации страхового рынка)
Число страховых организаций с иностранным капиталом	Доля иностранного капитала в совокупном уставном капитале страховых организаций
Число региональных страховых компаний	Доля региональных страховых компаний в совокупности собираемых премий. Доля региональных страховых компаний в совокупном объеме страховых выплат
Средняя численность страховых агентов	Доля страховых агентов в общей численности работников, занятых в страховании. Удельный вес страховых премий, собранных страховыми агентами. Доля договоров, заключенных через агентов

Размер активов страховых организаций	Доля активов страховых организаций в ВВП страны. Соотношение активов страховых организаций и страховых взносов. Соотношение активов страховых организаций и банковских активов
Прибыльность/убыточность страховых организаций (капитализация)	Рентабельность страхового бизнеса, активов и др.
Число страховых брокеров	Удельный вес страховых премий, собранных страховыми брокерами. Доля договоров, заключенных через брокеров
Количество перестраховочных компаний	Доля перестраховщиков в общем количестве страховых компаний. Доля компаний, которые занимаются только перестрахованием в общем количестве страховых компаний
Количество отозванных органом страхового надзора лицензий	Доля страховых компаний, у которых была отозвана лицензия, к общему числу страховых компаний, работающих на рынке
Сумма налоговых платежей, уплачиваемых страховыми компаниями	Доля налоговых платежей страховых компаний в общем объеме собираемых налогов. Налоговая нагрузка страховых компаний
<i>Показатели интенсивности развития страховой отрасли</i>	
Совокупный объем собираемых премий	Доля страховых премий в ВВП страны. Страховая премия на душу населения. Доля налоговых платежей страховых компаний в общем объеме собираемых премий
Совокупный объем собираемых страховых премий в разрезе форм страхования	Соотношение страховых услуг по обязательным и добровольным формам страхования
Совокупный объем страховых выплат	Средняя убыточность страховых операций, рассчитываемая как отношение совокупных выплат к совокупным премиям (считается в разрезе видов страхования)
	Дифференциация страхового рынка по отраслям, регионам, страховщикам. Концентрация страховых компаний по объему собранных страховых премий
	Охват страхового поля — отношение совокупного страхового портфеля к совокупному страховому полю

Страховой рынок имеет устойчивые отношения с другими сегментами финансового рынка: рынком ценных бумаг, кредитным и валютным рынками, на которых страховые организации размещают страховые резервы и свои ресурсы.

Таким образом, страховой рынок можно представить в виде экономического пространства, в котором действуют страхователи и страховщики, а также иные организации, обеспечивающие эффективность страховой деятельности.

5.3. Участники страхового рынка

Участниками страхового рынка являются покупатели, продавцы и организации инфраструктуры рынка. Страховой рынок предполагает самостоятельность участников, их равное партнерство, а также наличие развитой системы горизонтальных и вертикальных связей (рис. 5.5).

Покупателем на страховом рынке выступает страхователь, приобретающий страховые продукты как для самозащиты, так и для защиты других людей, которые связаны со страхователем либо узами родства (например, страхование членов семьи), либо выполнением гражданских обязательств (например, страхование работодателем лиц, с которыми у него заключен трудовой договор). Следует отметить, что юридические и дееспособные физические лица, выступая в качестве покупателя, не всегда являются потребителем страховых услуг. В данном случае между понятиями «потребитель» и «покупатель» страховых услуг не всегда можно поставить знак равенства. Потребитель страховых услуг — это лицо, имущественные интересы которого являются объектом страхования, и в случае реализации страховых рисков будет выступать в качестве бенефициара (выгодоприобретателя), рис. 5.6.

Наиболее часто страховщиков классифицируют по характеру выполняемых операций. Разделение на универсальных и специализированных страховщиков условно, поскольку отдельные страховые компании предоставляют значительно больший перечень страховых услуг, чем заявлено. Интересно, что в ряде стран деятельность универсальных страховых компаний запрещена законом, и все компании делятся на компании, занимающиеся страхованием жизни (life insurance), и страховые компании, занимающиеся иными видами страхования (non-life). Российское законодательство также придерживается разделения страховщиков по специализации (страхование жизни, иные виды страхования).

Страховщиков можно классифицировать и по другим признакам, например, по организационно-правовой форме: акционерные общества (ПАО, АО), общества с ограниченной ответственностью (ООО), общества с дополнительной ответственностью (ОДО) и т. д. В России, несмотря на большой выбор организационно-правовых форм, преимущественно используются только две: публичные акционерные общества (ПАО) и ООО.

Осуществляя свою деятельность, страховщик руководствуется следующими принципами:

- 1) обеспечение и максимизация прибыли;
- 2) минимизация рисков;
- 3) обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности.

Организация бизнеса страховой компании во многом определяется ее финансовым потенциалом, который зависит от величины таких показателей, как сформированный собственный капитал, собранные страховые взносы, эффективность страховой и инвестиционной деятельности.

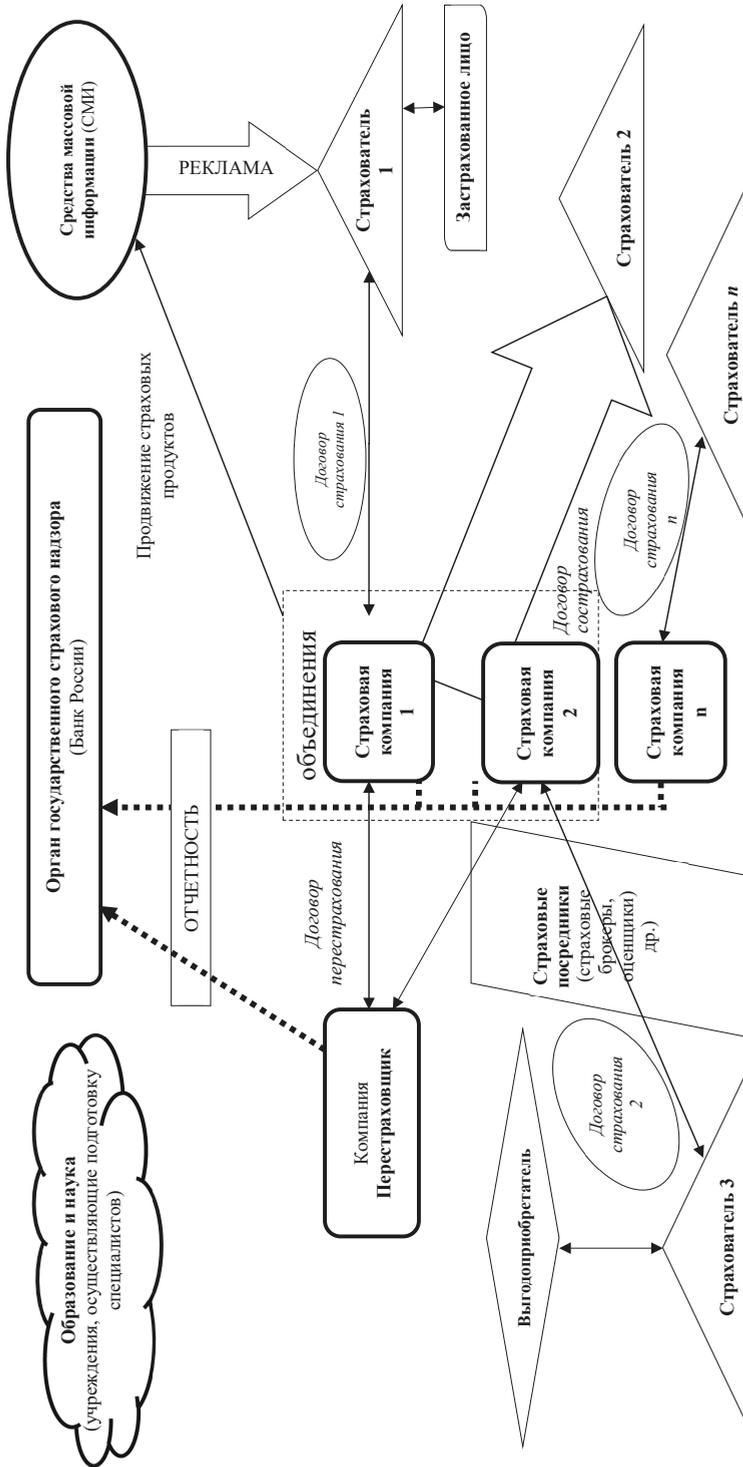


Рис. 5.5. Система взаимосвязей участников страхового рынка

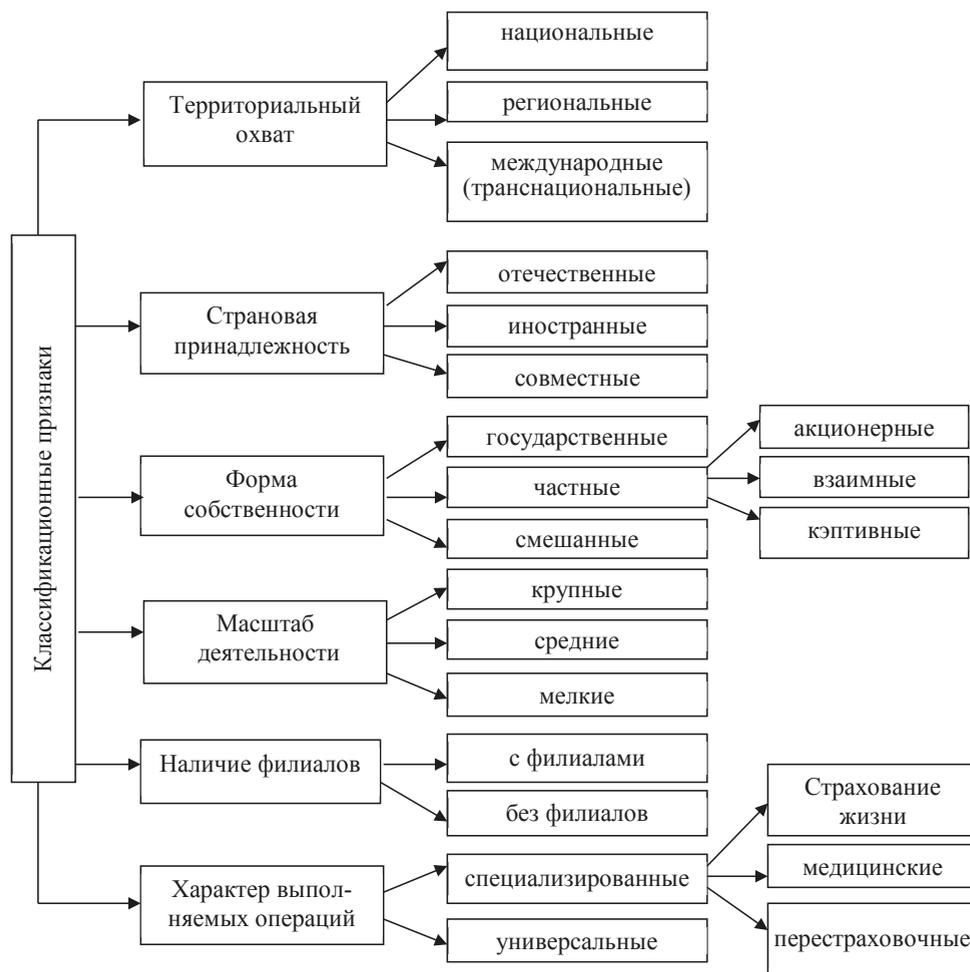


Рис. 5.6. Классификация страховщиков

Как показано на рис. 5.7, чем больше разница между входящими и исходящими финансовыми потоками, тем выше финансовый потенциал страховой организации.

Финансовые потоки страховой компании представляют собой свободные денежные средства, принадлежащие компании, которыми она может распоряжаться и использовать их в своей деятельности с учетом принятых обязательств.

Деятельность любой страховой компании включает в себя как общие вспомогательные бизнес-процессы (финансовый учет, делопроизводство, управление проектами, риск-менеджмент и др.), которые характерны практически для каждой коммерческой организации, так и специфические, характерные только для организаций страховой отрасли (основными являются маркетинг, андеррайтинг, актуарные расчеты, перестрахование и др.), рис. 5.8.

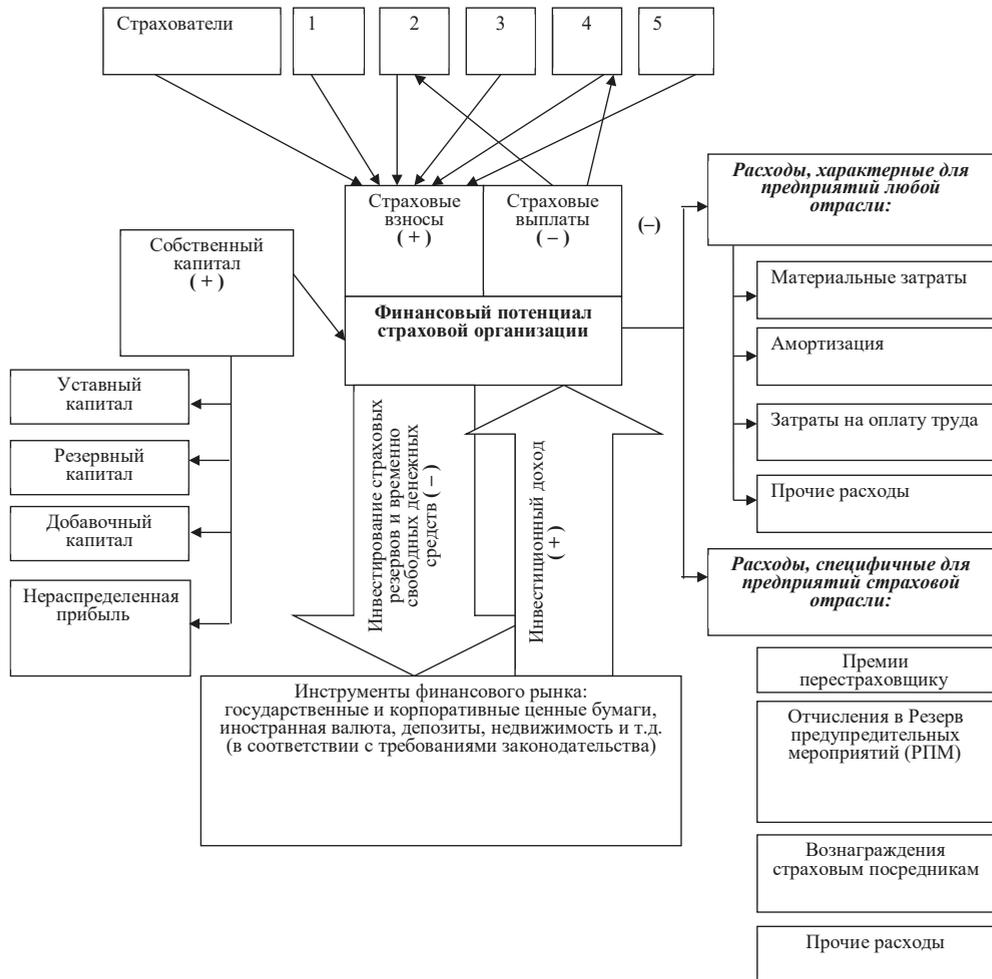


Рис. 5.7. Формирование финансового потенциала страховой организации

Качество бизнес-процесса зависит от логичности, последовательности действий, которые обеспечивают связь между направлениями бизнес-процесса, и ориентированности на достижение определенных результатов.

Организация деятельности страховых компаний также во многом зависит от выбора направления деятельности на страховом рынке (страхования, перестрахования, взаимного страхования или страхования корпоративных интересов своих учредителей).

С целью защиты своих интересов страховщики создают профессиональные объединения, которые могут быть созданы на коммерческой (страховой пул) или некоммерческой (ассоциации, союзы, саморегулируемые организации) основах,

являющиеся самостоятельными организациями, в задачи которых входят развитие страхового рынка и решение различных профессиональных задач.

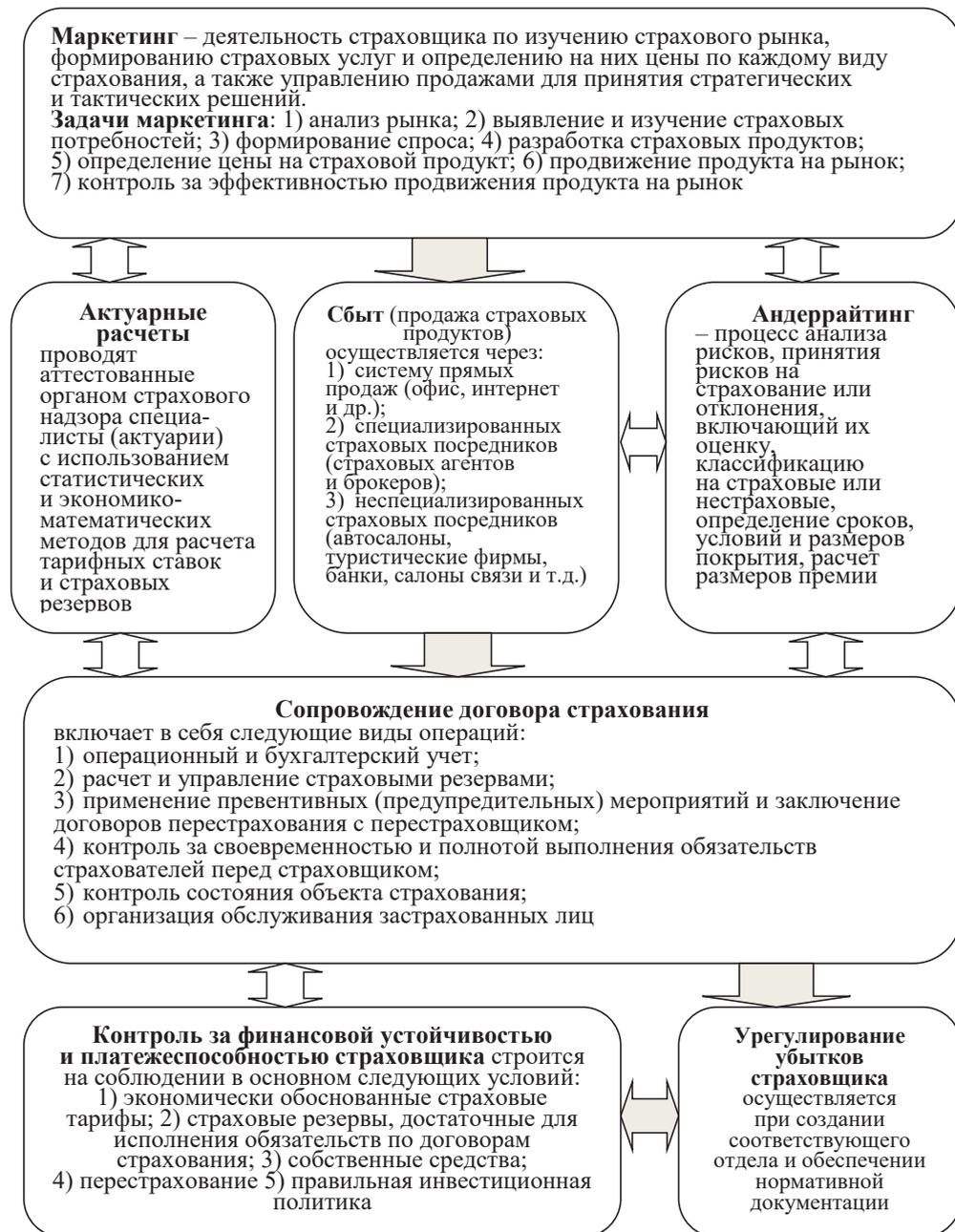


Рис. 5.8. Последовательность и содержание основных бизнес-процессов страховой компании

Формой коммерческого объединения страховщиков является *страховой пул*, создаваемый на основе соглашения между ними в целях обеспечения финансовой устойчивости страховых операций на условиях солидарной ответственности его участников за исполнение обязательств по договорам страхования, заключенным от имени участников пула. Соглашение оформляется в виде договора простого товарищества (договора о совместной деятельности).

Предметом создания и деятельности страхового пула является совместная деятельность по страхованию и перестрахованию однородных объектов согласно унифицированным правилам и тарифам.

При создании страховых пулов страховщики преследуют следующие цели:

- 1) создание условий для достижения максимальной стабильности страховых услуг по соответствующим видам страхования;
- 2) обеспечение финансовой устойчивости его участников;
- 3) преодоление недостаточной финансовой емкости;
- 4) реализация возможности участия в крупных рисках;
- 5) обеспечение страховых выплат клиентам по крупным рискам.

Примеры созданных в России страховых пулов:

– российский антитеррористический страховой пул (РАТПС) создан в 2001 году для страхования рисков «терроризм» и «диверсия» и включает 25 страховых и перестраховочных компаний. Этот пул продолжает свою деятельность и в настоящее время;

– российский ядерный страховой пул (РЯСП) создан в 1997 году для страхования рисков, связанных с эксплуатацией ядерных энергетических установок, и включает более 20 страховых компаний. Пул продолжает свою деятельность и в настоящее время;

– российский пул по перестрахованию рисков ответственности опасных производственных объектов (ПП ОПО) создан в 2011 году;

– российский пул по перестрахованию рисков гражданской ответственности перевозчика за причинение вреда жизни, здоровью, имуществу пассажиров (ПП ОСП) создан в 2013 году.

На страховом рынке наибольшую популярность получили профессиональные объединения страховщиков и других его участников на некоммерческой основе, которые можно классифицировать по территориальному и отраслевому признакам.

К *территориальным организациям* относится образованный 15 марта 1994 г. Всероссийский союз страховщиков (ВСС), который представляет собой единый союз профессиональных участников страхового рынка. Главной целью деятельности ВСС является координация деятельности участников союза и защита их интересов в отношениях с российскими и зарубежными организациями и органами власти. С декабря 2016 года Всероссийский союз страховщиков приобрел статус саморегулируемой организации (СРО ВСС), в состав которой вошли 153 страховые компании (примерно 60% от общего количества) из 264 (рис. 5.9).

Вступление профессиональных субъектов страхового рынка в СРО является добровольным, но в некоторых случаях законом может быть предусмотрена обязательность такого участия.

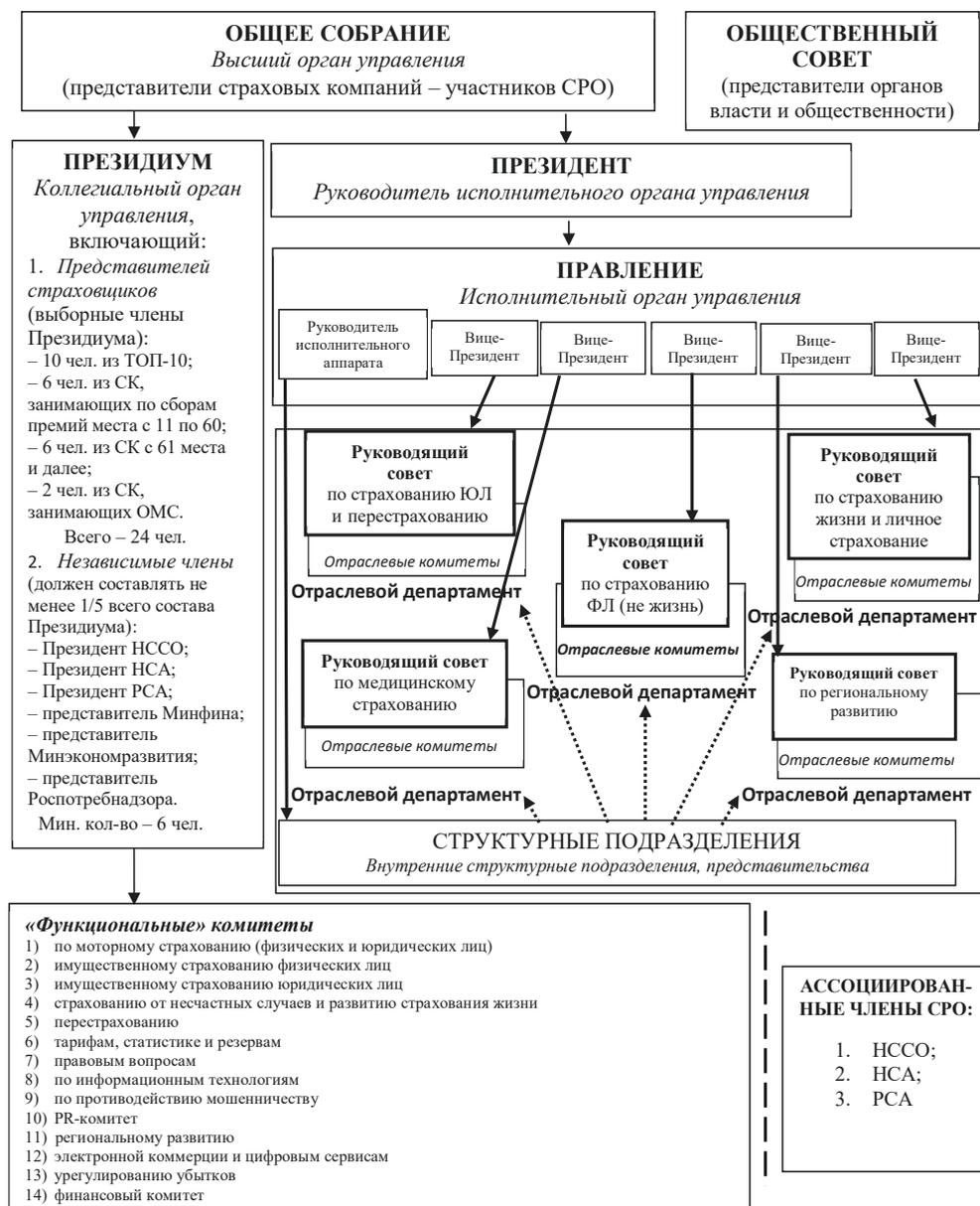


Рис. 5.9. Структура управления и состав СРО ВСС

Принятие государством решения об *обязательном членстве* страховщиков в саморегулируемой организации, в котором был определен их срок вступления — до 04.06.2017 г., привело к снижению количества и так сокращающейся численности страховщиков на российском страховом рынке. Следует отметить, что в СРО ВСС автоматически вошли страховые компании, осуществляющие обязательное страхование и являющиеся членами ассоциированных объединений, таких как Российский союз автостраховщиков (РСА), Национальный союз страховщиков ответственности (НССО), Национальный союз агростраховщиков (НСА).

Отличительной чертой СРО является его взаимодействие с потребителями страховых услуг: подача исков, жалоб и заявлений в защиту интересов потребителей страховых услуг; организация третейских разбирательств споров, возникающих между участниками СРО и потребителями страховых услуг.

К территориальным организациям также относятся региональные союзы и ассоциации, образуемые, как правило, в рамках федеральных округов, например, «Союз страховщиков Санкт-Петербурга и Северо-Запада», «Сибирская межрегиональная ассоциация страховщиков», «Союз страховщиков Татарстана», «Урало-Сибирское соглашение».

К отраслевым объединениям относятся:

1. Российский союз автостраховщиков, РСА, объединяющий всех страховщиков, осуществляющих обязательное страхование гражданской ответственности владельцев транспортных средств. Включает в себя 48 крупнейших страховых компаний страны.

2. Национальный союз страховщиков ответственности, НССО, объединяющий страховщиков, осуществляющих обязательное страхование гражданской ответственности владельца опасного объекта за причинение вреда в результате аварии на опасном объекте и действующий в целях обеспечения взаимодействия страховщиков, формирования и контроля исполнения ими стандартов и правил профессиональной деятельности при осуществлении страхования.

3. Ассоциация страховщиков жизни, АСЖ, основными целями которой являются развитие рынка страхования жизни, увеличение его объемов и расширение спектра услуг и продуктов; повышение надежности и профессионализма участников рынка; развитие законодательства и совершенствование регулирования индустрии с целью повышения привлекательности услуг по страхованию жизни и возможности предложения новых современных страховых продуктов; популяризации идеи страхования жизни и повышения страховой культуры в стране.

4. Российская ассоциация авиационных и космических страховщиков (РА-АКС), объединяющая 31 страховую организацию, была создана в 1996 г. для консолидации авиационных страховщиков России и стран бывшего СССР с целью защиты их интересов и координации деятельности по выработке общих правил страхования авиационных и космических рисков, а также представления авиационных страховщиков России на международном страховом рынке.

5. Национальный союз агростраховщиков, НСА (создан в 2007 г.), объединяющий 26 крупнейших страховых организаций, предлагающих страховую защиту при производстве сельскохозяйственной продукции.

6. Национальная ассоциация обществ взаимного страхования, НАВС (была создана 9 апреля 2010 г.), главными задачами которой являются содействие развитию взаимной страховой деятельности в России, представление и защита общих интересов членов Ассоциации, связанных с осуществлением ими взаимной страховой деятельности.

Этот перечень не ограничивается представленным списком.

Развитый страховой рынок требует и развитой инфраструктуры. *Инфраструктура страхового рынка* — система взаимоотношений и взаимодействий между профессиональными участниками страховых отношений и специалистами иных видов деятельности, которые способствуют эффективному функционированию страховых отношений и качественному предоставлению покупателям страховых (перестраховочных) услуг.

Следует выделять посредническую, деловую и институциональную инфраструктуру страхового рынка.

Посредническая инфраструктура включает в себя организации, деятельность которых ориентирована на продвижение страховых продуктов от страховой компании к потребителю, а также в консультационном сопровождении потребителя страховых услуг на этапе заключения, исполнения, изменения и прекращения действия договора страхования. Они представляют собой промежуточное звено в системе «страховщик — страхователь».

Использование посредников в страховании позволяет страховщику повысить свою конкурентоспособность, поскольку дает возможность пользоваться источником первичной информации о том, чего хотят страхователи, как они воспринимают предлагаемые посредниками страховые услуги и какие страховые продукты в итоге они приобретают.

Наличие страховых посредников и степень их участия в процессе подготовки и заключения договора страхования характеризует уровень зрелости страховых отношений в стране.

Цель страхового посредника, как и любого другого коммерческого хозяйствующего субъекта, — получение прибыли, которая достигается ими за счет решения основной задачи — получение комиссионного вознаграждения за содействие в процессе заключения договоров страхования и поддержание необходимого уровня сотрудничества как со страхователями, так и со страховщиками.

Страховых посредников в зависимости от характера выполняемых операций можно классифицировать на специализированные и неспециализированные организации (рис. 5.10).

Традиционно в группу специализированных страховых посредников входят страховые агенты и страховые брокеры.

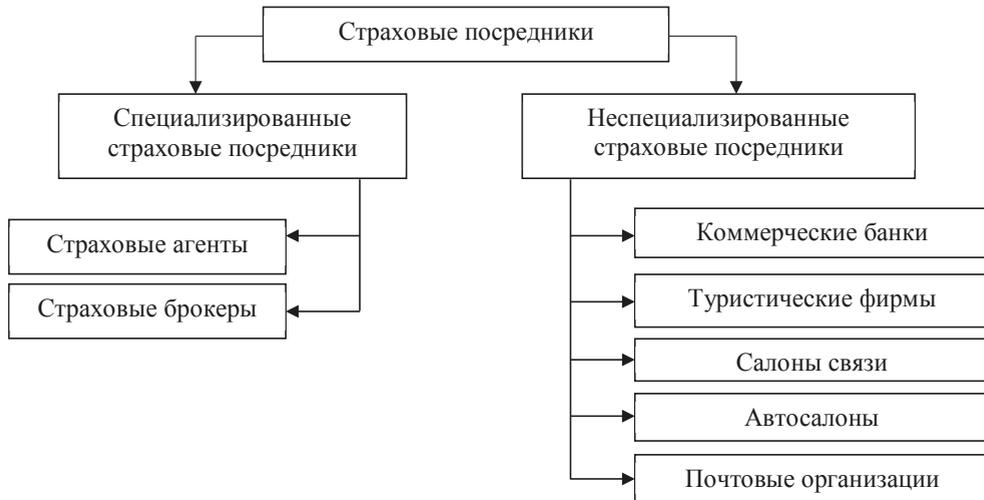


Рис. 5.10. Классификация страховых посредников

Страховые агенты — юридические лица (коммерческие организации) или постоянно проживающие на территории страны физические лица, осуществляющие деятельность на основании гражданско-правового договора от имени и за счет страховщика в соответствии с предоставленными им полномочиями.

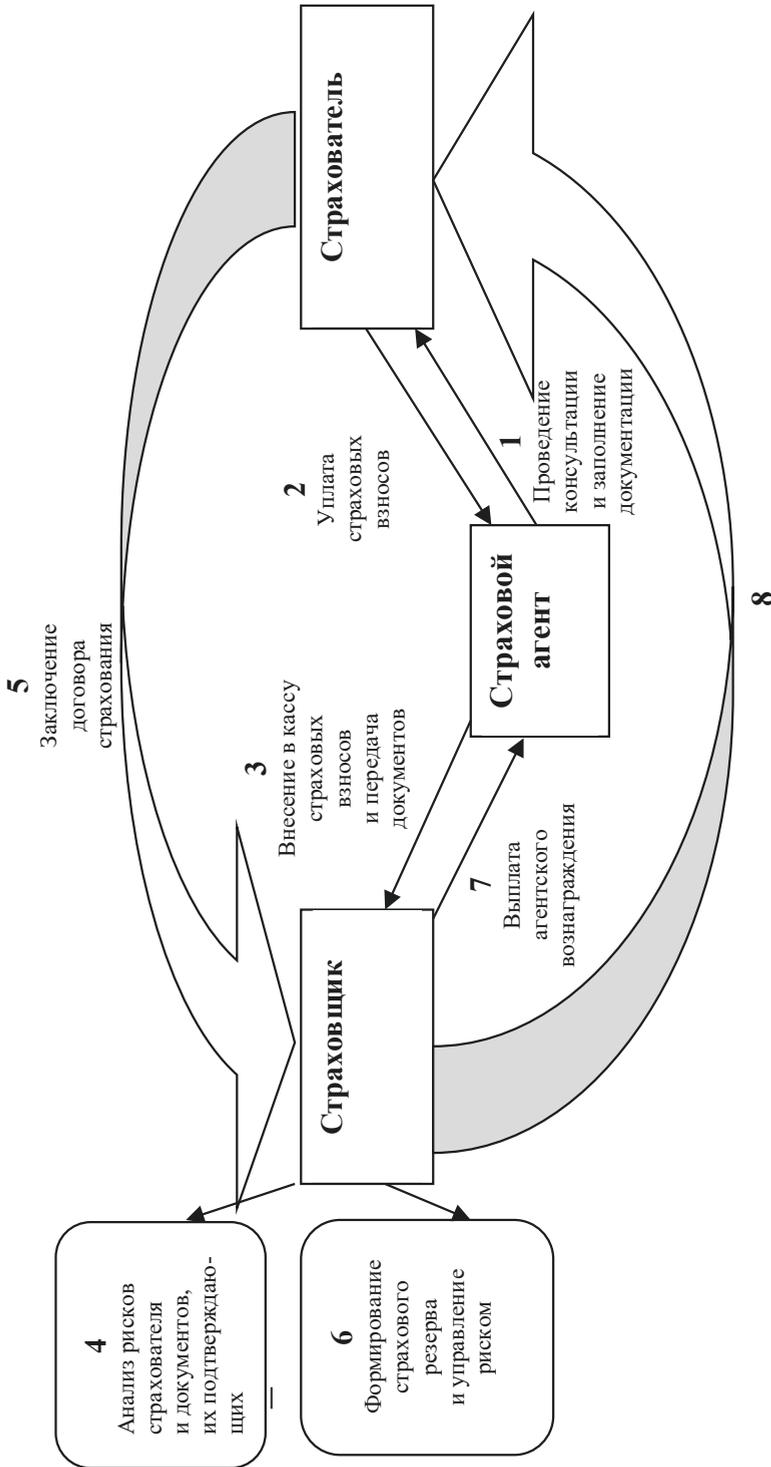
Взаимоотношения между страховым агентом и страховщиком строятся на основе агентского договора, в соответствии с которым:

страховой агент обязан:

- содействовать заключению договора страхования с определенным страховщиком (рис. 5.11);
- оформлять необходимую страховую документацию в рамках своих полномочий;
- обеспечивать оплату страхователем страховой премии;
- своевременно сдавать в кассу или перечислять на расчетный счет страховщика уплаченные страхователями страховые премии;
- получать бланки договоров (полисов) и другие бланки строгой отчетности;
- не разглашать служебную информацию, кроме законодательно определенных случаев и др.;

страховщик обязан:

- обеспечивать страхового агента необходимой информацией и рекламными материалами;
- проводить обучение страхового агента;
- своевременно и в полном объеме выплачивать агенту вознаграждение за распространение страховых услуг;
- возмещать агенту расходы, понесенные им в ходе выполнения поручения и др.



8 При наступлении страхового события у страхователя проводится оценка страховщиком обстоятельств наступления страхового случая и определяется размер ущерба, а затем страховщик выполняет свои обязательства перед страхователем или его представителем

Рис. 5.11. Особенности заключения договора страхования через страхового агента

Страховые брокеры — юридические лица (коммерческие организации) или постоянно проживающие на территории страны и зарегистрированные в установленном порядке в качестве индивидуальных предпринимателей физические лица, которые действуют в интересах страхователя (перестрахователя) и страховщика (перестраховщика) и осуществляют деятельность по оказанию услуг, связанных с заключением, изменением, расторжением и исполнением договоров страхования (перестрахования), рис. 5.12. При оказании услуг страховой брокер не вправе одновременно действовать в интересах страхователя и страховщика.

Страховые брокеры вправе осуществлять иную, не запрещенную законом деятельность, связанную со страхованием, за исключением деятельности в качестве страхового агента, страховщика, перестраховщика. Страховые брокеры не вправе осуществлять деятельность, не связанную со страхованием.

Согласно российскому законодательству страховой брокер обязан пройти государственную регистрацию с последующим занесением его в реестр брокеров. Ведение реестра брокеров осуществляет орган страхового надзора.

К основным функциям страхового брокера относятся:

- 1) проведение оценки предмета страхования, т. е. определение, в каком страховании и от каких рисков нуждается клиент;
- 2) проведение сравнительного анализа услуг и финансового состояния ряда страховщиков;
- 3) подбор клиенту наиболее подходящего страховщика и оптимальной программы страхования, представляющей собой наилучшее сочетание качества и цены;
- 4) оказание помощи клиенту при заключении договора страхования;
- 5) сопровождение договоров страхования, защита интересов клиента;
- 6) содействие в быстром и беспроblemном получении страховых выплат, оформлении пакета документов на страховое возмещение;
- 7) урегулирование любых конфликтов, возникающих между клиентом и страховой компанией.

Таким образом, страховой брокер обеспечивает оптимальные условия страхования по размеру страховых платежей и объему ответственности, а также повышает сервисное обслуживание клиента.

Страховой брокер не гарантирует платежеспособности страховщика, не несет ответственности за страховые выплаты и возврат страховых взносов при расторжении договоров страхования. Оплата услуг страхового брокера осуществляется в виде брокерского вознаграждения.

Страховые брокеры выполняют следующие виды услуг:

- 1) привлечение клиентуры к страхованию, ее поиск;
- 2) разъяснительная работа (профессиональное консультирование) по интересующим клиента видам страхования;
- 3) подготовка или в соответствии с предоставленными полномочиями оформление необходимых для заключения договора страхования документов, сбор интересующей информации;

8

При наступлении страхового события у страхователя проводится оценка страховщиком обстоятельств наступления страхового случая и определяется размер ущерба, а затем страховщик выполняет свои обязательства перед страхователем или его представителем

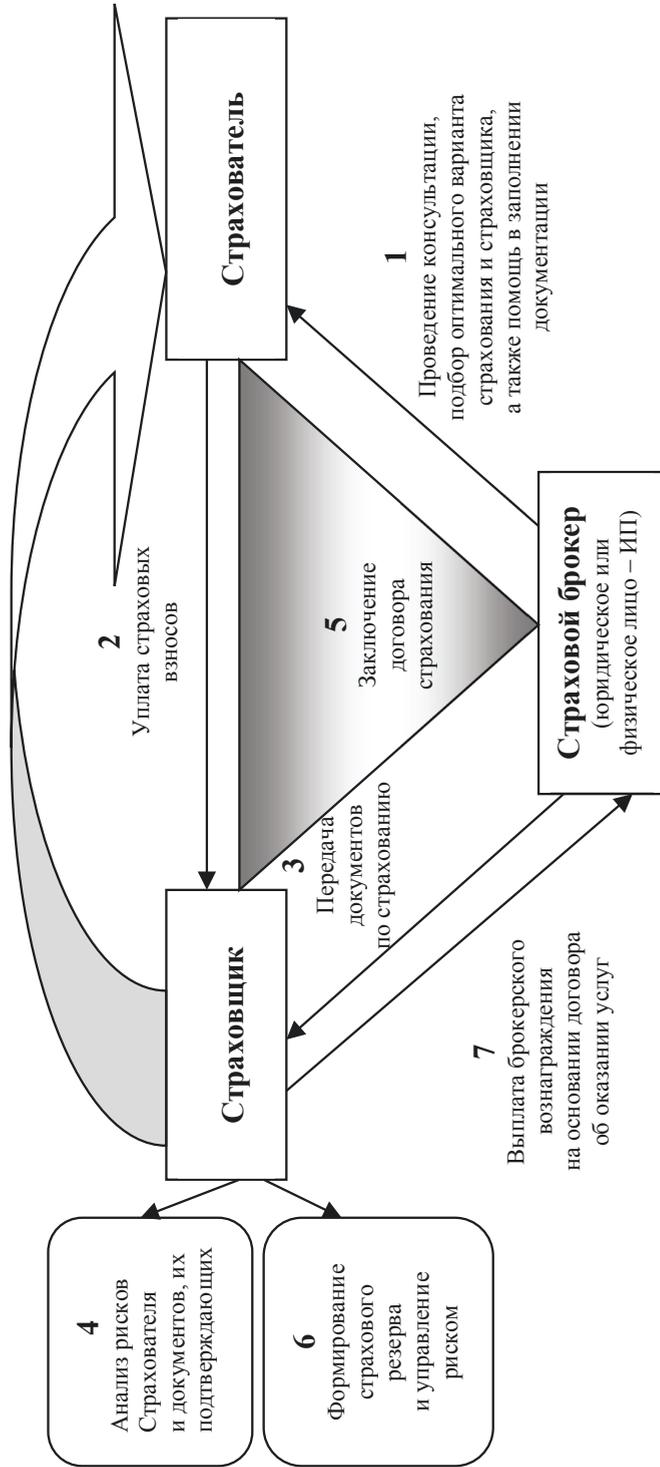


Рис. 5.12. Особенности заключения договора страхования через страхового брокера

4) подготовка или в соответствии с предоставленными полномочиями оформление необходимых документов для получения страховой выплаты;

5) инкассация страховых взносов (премий) по договорам страхования (при наличии соответствующего соглашения со страховщиком);

6) организация страховых выплат по поручению и за счет страховщика (при наличии соответствующего соглашения);

7) размещение страхового риска по договорам перестрахования или сострахования (по поручению клиента); и др.

Согласно кодексу профессиональной этики страховые брокеры строят свою деятельность на соблюдении следующих принципов:

– принцип законности. Брокер строит свою деятельность на страховом рынке, учитывая интересы клиента, если эти интересы не противоречат законодательству и нормам морали;

– принцип фиксации. Взаимоотношения брокера и страхователя должны быть зафиксированы письменно;

– принцип безотказности. Брокер не имеет права отказываться от поручений страхователя. Если возникает объективная причина, не позволяющая выполнить эти поручения, то он должен помочь в подборе другого брокера;

– принцип косвенной возмездности. Брокер выполняет поручения страхователя безвозмездно, а оплату своих услуг получает от страховщика в виде комиссии.

Главное отличие брокера от страхового агента заключается в том, что он выступает на страховом рынке как независимый квалифицированный посредник-эксперт между страховщиком и страхователем, увязывая потребности последних с предложением услуг на страховом рынке. По своему статусу страховой брокер является представителем и защитником интересов страхователя, его консультантом.

Также следует добавить, что, кроме СРО ВСС, на страховом рынке функционирует еще одна саморегулируемая организация — Ассоциация профессиональных страховых брокеров (СРО АПСБ).

Неспециализированные страховые посредники (НСП) представляют достаточно большую группу, в которую входят автосалоны, коммерческие банки, туристические фирмы, почта, АЗС, салоны связи, а также другие предприятия, предоставляющие страховые продукты населению как сопутствующие услуги их деятельности.

Особенностью продаж страховых продуктов через НСП является то, что эти отношения строятся на взаимовыгодных условиях. Для страховой компании в первую очередь обеспечиваются рост клиентской базы и приток страховых премий, для НСП — возможность расширить ассортимент предоставляемых услуг или «загрузить» работой свое подразделение.

К *деловой инфраструктуре* относятся организации, работы и услуги которых направлены на сопровождение, обслуживание и повышение эффективности деятельности страховщиков: страховые аудиторы, специальные депозитарии, стра-

ховые актуарии, андеррайтеры, сюрвейеры, диспашеры, аварийные комиссары, рекламные агентства, научные и образовательные учреждения, а также информационные агентства.

Страховые актуарии — физические лица, постоянно проживающие на территории страны, имеющие квалификационный аттестат и осуществляющие на основании трудового договора или гражданско-правового договора со страховщиком деятельность по расчетам страховых тарифов, страховых резервов страховщика, оценке его инвестиционных проектов с использованием актуарных расчетов.

Роль актуариев в деятельности страховых организаций весьма заметна как на стадии образования (лицензирования), так и в ходе деятельности. К традиционным задачам, которые решают актуарии, относят:

- определение величины страховых взносов;
- установление размера и структуры страховых резервов, достаточных для поддержания стабильности операций по соответствующему виду страхования;
- прогноз финансовой устойчивости страховой организации;
- обоснование процедур андеррайтинга, т. е. методов оценки индивидуального риска для выявления возможности предоставления скидок или, наоборот, повышения страховой премии.

Таким образом, актуарии принимают участие на всех этапах управления страховым бизнесом и, следовательно, играют в нем ключевую роль.

Специализированный депозитарий страховщика — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление депозитарной деятельности и лицензию на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, и заключившее со страховщиком договор об оказании услуг.

Специализированный депозитарий должен осуществлять обособленный учет ценных бумаг, принимаемых для покрытия страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика, путем открытия и ведения отдельных счетов депо.

Специализированный депозитарий обязан:

1) осуществлять ежедневный контроль за соответствием состава и структуры активов, принимаемых для покрытия страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика, требованиям настоящего Закона, иных нормативных правовых актов и нормативных актов органа страхового надзора;

2) осуществлять учет и хранение ценных бумаг страховщика, хранение документов, подтверждающих право собственности страховщика на имущество, принимаемое для покрытия страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика (если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами, нормативными актами органа страхового надзора не предусмотрено иное), а также хранение информации об иных активах, принимаемых для покрытия страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика, в порядке, установленном органом страхового надзора;

3) осуществлять контроль за определением стоимости активов, которые принимаются для покрытия страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика и перечень которых установлен органом страхового надзора;

4) уведомлять орган страхового надзора, страховщика и управляющие компании, привлекаемые страховщиком для оказания услуг по размещению средств страховых резервов и собственных средств (капитала) страховщика, о выявленных в ходе осуществления контроля нарушениях требований действующего законодательства, иных нормативных правовых актов и нормативных актов органа страхового надзора не позднее трех рабочих дней, следующих за днем их выявления;

5) представлять отчетность по формам, в порядке и сроки, которые установлены органом страхового надзора страховщику, в орган страхового надзора или саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка в случае передачи ей Банком России полномочия по получению отчетности, и др.

Андеррайтер — лицо, уполномоченное страховой компанией принимать на страхование риски, определять тарифные ставки и конкретные условия договора страхования, разрабатывать для страховых агентов правила проведения стандартного (первичного) андеррайтинга по массовым видам страховых продуктов данной страховой компании. Сам андеррайтер проводит индивидуальный (специализированный) андеррайтинг по нестандартным, индивидуальным рискам, присущим конкретному объекту страхования, с целью формирования или корректировки условий договора страхования и определения тарифа с применением, как правило, экспертизы объекта страхования. Применяется для сложных объектов (большие имущественные комплексы, уникальные объекты, индивидуальные наборы рисков и т. п.). В целом андеррайтер отвечает за формирование страхового портфеля страховщика.

Сюрвейер — это эксперт, осуществляющий осмотр судов, грузов, имущества предприятий и иных объектов и предоставляющий страховщику (а по запросу аварийного комиссара — аварийному комиссару) заключения:

– о состоянии указанных объектов, особенностях объектов, факторах, могущих повлечь наступление страхового события, и т. д.;

– причине наступления страхового случая, характере и размере поврежденных (на стадии урегулирования убытков).

По итогам осмотра сюрвейер составляет акт, который может быть использован на любом этапе действия договора страхования, в том числе для разрешения возможных споров в процессе урегулирования убытков.

Аджастер — физическое или юридическое лицо, представляющее интересы страховщика при решении вопросов, связанных с урегулированием заявленных страхователем или выгодоприобретателем требований по возмещению ущерба, возникшего в связи с наступлением страхового случая. Аджастер выполняет следующие функции:

- анализирует причины и обстоятельства наступления страхового случая;
- производит расчет величины ущерба;

- ведет от имени страховщика переговоры со страхователем (выгодоприобретателем) о сумме подлежащего выплате страхового возмещения;
- составляет расчеты по распределению убытков между транспортным средством, грузом и фрахтом в связи с общей аварией на транспорте;
- подготавливает для страховщиков экспертные заключения о причинах, обстоятельствах наступления страхового случая, размерах ущерба и подлежащего выплате страхового возмещения.

Аджастер может выполнять функции диспашера и аварийного комиссара.

Диспашер — специалист в области морского права, устанавливающий наличие общей аварии и составляющий расчеты (диспашу) по распределению убытков между участниками морской перевозки. Диспашеры имеются у государственных и негосударственных страховых компаний. В России функции по назначению диспашеров лежат на президиуме Торгово-промышленной палаты. Диспашеры действуют на основании Положения об Ассоциации диспашеров и порядке составления диспаш.

Аварийный комиссар — доверенное физическое или юридическое лицо, обладающее знаниями и опытом, к услугам которого прибегают страховые компании для организации процедуры по урегулированию претензий (убытков). Аварийный комиссар, действуя в строгом соответствии с инструкцией страховщика:

- проводит осмотр застрахованного имущества, пострадавшего в результате страхового события;
- устанавливает причины, характер и размер ущерба, определяет наличие виновной стороны;
- документально оформляет страховое событие;
- подготавливает материал для обоснования и доказательства страхового требования страхователя в связи с наступлением страхового случая, и т. д.

По поручению страховщика комиссар может произвести розыск пропавшего имущества, а также оплатить убытки за счет страховщика в пределах установленных полномочий (лимитов). По результатам работы аварийный комиссар составляет аварийный сертификат, подтверждающий характер, размер и причины убытка.

Использование страховщиком услуг аварийного комиссара обусловлено несколькими причинами:

- 1) застрахованное имущество зачастую находится на значительном удалении от места расположения страховой компании, и в результате наступления страхового случая ее специалистам достаточно сложно срочно попасть на место происшествия. Тем более не исключено, что знаний откомандированного представителя компании будет недостаточно для решения вопросов урегулирования убытков;
- 2) не каждая страховая компания может иметь в штате высококвалифицированных, а следовательно, высокооплачиваемых специалистов, обладающих обширными знаниями, опытом и навыками в разных областях жизнедеятельности.

Образовательные и научные учреждения играют зачастую главную роль в развитии страховых отношений, поскольку от того, кто, что и как создает и про-

дает, будут строиться отношения потребителей и страховой компании, от лица которой выступает страховой специалист.

Средства массовой информации (СМИ). Для современного человека СМИ — один из основных и наиболее референтных источников информации. Они выступают одновременно сферой досуга и бизнеса, средством ориентации в окружающей действительности и поддержки профессиональной квалификации.

Рассматривая роль СМИ в страховании, можно сказать, что это — неотъемлемый атрибут общественного контроля в любой сфере, в том числе и в страховании. Освещая различные стороны жизни, СМИ предлагают обществу ценностно-смысловые модели, которые могут не только объединять общество и достаточно эффективно снимать социальную напряженность, но и в определенные моменты подрывать устойчивость системы путем формирования соответствующих ценностных установок.

К институциональной инфраструктуре страхового рынка следует отнести организации, чье предназначение состоит в обеспечении функций общественного и государственного регулирования страхового рынка: союзы защиты прав потребителей, страховые и финансовые омбудсмены, орган государственного надзора, агентство по страхованию вкладов.

Как показала практика, потребитель на рынке страховых услуг нуждается в защите не от серьезных финансовых преступлений со стороны страховых компаний, а от пренебрежительного отношения с их стороны к потребителю (например, от включения в договоры условий, ставящих страхователя в невыгодное положение, от необоснованного завышения страховых тарифов и т. п.). Поэтому с целью защиты интересов и прав потребителей страховых услуг как на уровне государства, так и на уровне самих участников могут быть созданы союзы и организации, оказывающие содействие страхователям при наступлении страхового события. В такое объединение входят оценочные и экспертные организации, юридические компании и страховые брокеры, ассистанские компании и станции технического обслуживания (СТО).

В России на уровне государства созданы и функционируют следующие институты:

1. Банк России, ему с 2013 г. передана функция осуществления страхового надзора, который в рамках своих полномочий осуществляет анализ деятельности субъектов страхового дела в целях выявления ситуаций, создающих угрозу правам и законным интересам страхователей, застрахованных лиц, выгодоприобретателей и (или) угрозу стабильности финансового (страхового) рынка;

2. Роспотребнадзор;

3. Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов», в соответствии с действующим законодательством с декабря 2016 г. наделено полномочиями конкурсного управляющего в страховых организациях. На 31 декабря 2020 г. Агентство осуществляло полномочия конкурсного управляющего в 34 страховых организациях.

Финансовый омбудсмен — независимое должностное лицо, которое на основании Федерального закона от 4 июня 2018 года № 123-ФЗ «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг» осуществляет досудебное урегулирование споров между потребителями финансовых услуг и финансовыми организациями как на добровольной, так и на обязательной основе. Этот институт был создан в конце 2018 г. на базе Банка России в качестве структурного подразделения, финансирование деятельности которого, начиная со второго года функционирования, стало осуществляться за счет взносов финансовых организаций. Финансовый уполномоченный принимает и рассматривает обращения граждан бесплатно. Срок рассмотрения отсчитывается с даты подачи обращения и составляет 15 рабочих дней. В случае принятия финансовым омбудсменом положительного решения по обращению оно подлежит обязательному исполнению финансовой организацией, в отношении которой была представлена жалоба, в течение 10 рабочих дней.

В силу того, что в общем потоке жалоб потребителей финансовых услуг, направленных в Банк России, наибольшую долю составляли претензии к страховым организациям, именно с этого вида финансовых организаций было принято начать обязательное их взаимодействие с финансовым омбудсменом.

Взаимодействие финансовых организаций и финансового омбудсмена вступило в действие в следующие сроки:

- с 1 июня 2019 г. финансовый уполномоченный рассматривает обращения потребителей в отношении страховых организаций, которые осуществляют деятельность по ОСАГО, ДСАГО и страхованию средств наземного транспорта (кроме железнодорожного);

- с 28 ноября 2019 г. финансовый уполномоченный рассматривает обращения потребителей в отношении всех страховых организаций (кроме организаций, которые осуществляют исключительно обязательное медицинское страхование);

- с 1 января 2020 г. финансовый уполномоченный рассматривает обращения потребителей в отношении всех микрофинансовых организаций;

- с 1 января 2021 г. финансовый уполномоченный рассматривает обращения потребителей в отношении кредитных организаций, ломбардов, кредитных потребительских кооперативов и негосударственных пенсионных фондов.

5.4. Страховые продукты и технологии их продаж

Товаром, предлагаемым на страховом рынке, является страховой продукт, который предоставляется на основе договора (в добровольном страховании) или закона (в обязательном страховании). На практике часто употребляются такие понятия, как «страховой продукт», «страховая услуга».

Страховой продукт — комплекс действий страховой компании, направленный на предупреждение и ликвидацию последствий конкретного перечня небла-

гоприятных событий, определенных договором страхования. Другими словами, это результат деятельности страховой организации. Таким образом, страховой продукт — это набор документов с конкретными количественными, качественными и другими характеристиками, направленными на удовлетворение потребностей клиента.

Страховой продукт представляет собой определенный объем материальных благ, выделенный из страхового фонда с целью компенсации ущерба от уже произошедшего страхового случая либо с целью проведения превентивных мероприятий в отношении застрахованных рисков.

Страховая услуга характеризует перечень предлагаемых видов страхования, реализация которых возможна только в рамках формирования и продажи страхового продукта.

Страховая услуга — гарантия денежной компенсации ущерба (убытка) страхователя при наступлении страхового случая в границах обязательств, предусмотренных договором страхования. По экономическому содержанию страховая услуга представляет собой перенос риска со страхователя на страховщика (страховую компанию) и осуществляется на платной основе.

Страховой продукт, как и любой товар, имеет жизненный цикл (рис. 5.13) и отличается рядом особенностей:

- 1) первоначальные затраты страховщика на стадии создания продукта гораздо меньше, чем у большинства товаров широкого потребления;
- 2) отсутствие стадии производства. Сразу за разработкой продукта следует стадия продвижения на рынке;
- 3) продолжительный цикл жизни;
- 4) договор страхования зачастую заключается на срок, значительно превышающий длительность жизненного цикла товара как страхового продукта.

Рассмотрим подробно стадии жизненного цикла страхового продукта.

Исследование и проектирование страхового продукта. На данной стадии проводится исследование рынка с целью определения спроса и потребностей населения и организаций, затем разрабатывается страховой продукт (условия страхования, страховой тариф и др.) и проводится внедрение «пробного» страхового продукта на рынок. Затраты страховой компании, проводящей маркетинговые исследования, могут быть высокими.

Поскольку страховой продукт сам по себе не материален, и особых затрат на его создание не требуется, то такой стадии, как стадия производства, нет.

Продвижение страхового продукта на рынок. На этой стадии основной целью страховой компании является формирование устойчивого спроса на вновь разработанный страховой продукт. Поскольку продукт неизвестен потребителю (спрос на него только формируется), то продажи на этой стадии невысоки. Для увеличения и формирования устойчивого спроса на данный страховой продукт страховая компания через различные каналы (реклама, личные продажи, прямой маркетинг и др.), а также используя различные инструменты стимулирова-

ния продаж (конкурсы, скидки, подарки и др.), проводит активное его продвижение на рынок.

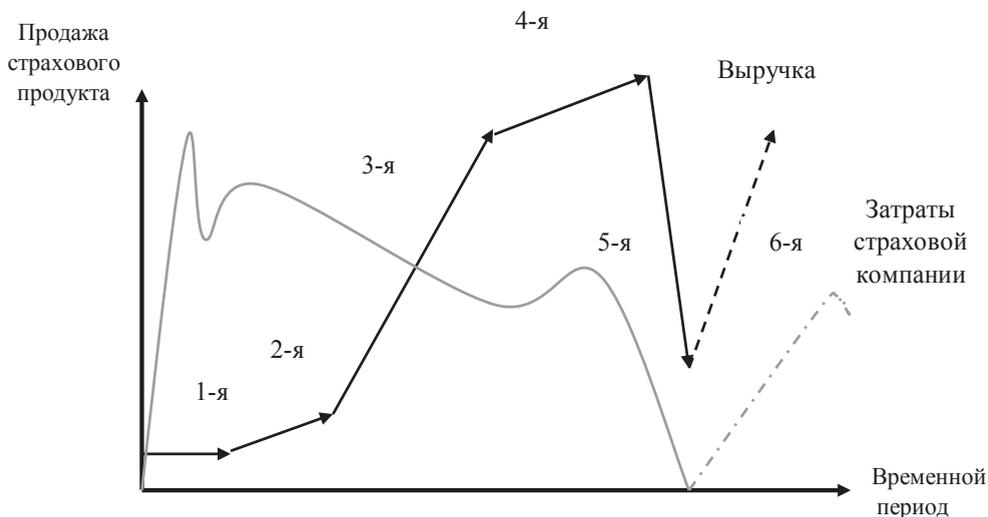


Рис. 5.13. Стадии жизненного цикла страхового продукта

Стадия роста. Данная стадия интересна тем, что на страховой продукт влияют рыночные условия, благодаря которым он становится более «гибким», т. е. учитываются корпоративные или индивидуальные потребности. Это приводит к значительному росту продаж, увеличению доли занимаемого сегмента рынка и укреплению позиционирования страховой компании. Затраты страховой компании по стимулированию продаж страхового продукта снижаются за счет стихийного продвижения продукта благодаря слухам.

Стадия зрелости. Рост продаж страхового продукта замедляется вследствие новизны, а также за счет предложения аналогичных продуктов страховщиков-конкурентов. С целью увеличения спроса на данный продукт страховая компания расширяет каналы сбыта через страховых (специализированных и неспециализированных) посредников, а также путем увеличения затрат на рекламу.

Стадия спада. Страховой продукт становится неинтересным значительной части потребителей, поскольку перестает удовлетворять их потребности, что приводит к резкому сокращению продаж и «уходу» его с рынка. Если страховая компания предпримет ряд мероприятий по модернизации данного страхового продукта, например, расширит риски, подпадающие под страховое покрытие, или введет франшизы, оговорки и т. д., то тем самым она сможет продлить жизненный цикл страхового продукта новой стадией роста.

Стадия нового роста. Характеризуется ростом продаж, которые обусловлены вновь простимулированным интересом потребителей к «старому» страховому продукту. Затраты страховой компании увеличиваются за счет проведения

маркетинговых исследований, модернизации страхового продукта и стимулирования его сбыта.

Страховой продукт состоит из ядра и оболочки.

Ядро как основа страхового продукта включает в себя:

1) технические характеристики (объекты страхования, страховое покрытие, страхуемые риски, особые условия и сервисное обслуживание, предоставляемые страховщиком при наступлении страхового события);

2) экономические характеристики (страховой тариф, страховая сумма, франшиза, индексация страховой суммы в случае инфляции, участие в прибыли страховщика, возможность получения ссуды (по договорам страхования жизни), условия выплаты страхового возмещения).

Ядро страхового продукта воплощается в его оболочке — конкретном документе (страховой полис и пояснения к нему), а также инструментах продвижения и сбыта страховой компанией данного продукта (реклама, бонусы, подарки и другие действия представителей страховщика по заключению договоров страхования, его обслуживанию и урегулированию убытков при наступлении страхового события). Именно из оболочки страхователь получает информацию о потребительских свойствах предлагаемого покрытия. Особое значение в создании оболочки страхового продукта имеют дизайн полиса и сопровождающие его документы, имя и торговая марка страховой компании.

В отличие от обычного товара, который покупатель при покупке может рассмотреть, пощупать, понюхать, попробовать на вкус, страховой продукт такими свойствами не обладает.

При страховании продается обещание страховщика: если произойдет страховое событие с застрахованным объектом, приведшее к материальному ущербу либо связанное с жизнью и здоровьем, он (страховщик) гарантирует возмещение ущерба на оговоренных договором условиях, а страхователь уплатит страховщику определенную сумму в виде страхового взноса (платежа, страховой премии).

Как и всякий товар, страховой продукт имеет свою потребительскую стоимость, которая заключается в обеспечении страховой защитой страхователя, приобретающей форму страхового покрытия, т. е. страховщик принимает на себя ответственность по возмещению ущерба по застрахованному объекту в случае наступления страхового события.

Потребительская стоимость страхового продукта зависит от многих внешних и внутренних факторов:

- количества страховых компаний, предоставляющих такой продукт;
- затрат страховой компании на разработку, выпуск, продвижение и сбыт страхового продукта, а также обслуживания клиента в процессе действия договора страхования;
- уникальности страхового продукта и фазы его жизненного цикла и т. д.

Потребительская стоимость страхового продукта выражается в страховом взносе (премии, тарифе), который страхователь уплачивает страховщику.

Цена страхового продукта колеблется под влиянием спроса и предложения. Нижняя граница цены страхового продукта определяется точкой безубыточности деятельности страховой компании, которая определяется равенством между суммой собранных страховых премий от страхователей и суммой расходов страховщика, связанных с ведением страховой и инвестиционной деятельности. При этом верхняя граница цены страхового продукта будет зависеть от размера спроса на него и величины банковского процента по вкладам.

Помимо определения цены страхового продукта для страховой организации особое значение играет организация системы продаж. Во многом это объясняется тем, что страхование — это финансовая услуга пассивного спроса, и распространение ее осуществляется через партнерские соглашения и рекомендации клиентов. Соответственно, страховщику с целью привлечения новых потребителей страховых продуктов и удержания интереса своих клиентов необходимо четко выстроить технологию продаж, учитывающую не только техники и способы продаж, но и видовую специфику самих страховых продуктов, т. е. речь идет о продуктах рискованного страхования (например, страхование имущества, КАСКО, страхование ответственности, страхование от несчастных случаев) и страхование жизни (например, накопительное страхование жизни, инвестиционное страхование жизни). Если в рискованном страховании в основном осуществляются быстрые продажи, то и техники продаж будут применяться соответствующие, такие как:

1) AIDA (Attention — Внимание, Interest — Интерес, Desire — Желание, Action — Действие);

2) ПЗП (Привлечь внимание — Заинтересовать — Продать). Обе техники продаж направлены на быстрое выявление потребности через визуальный контакт (картинка, выделение текста в буклетах и др.), далее привлекается внимание клиента на уникальность продукта (сервис, цена, быстрота выплаты компенсации и др.) с акцентом на промо-акцию и временной или товарной ограниченности ее проведения, тем самым провоцируя на быстрое заключение договора страхования;

3) SPIN-продажи — это техника продаж с использованием ряда вопросов, направленных на:

– Situation — определение проблемной ситуации клиента и выявление у него потребностей;

– Problem — мотивацию клиента к признанию существующей у него потребности;

– Implication — осознание клиентом глубины потребности и возможных негативных последствий в случае ее игнорирования;

– Need-payoff — понимание клиентом благополучного разрешения у него проблемных ситуаций в случае приобретения того или иного страхового продукта.

При реализации продуктов страхования жизни техника продаж сильно отличается от продаж продуктов рискованного страхования, что обусловлено спецификой самого вида страхования. Страхование жизни имеет долгосрочный характер построения взаимоотношений, касается здоровья и финансовых возможностей

клиента, а также зависит от его психологического настроя на общение с финансовым консультантом. В связи с этим в основном техника продаж страхования жизни строится по классической схеме, включающей в себя определенный алгоритм, который состоит из нескольких этапов:

- установление личного контакта с потенциальным покупателем страховых продуктов, которое происходит в достаточно короткий временной период (1–5 минут), и умение вызвать положительные эмоции у покупателя;

- выявление потребности, в процессе которой консультантом задаются вопросы потенциальному покупателю, позволяющие определить его жизненную ситуацию и финансовые возможности;

- информационное представление продаваемого страхового продукта с использованием фраз потенциального покупателя, высказанных им в процессе выявления потребности как подтверждения, что данный продукт подходит ему;

- проведение работы с возражениями потенциального покупателя, в процессе которого, если консультантом правильно и четко были даны ответы на все вопросы, у него не должно быть сомнений в правильности принятия решения о покупке страхового продукта. В случае, когда потенциальный покупатель после продолжительных переговоров продолжает сомневаться, то, скорее всего, консультант либо выявил незначимую для него потребность, либо недостаточно аргументированно дал ответы на его возражения;

- завершение сделки, когда обсуждаются дальнейшие шаги сотрудничества. В случае успешных переговоров данный этап завершается подписанием страхового договора и внесением платы за проданный страховой продукт.

Второй часто используемой техникой продаж продуктов страхования жизни является Sandler-продажа, которая также, как и классическая техника продаж, ориентирована на качественные продажи среди тщательно отобранной на стадии предпродажного маркетингового исследования целевой аудитории и включает в себя следующие этапы:

- знакомство, презентацию страховой компании и ее возможностей;
- выявление интереса клиента, презентацию имеющихся страховых продуктов;

- определение возможностей и заинтересованности клиента;

- заключение/незаключение страховой сделки.

Если первой (классической) техникой продаж в основном пользуются страховщики жизни, ориентированные на продажу страховых продуктов, разрабатываемых для потребностей клиента и учитывающие его индивидуальные характеристики, то второй (Sandler-продажа) пользуются страховщики жизни, ориентированные на продажу так называемых «коробочных» (типовых, шаблонных) страховых продуктов. Отметим, что техника продаж зависит от применяемого способа. Рассмотрим классификацию способов продаж:

<i>Критерии классификации</i>	<i>Способы продаж</i>
По инициатору взаимодействия	1) активные; 2) пассивные
По продукту	2) монопродажи; 3) комплексные продажи; 4) кросс-продажи (перекрестные)
По отношению к страховому портфелю	2) новые продажи; 3) пролонгация договоров
По характеристике процесса сделки	2) простые; 3) сложные; 4) каскадные (конвейерные)
По каналам продаж	1) прямые продажи; 2) непрямые (посреднические) продажи
По степени осведомленности покупателя	1) «теплые»; 2) «холодные»
По типу действующих сторон	1) корпоративные (B2 B — бизнес для бизнеса); 2) розничные (B2 C — бизнес для потребителя)
По уровню автоматизации	1) неавтоматизированные; 2) полуавтоматизированные; 3) полностью автоматизированные

По инициатору взаимодействия выделяют следующие способы продаж:

1) активные продажи — продажи, в которых страховая организация первой начинает взаимодействие с целевой аудиторией;

2) пассивные — подразумевают под собой, что клиент (потенциальный потребитель) сам обращается в страховую организацию. В первую очередь к таким продажам следует отнести практически все продажи, связанные с обязательными видами страхования (ОСАГО, обязательное медицинское страхование, обязательное страхование гражданской ответственности перевозчика и др.).

В зависимости от типа продукта способы продаж включают:

1) монопродажи (продажа одного вида страхового продукта). Примеры: страхование имущества физических лиц, добровольное медицинское страхование;

2) мультипродажи (продажа комплексных страховых услуг). Примеры: комплексное банковское страхование (ВВВ), ипотечное страхование;

3) кросс-продажи (продажа дополнительных услуг покупателю их основного товара). Примеры: кредитное страхование в «связке» с кредитным продуктом банка, добровольное страхование от несчастных случаев и КАСКО в «связке» с ОСАГО.

По отношению к страховому портфелю страховщик направляет свои усилия либо на новые продажи (для привлечения новых клиентов он использует рекламу, агентов, брокеров, почтовые рассылки, презентации), либо акцент ставит на удержании имеющихся клиентов, и путем пролонгации существующих договоров страхования поддерживает занимаемую долю на рынке. Для реализации второго способа страховщики часто прибегают к стимулирующим инструмен-

там: бонус-малус за пролонгацию безубыточного договора, пролонгация договора страхования с предоставлением скидки на заключение дополнительного (второго) договора страхования.

По характеристике процесса сделки выделяют:

1) простые продажи, не требующие особых затрат как со стороны клиента, так и со стороны страховщика. Пример: «коробочный продукт» страхования имущества физических лиц;

2) сложные — требуют со стороны клиента больших временных и финансовых затрат, поскольку под собой подразумевают более индивидуализированный (персонифицированный) подход к учету его потребностей. Примеры: комплексное имущественное страхование организаций, накопительное страхование жизни;

3) каскадные (конвейерные) продажи предполагают этапную организацию продаж, когда каждый этап выполняет конкретный специалист страховой организации: специалист колл-центра делает обзвон потенциальных потребителей и назначает встречу, которую проводит менеджер по продажам, а оплату по договору принимает кассир и т. д. Таким образом, каждый специалист имеет возможность «отшлифовать» свои профессиональные возможности, что отражается на качестве операций, выполняемых каждым из них.

По каналам продаж выделяют прямые продажи, т. е. продажи напрямую с выходом на потенциального клиента, проводимые в рамках офиса (персональные продажи, телефонные продажи, интернет-продажи, почтовые и электронные рассылки, посреднические продажи, реализуемые через банковский, агентский и брокерский каналы, а также через финансовые маркетплейсы.

По степени осведомленности покупателя выделяют:

1) «холодные» продажи — продажи страховых продуктов потенциальным клиентам, которые не знакомы ни со страховыми продуктами, ни со страховой организацией, чьи продукты реализуются и, возможно, потребностей в страховании пока у них нет. Расширить страховой портфель за счет потенциальных клиентов из «холодной» базы достаточно сложно, и в основном такие продажи проводятся для выяснения возможных потребностей потенциальных клиентов;

2) «теплые» продажи осуществляются по уже наработанной клиентской базе и проводятся с целью предложения по расширению имеющейся страховой защиты или предложения более усовершенствованного страхового продукта;

3) «горячие» продажи — продажи, когда потенциальный потребитель целенаправленно сам приходит в страховую организацию и максимально готов к заключению договора страхования.

По типу действующих сторон выделяют корпоративные продажи, в рамках которых взаимодействующими сторонами являются страховая организация и предприятие, выступающее в качестве потенциального клиента.

В случае проведения страховщиком розничных продаж второй стороной договора страхования выступает физическое лицо.

По уровню автоматизации технологии продаж делятся:

1) на неавтоматизированные продажи — продажи, которые проводятся с использованием бумажных носителей (заявление, анкета, страховой полис и др.). В условиях развития цифровых технологий данный способ продаж практически ушел из практики в силу как временных, так и материальных затрат на распечатку, обработку и учет представленной в них информации;

2) полуавтоматизированные продажи — представляют собой более продвинутый уровень, в рамках которого специалист страховой организации заполняет документы в компьютерной программе, запускает автоматический расчет страховой премии и распечатывает страховой полис. Заключительным этапом данной продажи является подписание клиентом страхового полиса и внесение им оплаты в кассу страховой организации, после которой производится вручение полиса страхователю;

3) полностью автоматизированные продажи в последнее время наращивают свои обороты, что обусловлено как развитием цифровых технологий (Bigdata, биометрия, смартконтракты), так и развития электронных торговых площадок (сайт страховой организации, финансовый маркетплейс, агрегаторы). Такие продажи полностью ориентированы на бесконтактную продажу, а общение (консультирование) клиента выводится на чат-бот. При данном способе продажи заполнение электронных документов производит сам страхователь, а оплату страховой премии производит безналичным платежом посредством пластиковой карты или электронного кошелька. Завершением такой сделки является получение страхового полиса, который доступен либо в личном кабинете клиента на сайте страховой компании, либо на электронной почте, которую указал страхователь при своей регистрации на электронной торговой площадке.

Как показала практика, страховые организации с целью максимального охвата клиентов своими услугами стремятся использовать все способы продаж, поскольку каждый из них имеет свою экономическую эффективность.

5.5. Государственное регулирование страховой деятельности

Государственное регулирование страхового рынка представляет собой упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны органов, уполномоченных обществом на эти действия. При этом прямая форма государственного управления осуществляется посредством:

1) экономического регулирования, включающего в себя:

а) государственное предпринимательство (государственные страховые организации, государственно-частное партнерство);

б) государственную контракцию (тендер, аккредитация, контракт);

в) государственное финансирование (субвенция, субсидия);

2) институционального регулирования, включающего:

а) страховой надзор (регистрация, лицензирование, требования (нормативы), запреты, санкции);

б) налогообложение субъектов страхового дела (налоги, ставки, объекты, налоговая база, льготы, пени, штрафы);

в) антимонопольное регулирование (тарифы, квота, ограничения, санкции).

Косвенные методы государственного регулирования, направленные прежде всего на создание благоприятного климата для деятельности субъектов страхового дела, также можно подразделить на экономические и институциональные:

1) к экономическим можно отнести:

– денежно-кредитное;

– валютное;

– таможенное;

– инвестиционное регулирование;

2) к институциональным:

– введение обязательных и вмененных видов страхования (субъекты и объекты страхования, тарифы, коэффициенты, страховая сумма, лимиты);

– стимулирование создания страховых объединений (требования, нормы, льготы и санкции).

Основными целями страхового регулирования являются:

– поддержание финансовой устойчивости и платежеспособности страховой организации;

– защита интересов потребителей страховых услуг;

– формирование страховой культуры населения;

– обеспечение доступности страховых продуктов для широкого круга лиц, в том числе за счет регулирования стоимости страхового полиса.

Раскроем подробнее направления и методы государственного регулирования страхового рынка:

<i>Регулирование спроса на страховые продукты</i>	<i>Регулирование предложения страховых услуг</i>	<i>Регулирование взаимоотношений между страховщиками и организациями инфраструктуры</i>
– определение объектов страхования и лиц (страхователей, застрахованных лиц), подпадающих под обязательную форму страхования со стороны частного сектора экономики; – согласование (одобрение или утверждение) договорных положений страховых полисов; – установление предельных размеров базовых	– регистрация субъектов страхового дела (страховых организаций, страховых посредников) и их профессиональных объединений; – лицензирование деятельности субъектов страхового дела; – лимитирование, квотирование (ограничение) физического или стоимостного объема импорта на национальные рынки и ограничение риска страховых организаций; – стандартизация страховых услуг и продуктов;	– регистрация субъектов страхового дела (страховых организаций, страховых посредников) и их профессиональных объединений; – аттестация актуарной деятельности на страховом рынке; – установление взаимоотношений страховщиков с независимыми актуариями в рамках ежегодно проводимой актуарной проверки; – установление законодательного требования

<i>Регулирование спроса на страховые продукты</i>	<i>Регулирование предложения страховых услуг</i>	<i>Регулирование взаимоотношений между страховщиками и организациями инфраструктуры</i>
<p>ставок страховых тарифов (их минимальных и максимальных значений, выраженных в национальной валюте) и корректирующих коэффициентов страховых тарифов, используемое в некоторых видах страхования;</p> <p>– лимитирование страховых сумм (лимит ответственности страховщика);</p> <p>– осуществление государством предпринимательской деятельности на страховом рынке путем создания и функционирования государственных или совместных страховых компаний, в рамках которых реализуются общенациональные цели;</p> <p>– субсидирование части уплаченной страховой премии;</p> <p>– установление льготного налогообложения;</p> <p>– защита прав потребителей страховых услуг</p>	<p>– установление минимальных требований к полисам инвестиционного (ИСЖ) и накопительного (НСЖ) страхования жизни;</p> <p>– установление периода охлаждения по страховым полисам;</p> <p>– определение требований к финансовой устойчивости и платежеспособности страховых организаций;</p> <p>– регулирование инвестиционной деятельности страховых организаций;</p> <p>– регулирование ответственности страховых посредников;</p> <p>– транспарентность и раскрытие информации о деятельности субъектов страхового дела;</p> <p>– установление требований к страховщику по организации и осуществлению внутреннего контроля;</p> <p>– установление минимальных требований к профессиональной компетентности специалистов;</p> <p>– установление механизма внесудебного разрешения споров по договорам страхования;</p> <p>– установление льготного налогообложения субъектов страхового дела;</p> <p>– определение требований к членству в ассоциациях, союзах или саморегулируемой организации;</p> <p>– определение требований к перестрахованию принятых рисков;</p> <p>– определение тендеров, субвенций, льгот</p>	<p>взаимодействий страховщиков со специализированным депозитарием, осуществляющим ежедневный контроль за инвестированием активов страховщиков;</p> <p>– регулирование взаимодействий коммерческих банков со страховщиками;</p> <p>– установление обязательного внешнего аудиторского обследования;</p> <p>– определение взаимоотношений страховщика с органом страхового надзора (Банком России) на всех стадиях жизненного цикла страховой организации;</p> <p>– установление требований к бухгалтерской (финансовой) отчетности страховщика по своей страховой и инвестиционной деятельности в Банк России;</p> <p>– регулирование взаимоотношений страховщика и Банка России в рамках работы маркетинга</p>

К методам государственного регулирования спроса потребителей на страховые продукты можно отнести следующие:

– определение объектов страхования и лиц (страхователей, застрахованных лиц), подпадающих под обязательную форму страхования;

– согласование (одобрение или утверждение) договорных положений страховых полисов (программных положений или полисных условий страхового продукта). Многие государства регулируют формы страховых полисов (или бланки договоров страхования), требуя их одобрения или утверждения органом страхового надзора, прежде чем они могут быть использованы страховыми организа-

циями при продаже страховых продуктов. В случае несвоевременного представления орган страхового надзора имеет право их отозвать и, соответственно, уже заключенные договоры страхования могут быть признаны недействительными;

– установление предельных размеров базовых ставок страховых тарифов (их минимальных и максимальных значений, выраженных в национальной валюте) и корректирующих коэффициентов страховых тарифов, используемых в некоторых видах страхования. Степень регулирования зависит от страховой политики, которой придерживается государство (консервативной или либеральной). Страховые тарифы должны обладать следующими свойствами (которые являются и целями регулирования):

- быть достаточными для поддержания платежеспособности страховой организации. Установление высоких ставок приведет к чрезмерному обогащению страховых организаций, а применение низких ставок, наоборот, — к нехватке ресурсов для покрытия принятых страховой организацией обязательств;

- быть справедливыми по цене и не быть необоснованно дискриминационными. Это означает, что любые различия в ставках должны основываться на актуарных расчетах. Например, разрешается устанавливать повышенные или пониженные (с использованием КБМ — коэффициента бонус-малус) ставки на основании истории претензий страхователя или характера риска, подпадающего под страхование.

Иногда страховые тарифы регулируются косвенно, например, путем установления минимального размера резервов. В частности, регулирование тарифов страхования жизни носит косвенный характер и в большей степени опирается на конкуренцию;

– лимитирование страховых сумм (лимит ответственности страховщика) — установление предельной суммы страхового возмещения, одновременно выплачиваемой страховой организацией. Если в страховом полисе установлен лимит ответственности, выплата страхового возмещения при наступлении страхового случая производится независимо от размера страховой суммы, только в пределах установленного лимита ответственности;

– организация и поддержка развития института финансового омбудсмена с целью повышения эффективности досудебного урегулирования споров между потребителями и финансовыми организациями, а также снижения числа споров, в том числе судебных, и повышения доверия потребителей к финансовому рынку, в том числе страховому.

К числу методов государственного регулирования предложения страховых продуктов относятся:

- регистрация страховых институтов (страховых организаций и их профессиональных объединений), которая осуществляется практически во всех странах в обязательной форме. Так, в соответствии с российским законодательством государственная регистрация страховых институтов осуществляется в два этапа:

1 этап — регистрация юридического лица осуществляется инспекцией Федеральной налоговой службы России (ФНС России) по месту нахождения постоянно действующего исполнительного органа;

2 этап — регистрация органом страхового надзора (Банк России) и внесение в Единый государственный реестр страховщиков и их объединений, где для страховых организаций параллельно с регистрацией производится лицензирование;

– лицензирование как метод, определяющий допуск лица к осуществлению деятельности на национальном страховом рынке. В России лицензирование страховой деятельности регулируется Законом «Об организации страховой деятельности», в котором определены:

- а) термины, используемые при лицензировании;
- б) виды субъектов страхового дела и лицензий, выдаваемых соискателям;
- в) требования к соискателям лицензии и документальное подтверждение их положения, которое они должны предоставить в орган страхового надзора;
- г) основания для отказа соискателю лицензии в выдаче лицензии;
- д) основания и порядок выдачи лицензий;
- е) действие лицензии;

ж) права и обязанности субъектов страхового рынка и органа страхового надзора, а также меры органа страхового надзора в отношении субъектов страхового дела при выявлении нарушения страхового законодательства;

з) основания и порядок ограничения и приостановления действия лицензии, а также возобновления ее действия;

и) основания и порядок отзыва лицензии у субъектов страхового дела, а также прекращение страховой деятельности субъекта страховой деятельности или его ликвидация в связи с отзывом лицензии.

В соответствии с действующим Федеральным законом «Об организации страхового дела в Российской Федерации» № 4015–1 от 27.11.1992 г. лицензия выдается следующим субъектам страхового дела:

- 1) страховой организации на осуществление:
 - добровольного страхования жизни;
 - добровольного личного страхования, за исключением добровольного страхования жизни;
 - добровольного имущественного страхования;
 - вида страхования, осуществление которого предусмотрено федеральным законом о конкретном виде обязательного страхования;
 - перестрахования в случае принятия по договору перестрахования обязательств по страховой выплате;
- 2) перестраховочной организации на осуществление перестрахования;
- 3) обществу взаимного страхования на осуществление взаимного страхования в форме добровольного страхования, а в случаях, если в соответствии с федеральным законом о конкретном виде обязательного страхования общество имеет право осуществлять обязательное страхование, — в форме обязательного страхования;

4) страховому брокеру на осуществление посреднической деятельности в качестве страхового брокера;

– квотирование, которое представляет собой лимитирование (ограничение) физического или стоимостного объема импорта на национальные рынки с помощью различных видов квот — глобальных, индивидуальных, двусторонних, сезонных. Роль квотирования сводится к защите национальных производителей, поддержанию на внутреннем рынке определенного уровня цен, а часто и к оказанию давления на экспортирующую страну. Квотирование может быть применено в отношении:

а) максимального уровня иностранных инвестиций в конкретный сектор от общего уровня капиталовложений;

б) или ограничений на количество учрежденных представительств;

в) ограничений на объем предоставляемых иностранцам услуг или количество услуг;

г) ограничений на численность персонала, задействованного в том или ином секторе услуг;

д) ограничений на выбор организационно-правовой формы компании, предоставляющей услуги;

е) ограничений на общее количество поставщиков услуг, работающих в том или ином секторе;

– стандартизация страховых услуг и продуктов. Международная и отечественная теория и практика доказали, что управлять качеством страховых услуг и повышать их конкурентоспособность на российском и мировом рынке можно, если технология страхования базируется на комплексной системе стандартов, максимально охватывающей все стороны и этапы процесса страхования;

– определение требований к финансовой устойчивости и платежеспособности страховых организаций. Это является одной из законодательно регулируемых норм, которые оказывают большую роль в защите интересов страхователей, так как они выступают показателями надежности страховщика и, следовательно, доверием потенциальных клиентов. От своевременного исполнения финансовых обязательств, принятых страховыми компаниями, зависит финансовое благополучие клиентов.

Финансовая устойчивость страховой организации представляет собой способность компании своевременно и в предусмотренном объеме выполнять взятые на себя текущие и будущие обязательства перед всеми субъектами за счет собственных и привлеченных средств.

Для страховых компаний обеспечение финансовой устойчивости является не только возможностью их существования на страховом рынке, но и непосредственным требованием со стороны российского действующего законодательства. Так, в соответствии с российским законодательством гарантиями обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховщика являются:

1) экономически обоснованные страховые тарифы;

2) сформированные страховые резервы;

3) средства страховых резервов, достаточные для исполнения обязательств по страхованию, сострахованию, перестрахованию, взаимному страхованию; собственные средства (капитал);

4) перестрахование.

Платежеспособность страховой организации — это способность компании удовлетворять все обязательства на конкретную дату.

Для обеспечения достаточного уровня платежеспособности государством регламентируются требуемые соотношения между активами компании и ее обязательствами. Для расчета этого применяется специальная методика. Она заключается в сравнении существующих обязательств с собственным капиталом компании, который может быть использован для их покрытия.

Регулирование инвестиционной деятельности страховых организаций необходимо вследствие концентрации у них значительных ресурсов и, соответственно, возможностей использования средств для получения инвестиционного дохода. Следует отметить, что инвестиционная деятельность страховщиков в России достаточно жестко регламентирована со стороны государства и ограничена политикой мегарегулятора (Банком России), которая направлена на достижение ликвидности и надежности инвестиционного портфеля. Основными положениями этой политики являются поддержка банковского сектора; защита капитала страховщика путем диверсификации активов; размещение капитала в низкорисковые активы; стимулирование развития государственного финансового сектора. Поэтому инвестиционная деятельность страховщиков направлена на сохранение денежных ресурсов от инфляции.

Регулирование со стороны органа страхового надзора осуществляется на всех этапах организации деятельности субъектов страхового дела путем проведения контроля за соблюдением ими установленных требований (нормативов):

1) на этапе допуска к страховой деятельности — путем установления общих требований по регистрации и лицензированию (согласование условий страхования, размеры тарифных ставок, правила формирования и размещения резервов и т. д.);

2) на этапе осуществления страховой деятельности — путем анализа финансового положения, платежеспособности и инвестиционной деятельности страховых организаций;

3) на этапе ликвидации, реорганизации страховой организации — путем проведения контроля за соблюдением требований по передаче страхового портфеля с целью защиты интересов страхователей, государства и иных участников страховых отношений.

Требования, предъявляемые страховым законодательством к субъектам страхового дела:

1) *в процессе лицензирования:*

а) предоставление полной, достоверной и соответствующей требованиям законодательства информации по строгому перечню документов с целью получения лицензии;

б) соответствие квалификационным требованиям к руководителям, главным бухгалтерам, субъектам страхового дела или являющимся субъектом страхового дела индивидуальным предпринимателям;

в) соответствие квалификационным требованиям страхового актуария, а также наличие квалификационного аттестата, подтверждающего знания в области актуарных расчетов;

г) наличие постоянной прописки руководителей и главного бухгалтера субъекта страхового дела — юридического лица — на территории России;

д) субъект страхового дела должен приступить к осуществлению предусмотренной лицензией деятельности в течение 12 месяцев со дня получения лицензии;

е) наличие полностью оплаченного уставного капитала, размер которого должен быть не ниже установленного минимального:

– 120 млн руб. — для страховых организаций, осуществляющих медицинское страхование;

– 300 млн руб. — для страховых организаций, занимающихся страхованием иным, чем страхование жизни (личное и имущественное страхования);

– 450 млн руб. — для страховых организаций, специализирующихся на страховании жизни;

– 600 млн руб. — для перестраховочных страховых организаций;

2) *в процессе осуществления деятельности субъектами страхового дела:*

а) обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности;

б) формирование состава страховых резервов соответствующим обязательствам субъекта страхового дела и использование методов их расчета;

в) обеспечение страховых резервов и собственных средств активами, соответствующими требованиям диверсификации, ликвидности, возвратности и доходности;

г) размещение (инвестирование) средств страховых резервов и собственных средств в соответствии с требованиями к составу, структуре и нормативному соотношению активов, принимаемых для их покрытия (обеспечения);

д) опубликование годовых бухгалтерских отчетов в СМИ;

е) предоставление отчетности органам государственного надзора (ФНС, орган страхового надзора) и др.;

3) *в процессе завершения деятельности субъекта страхового дела* — исполнение своих обязательств перед всеми участниками страховых отношений.

К методам регулирования организаций инфраструктуры страхового рынка и их взаимоотношений со страховыми организациями относится:

– регистрация страховых посредников, которая, в соответствии с действующим законодательством страны может быть закреплена как в добровольной, так и в обязательной форме. В России под процедуру государственной регистрации и внесения в государственный реестр из двух видов страховых посредников подпадают только страховые брокеры при получении ими лицензии на осу-

ществление брокерской деятельности на страховом рынке в органе страхового надзора (Банк России);

– лицензирование или аттестация посреднической и оценочной деятельности. Во многих странах посредническая деятельность на страховом рынке подпадает под лицензирование, поскольку в результате профессиональной деятельности могут пострадать интересы потребителей страховых услуг. Так, в России деятельность страховых брокеров подпадает под лицензирование, в то время как деятельность страховых актуариев — под аттестацию Банком России, а деятельность страховых агентов — под аттестацию страховой организацией, с которой заключен агентский договор. В перспективе планируется, что аттестация страховых агентов будет возложена на саморегулируемую организацию «Всероссийский союз страховщиков» (СРО ВСС). К деятельности страховых оценщиков со стороны государства каких-либо требований не предъявляется;

– регулирование посреднической деятельности на страховом рынке, которое является необходимым условием успешного развития страхового рынка любой страны, поскольку невозможно гарантировать защиту интересов потребителей страховых услуг. Страховой брокер в развитых странах обычно выступает в интересах страхователя (перестрахователя), поэтому деятельность брокеров регулируется государством обособленно, с помощью специальных форм и методов, и более строго, чем страховых агентов. Страховые агенты работают на страховщика на основании трудовых или гражданско-правовых договоров;

– регулирование ответственности страховых посредников. Во многих странах национальным законодательством орган страхового надзора наделен достаточными полномочиями для наложения штрафных санкций в отношении страховых посредников в случаях несоблюдения или нарушения ими положений действующего законодательства. При этом применение штрафных санкций осуществляется в виде денежного взыскания, временного приостановления разрешения на осуществление посреднической деятельности или его аннулирования в зависимости от серьезности несоблюдения или нарушения, совершенного страховым посредником.

В некоторых странах действует принцип исключительности, в соответствии с которым отдельным видам страховых агентов разрешается работать только на одного страховщика.

Требования, предъявляемые к страховым посредникам со стороны действующего законодательства:

1) к страховым агентам:

– в качестве таковых могут выступать физические лица, в том числе физические лица, зарегистрированные в установленном законодательством Российской Федерации порядке в качестве индивидуальных предпринимателей, или юридические лица, осуществляющие деятельность на основании гражданско-правового договора от имени и за счет страховщика в соответствии с предоставленными им полномочиями;

– контроль за деятельностью страховых агентов осуществляет страховщик, в том числе путем проведения проверок их деятельности и предоставляемой ими отчетности об обеспечении сохранности и использовании бланков страховых полисов, сертификатов, об обеспечении сохранности денежных средств, полученных от страхователей, и исполнения иных полномочий;

2) к страховым брокерам:

– в качестве таковых могут выступать юридические лица (коммерческие организации) или постоянно проживающие на территории Российской Федерации и зарегистрированные в установленном законодательством Российской Федерации порядке в качестве индивидуальных предпринимателей физические лица, осуществляющие деятельность на основании договора об оказании услуг страхового брокера по совершению юридических и иных действий по заключению, изменению, расторжению и исполнению договоров страхования по поручению физических лиц или юридических лиц (страхователей) от своего имени, но за счет этих лиц либо совершению юридических и иных действий по заключению, изменению, расторжению и исполнению договоров страхования (перестрахования) от имени и за счет страхователей (перестрахователей) или страховщиков (перестраховщиков);

– контроль за деятельностью страховых брокеров осуществляет орган страхового надзора в соответствии с требованиями настоящего Закона, а также страховщик в части исполнения полномочий и обязанностей, предусмотренных договором между страховщиком и страховым брокером.

И страховые агенты, и страховые брокеры обязаны разъяснять страхователям, застрахованным лицам, выгодоприобретателям, а также лицам, имеющим намерение заключить договор страхования, по их запросам положения, содержащиеся в правилах страхования, договоре страхования. Не вправе заниматься данным видом деятельности лица, имеющие неснятую или непогашенную судимость либо осуществлявшие руководство страховщиком в течение двух лет до признания его арбитражным судом банкротом, до истечения трех лет со дня признания страховщика банкротом, а также лица, занимающие должности в органах управления страховщика, его дочерних обществах и аффилированных лицах; не могут указывать себя в качестве выгодоприобретателя по договорам страхования, заключаемым ими в пользу третьих лиц.

Страховые брокеры вправе осуществлять иную, связанную с оказанием услуг по страхованию и не запрещенную законом деятельность, за исключением деятельности страховщика, перестраховщика, страхового агента. Они могут осуществлять инкассацию (прием) страховых взносов от страхователей (перестрахователей) в счет оплаты договора страхования (перестрахования), при этом:

– зачисляют данные средства на специальный банковский счет для последующего перечисления страховщику в срок, не превышающий трех рабочих дней. Страховые брокеры не вправе осуществлять иные операции по данному счету;

– должны обладать банковской гарантией на сумму не менее трех миллионов рублей или наличия собственных средств в размере не менее трех миллионов рублей, размещенных в денежные средства. Следует отметить, что деятельность иностранных страховых брокеров на территории Российской Федерации не допускается, за исключением осуществления посреднической деятельности в качестве страхового брокера по перестрахованию и случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации;

– не могут выступать учредителем или акционером страховой компании. Брокерская организация не может быть учреждена страховой организацией или ее сотрудником. Сотрудник страховой организации не может вести брокерскую деятельность по страхованию как частный предприниматель;

– в случае, если осуществляют посредническую деятельность в интересах страховщика, обязаны уведомить об этом страхователя и не вправе получать вознаграждение за оказанную услугу по одному договору страхования и от страховщика, и от страхователя;

– не вправе оказывать услуги исключительно по обязательному страхованию.

Страховой надзор является важнейшим элементом системы государственного регулирования страховых рынков и представляет собой деятельность специальных государственных органов по обеспечению законности посредством реагирования на нарушения, включает в себя оценку надежности и устойчивости финансовых институтов, использование полномочий по своевременному вмешательству в случае необходимости.

В настоящее время органом страхового надзора является Банк России, который с целью реализации страховой политики государства при осуществлении страхового надзора преследует следующие цели:

- 1) соблюдение субъектами страхового дела страхового законодательства;
- 2) предупреждение и пресечение нарушений страхового законодательства;
- 3) обеспечение защиты прав и законных интересов страхователей, заинтересованных лиц и государства;
- 4) эффективное развитие страхового дела.

Способы надзора за платежеспособностью (состоятельностью) страховщика:

- анализ и оценка финансового состояния страховщика;
- анализ платежеспособности страховой организации.

К методам воздействия органа страхового надзора, применяемым к субъектам страхового дела, относятся:

1) *предписание* — вменение обязанности устранить выявленные нарушения в указанные сроки, выдаются субъекту страхового дела в случае:

– осуществления субъектом страхового дела деятельности, запрещенной российским законодательством;

– нарушения субъектом страхового дела требований, установленных страховым законодательством;

– несоблюдения субъектом страхового дела требований о представлении в орган страхового надзора, саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка установленной отчетности и ее опубликовании;

– непредставления субъектом страхового дела документов, затребованных органом страхового надзора в порядке осуществления контроля и надзора;

– отсутствия страховой организации, общества взаимного страхования, страхового брокера по адресу, указанному в едином государственном реестре юридических лиц (адресу юридического лица);

2) *ограничение и (или) запрет на совершение отдельных сделок, в частности:*

– связанных с передачей недвижимого имущества страховой организации в аренду, залог, внесением такого имущества в качестве вклада в уставный капитал третьих лиц, а также связанных с распоряжением таким имуществом иным образом;

– связанных с получением займов (кредитов), уступкой прав требований и переводом долга, прощением долга, новацией, отступным;

– на осуществление финансовых операций с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами. Ограничение и (или) запрет на совершение сделок устанавливаются на срок не более трех месяцев и могут быть продлены по решению органа страхового надзора на срок до двух месяцев. Орган страхового надзора ограничивает и (или) запрещает совершение сделок путем выдачи предписания;

3) *ограничение действия лицензии* — запрет на заключение договоров страхования по отдельным видам страхования, договоров перестрахования, а также внесение изменений, влекущих за собой увеличение обязательств страховщика, в соответствующие договоры. Ограничение действия лицензии страховщика устанавливается на срок до одного года;

4) *приостановление действия лицензии* — запрет на осуществление страховой деятельности в части заключения новых договоров страхования, а также внесение изменений, влекущих за собой увеличение обязательств субъекта страхового дела, в соответствующие договоры, до момента устранения всех допущенных нарушений. Приостановление действия лицензии субъекта страхового дела устанавливается на срок до одного года. Основаниями для приостановления действия лицензии субъекта страхового дела являются:

– исключение субъекта страхового дела из саморегулируемой организации в сфере финансового рынка;

– неоднократное в течение одного года нарушение субъектом страхового дела требований. В случае устранения субъектом страхового дела выявленных органом страхового надзора нарушений в установленный срок и в полном объеме либо прекращение действий, создававших угрозу правам и законным интересам страхователей и (или) иных лиц, происходит возобновление действия лицензии. *Возобновление действия лицензии* после его ограничения или приостановления означает восстановление права субъекта страхового дела на осуществление деятельности, на которую выдана лицензия, в полном объеме;

5) *отзыв лицензии* — полный запрет на осуществление страховой деятельности. Основанием для прекращения страховой деятельности субъекта страхового дела является решение суда, а также решение органа страхового надзора об отзыве лицензии, в том числе принимаемое по заявлению субъекта страхового дела.

Орган страхового надзора вправе принять решение об отзыве у субъекта страхового дела лицензии по одному из следующих оснований:

1) нарушение требований перечня разрешенных для инвестирования активов и (или) порядка инвестирования средств страховых резервов;

2) нарушение требований перечня разрешенных для инвестирования активов и (или) порядка инвестирования собственных средств (капитала) страховой организации;

3) нарушение минимально допустимого значения нормативного соотношения собственных средств (капитала) и принятых обязательств;

4) нарушение правил формирования страховых резервов;

5) неоднократное нарушение страховщиком требований страхового законодательства;

6) неоднократное в течение одного года непредставление или неоднократное в течение одного года нарушение более чем на пятнадцать рабочих дней сроков представления отчетности;

7) установление фактов существенной недостоверности отчетности;

8) если субъект страхового дела в течение одного года со дня получения лицензии не приступил к осуществлению предусмотренной лицензией деятельности или не осуществляет ее в течение финансового года;

9) отсутствие субъекта страхового дела по адресу, указанному в едином государственном реестре юридических лиц (адресу юридического лица).

В связи с ужесточением требований к субъектам страхового дела и определенным регулированием их взаимоотношений со страхователями и иными участниками страховых отношений, а также развитием в целом страховых продуктов российский страховой рынок постепенно стал занимать достойное место в экономике страны и в настоящее время является важным сегментом финансового рынка. Как показал анализ современного состояния страхового рынка России, страховая отрасль без государственной поддержки так и будет развиваться по экстенсивному пути. В целях перехода страховой отрасли на интенсивный путь развития необходимо создать благоприятные условия, связанные как с обеспечением стабильного развития экономики, так и со стимулированием развития видов страхования.

Вопросы для самопроверки к главе 5

1. Назовите основную функцию страхования.
2. Как иначе называется распределительная функция страхования?
3. С позиции каких категорий рассматривается страхование?

4. Какими методами могут формироваться целевые (резервные) фонды?
5. Что такое договор страхования?
6. Что (по российскому законодательству) является объектом страхования и по каким направлениям возникает?
7. Какое понятие шире: «риск» или «страховой риск»?
8. Перечислите существенные условия договора страхования, по которым должно быть достигнуто соглашение между страхователем и страховщиком.
9. Какие отрасли страхования определены в российском законодательстве?
10. Является ли классификация страхования по российскому законодательству приближенной к европейской классификации страхования?
11. Дайте определение страхового рынка.
12. Из каких институтов формируется структура страхового рынка? На каких принципах функционирует страховой рынок?
13. Перечислите субъектов страхового дела.
14. К какому типу финансовых посредников относятся страховые организации?
15. На каких принципах строится организация страхового рынка?
16. Насколько современное состояние российского страхового рынка соотносится с одним из основных принципов — принципом конкуренции субъектов страхового дела?
17. Нарушается ли принцип свободы выбора, когда государство расширяет спектр видов страхования, подпадающих под обязательную форму?
18. С какой целью производят сегментацию страхового рынка по территориальному охвату?
19. Какова роль транснациональных страховых компаний в развитии национального страхового рынка?
20. При помощи каких показателей можно определить уровень развития страхового рынка?
21. Определите взаимосвязь между страховым рынком и рынком ценных бумаг.
22. Каким образом кредитный рынок связан с рынком страхования?
23. Перечислите участников страхового рынка.
24. Перечислите ключевые функции страхового рынка.
25. Перечислите основные бизнес-процессы страховой организации. Как они влияют друг на друга?
26. Чем отличается инвестиционное страхование жизни от накопительного?
27. Почему в России не столь популярна такая форма сотрудничества, как страховой пул?
28. Какие саморегулируемые организации (СРО) были образованы на страховом рынке России? Есть ли возможность появления новой саморегулируемой организации на страховом рынке?

29. Какое профессиональное объединение на рынке автострахования обеспечивает интересы его участников?
30. Дайте определение понятия «страховой продукт». В чем состоят его отличия от страховой услуги?
31. Какие цели преследуют страховщики в процессе своей деятельности?
32. Какие организации можно отнести к страховым неспециализированным посредникам?
33. В чем принципиальное отличие страховых агентов от страховых брокеров?
34. Перечислите виды страховых оценщиков. Какова их роль в организации деятельности страховщиков?
35. Какое влияние оказывают СМИ и образовательные учреждения на развитие страховой отрасли?
36. Какие техники продаж применяются в современной практике страховых организаций?
37. Перечислите достоинства и недостатки использования банковского канала для страховщиков.
38. Перечислите методы государственного регулирования страхового рынка, оказывающие влияние на спрос страховых продуктов.
39. Какие показатели по российскому законодательству определены в качестве гарантии обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховщика?
40. Назовите цели и функции органа страхового надзора в России.

ГЛАВА 6. РЫНОК ЗОЛОТА

6.1. Золото и его роль на финансовом рынке

Рынок золота — система взаимоотношений между субъектами с целью регулярной купли-продажи драгоценного металла в целях промышленно-бытового потребления, частной тезаврации, инвестиций, страхования, спекуляции на разнице в ценах, а также потребления в качестве валюты для международных расчетов.

Согласно Федеральному закону «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ к валютным ценностям, кроме иностранной валюты и ценных бумаг, котироваемых в валюте, относятся также следующие драгоценные металлы: золото, серебро, платина и металлы платиновой группы (палладий, иридий, родий, рутений и осмий) в любом виде и состоянии, за исключением ювелирных и других бытовых изделий и лома таких изделий, а также «природные драгоценные камни: алмаз, рубины, изумруды, сапфиры и alexandrites в сыром и обработанном виде, а также жемчуг, за исключением ювелирных и других бытовых изделий из этих камней и лома таких изделий.

Федеральный закон «О драгоценных металлах и драгоценных камнях» от 26.03.1998 № 41-ФЗ определяет условия функционирования рынка драгоценных металлов и драгоценных камней на территории Российской Федерации, регулирует деятельность юридических и физических лиц. Не является предметом регулирования настоящего Федерального закона порядок совершения гражданами, не имеющими статус индивидуального предпринимателя, сделок с ювелирными и другими изделиями из драгоценных металлов и (или) драгоценных камней, находящимися в собственности граждан (частной собственности).

История рынка золота тесно связана с историей международных валют. Фактически рынок золота в значительной степени был неотличим от валютного рынка вплоть до 1968 г., когда курсы валют стали плавающими, а сами валюты стали продаваться независимо от золота.

Существенной особенностью рынка золота является торговля, которая привязана к месту нахождения металла (location). Основными центрами торговли являются: Локо Лондон (Loco London); Локо Цюрих (Loco Zurich); Локо Нью-Йорк (Loco New York); Локо Токио (Loco Tokyo).

Крупнейшим мировым центром по торговле золотом является Лондон. Это место оплаты стандартных золотых контрактов, то есть место осуществления сделки. Такие сделки называются «Локо Лондон» (Loco London), то есть с «поставкой в Лондоне».

Функционирование золотых рынков не прекращается ни на минуту. Свою работу в календарных сутках они начинают на Дальнем Востоке, в Новой Зеландии (Веллингтон), проходя последовательно более поздние часовые пояса (соответственно — Сидней, Токио, Гонконг, Сингапур, Москва, Франкфурт, Лондон) и заканчивают в Нью-Йорке и Лос-Анджелесе.

Отсчет временных поясов традиционно ведется от нулевого меридиана, проходящего через Гринвич (предместье Лондона), а время носит название мирового, или GMT — Greenwich Meridian Time и отличается в зависимости от сезона (летнего или зимнего) в разных финансовых центрах земного шара.

С учетом объема проводимых операций их разновидности могут выделять следующие рынки драгоценных металлов: международный или мировой, региональный, внутренний.

Мировой рынок является всеобъемлющим, на нем совершаются наиболее крупные сделки, а также отсутствуют ограничительные налоги и таможенные барьеры. Правила проведения операций не кодифицированы и устанавливаются самими участниками рынка. Операции носят оптовый характер, их проводят в основном крупные банки и компании с большими оборотами. Операции с драгоценными металлами проводятся круглосуточно.

Круг участников этого рынка достаточно постоянный и ограниченный. Сравнительно небольшое количество банков проводит операции с драгоценными металлами, так как для этого необходимы исторически сложившееся имя, тесная связь с клиентской сетью, завязанной на золоте, и соблюдение строгих финансовых требований к банку, его бизнесу.

Таким образом, международные рынки золота — это оптовые рынки с ограниченным количеством участников (ведущие транснациональные банки и корпорации). Расчеты ведутся круглосуточно и только в американских долларах. Лондонский фиксинг происходит в 10.30 и 15.00 — официальная мировая цена золота в слитках.

Региональные рынки примыкают к мировым и также носят в основном международный характер (европейский, азиатский рынок). Главным образом они ориентированы на местных клиентов, более мелких. Котировки цен производятся менее регулярно, в расчетах используется доллар США, но иногда и региональные валюты, имеющие хождение в данном месте.

Внутренние рынки — это, как правило, рынки одного государства. На этих рынках осуществляется государственное регулирование путем установления цен, налогов, акцизов, тарифов, квот на ввоз-вывоз, а также применяются административные методы. В качестве средств расчета используются местные валюты.

Здесь условно можно выделить свободные внутренние рынки (это рынки, на которых государство не ограничивает ввоз-вывоз драгоценного металла и не очень жестко осуществляет регулирование). Но, в основном, внутренние рынки функционируют как регулируемые, или ограниченные, рынки. Регулирование идет путем квотирования, лицензирования, установления пошлин и налогов.

Нельзя не отметить, что существуют закрытые рынки, на которых запрещается ввоз-вывоз золота, а также устанавливаются такие экономические условия, при которых торговля драгоценными металлами становится невыгодной (операции попадают под действие чрезмерных налогов, а цены на металл выше, чем на международном рынке).

В тех странах, где существует закрытый рынок, есть и «черный» рынок, и контрабанда (Индия, Пакистан и другие страны).

Внутренний рынок может нормально функционировать при невысоких ограничениях. Если же в государстве с более или менее развитой рыночной экономикой внутренние цены за счет пошлин и налогов начинают превышать более чем на 80% мировые, это приводит к переливу местного рынка в сектор «черного» рынка.

Условно рынок драгоценных металлов можно поделить на рынки:

- физического наличного металла;
- безналичного металла.

На рынке физического металла можно выделить:

- оптовый рынок — так называют межбанковский рынок и поставки от него торговым компаниям, занимающимся дальнейшей перепродажей продукта конечным потребителям. В международный оборот включены оптовая торговля — это продвижение металлов от производителя к потребителю на внутренние рынки;
- мелкооптовый рынок;
- розничный рынок — снабжение металлом непосредственных потребителей и мелких инвесторов, сконцентрированных на внутреннем рынке.

Физический рынок золота имеет большую историю. Практически этот рынок в примитивных формах начал развиваться на заре человеческой цивилизации. Вся история человека одновременно есть история развития золотого рынка.

В настоящее время все операции на рынке физического золота устоялись и приняли определенные формы. Ценность золота обусловлена тем, что оно признано большинством цивилизаций мира как элемент, во-первых, редкоземельный, во-вторых, пластичный, устойчивый к различным механическим воздействиям, и, наконец, в-третьих, легко идентифицируемый, делимый и способный выполнять функции денег.

Запасы золота в разных странах мира представлены в табл. 6.1.

Стремительный рост золота сменился за последние три года «боковиком» в диапазоне 1650–1950 \$/тройская унция.

Золото считается наиболее кризисоустойчивым активом, так называемой «тихой гаванью». В периоды роста экономики золото не дает большого дохода, в периоды спада не приносит больших убытков. Золото — эффективный инструмент сбережения в периоды стагнации. Драгоценные металлы являются наиболее эффективным способом сохранения сбережений: в периоды высокой инфляции и низких реальных процентных ставок доходы по большинству активов не могут превысить темпы обесценивания денег, в таком случае драгоценные метал-

лы, из которых золото наиболее популярно, становятся наиболее безопасным средством сбережения.

Таблица 6.1

Золотые запасы мира и финансовых организаций на февраль 2023 г.¹

№	Страна	Золотой запас, т	Доля золота в золотовалютных резервах, %
1	США	8133,5	79,0
2	Германия	3355,5	74,5
3	МВФ	2814,0	–
4	Италия	2436,8	69,3
5	Франция	2436	64,5
6	Россия	2298,5	22
7	Китай	2010,5	3,3
8	Швейцария	1040	5,4

Золото показывает стабильный рост в долгосрочной перспективе. На рисунке 6.1 представлена динамика изменения стоимости золота.

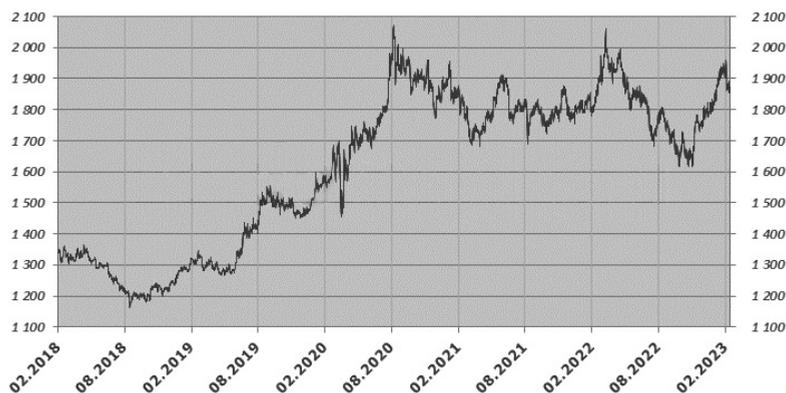


Рис. 6.1. Динамика стоимости золота 2018–2023 гг., долл. США²

Для России вопрос сохранения сбережений особенно актуален, острые политические и экономические кризисы в мире болезненно влияют на Россию как страну с развивающейся рыночной экономикой.

Наиболее популярной стратегией долгосрочного инвестирования долгое время и по сей день является так называемый портфель «60/40», в котором 60% со-

¹ Мировые золотые резервы. URL: <http://global-finances.ru/mirovyie-zolotyie-rezervyi/> (дата обращения: 14.02.2023).

² Как изменялась цена золота за последние пять лет. URL: https://goldomania.ru/articles-2/price_gold_5_year.html (дата обращения: 14.02.2023).

ставляют акции, оставшиеся 40% — облигации. За 50 лет наблюдений портфель 60/40 давал положительную доходность в 82% случаев за скользящие годовые периоды, в 93% случаев — за скользящие трехлетние периоды и 99,4% времени — за скользящие пятилетние периоды. Таким образом, портфель с соотношением акций и облигаций 60/40 можно было назвать близким к оптимальному.

Тем не менее существовавшая десятки лет стратегия сегодня претерпевает некоторые изменения. Статистика показывает, что в текущих условиях многие инвесторы включают в свои портфели все больше альтернативных инвестиций, в состав которых входит и золото.

Всемирный совет по золоту указывает следующие пять факторов актуальности золота:

1) денежно-кредитная политика — стабильно низкие процентные ставки снижают альтернативные издержки владения золотом и подчеркивают его как источник подлинной долгосрочной прибыли;

2) спрос центральных банков — всплеск интереса к золоту со стороны многих центральных банков в мире, который обычно используется в иностранных резервах для обеспечения безопасности и диверсификации, побудил других инвесторов рассмотреть положительные инвестиционные свойства золота;

3) рыночный риск — повышенная рыночная неопределенность в нестабильной мировой экономике побудила вновь сосредоточить внимание на управлении рисками и повышении стоимости малокоррелируемых и относительно ликвидных активов, таких как золото;

4) доступ к рынку — обеспеченные золотом инвестиционные фонды, в т. ч. биржевые (ETF) облегчили доступ к рынку золота и существенно повысили к нему интерес как к стратегическому вложению, снизили общую стоимость владения и повысили эффективность;

5) рост на развивающихся рынках — экономический рост, особенно в Китае и Индии, увеличил и диверсифицировал базу потребителей и инвесторов золота.

Предложение золота формируют золотодобывающие компании. Лидерами по добыче золота в 2021 г. были следующие страны:

- Китай (370 т);
- Австралия (330 т);
- Россия (300 т);
- США (180 т);
- Канада (170 т)¹.

Согласно отчету, объем золота, полученный в 2021 г., не только компенсировал спад производства в 2020 г., вызванный COVID-19, но даже почти сравнялся с рекордным объемом производства 2018 г. В целом перебои в добыче золота, вызванные коронакризисом, в 2021 г. уже не имели сильного влияния.

¹ Добыча золота в мире по итогам 2021 года. URL: <https://gold.ru/news/dobycha-zolota-v-mire-po-itogam-2021-goda.html> (дата обращения: 16.02.2023).

Не следует путать производство золота на рудниках с общим предложением золота, вновь поступающего на мировой рынок. Переработка вторичного драгметалла и хеджирование производителей также ежегодно приносят на рынок большое количество золота. Хеджирование золотодобытчиков — это фьючерсные контракты, которые золотодобывающие компании заключают, чтобы исключить потерю прибыли от колебаний цен на золото.

Таким образом, общее предложение золота на мировом рынке складывается из трех компонентов:

- переработанное вторичное золото;
- хеджирование производителей;
- новое добытое золото с месторождений.

Китай занимает первую строчку и добывает около 400 т золота в год. Занимательно, но еще менее 50 лет назад добыча в Китае не превышала 10 т в год, в те годы безоговорочным лидером по добыче золота была ЮАР с добычей 700–1000 т золота ежегодно. Однако начиная с 1980 г. добыча в Китае стала активно расти. Так, уже к 1990 г. Китай добыл рекордные для страны на тот момент 100 т золота, к 2005 г. добывал уже более 200 т, а все последнее десятилетие добывает стабильно более 300 т золота каждый год.

Добыча Австралии составляет около 320–330 т золота, она занимает второе место. Добыча золота в Австралии начала бурно развиваться также в 80-е годы прошлого столетия. Всего за десять лет, с 1980 по 1990 гг., добыча выросла в 10 раз и составила около 240 т. Добыча продолжила расти вплоть до 1997 г., когда было добыто более 300 т драгоценного металла. С тех пор добыча золота в Австралии колеблется на уровне 250–320 т золота в год.

Россия находится на третьей строчке с добычей около 300 т золота по разным оценкам.

Крупнейшими экспортерами золота в 2019 г., согласно статистике Международного центра торговли, являются:

- 1) Швейцария (61,9 млрд \$);
- 2) Гонконг (25,1 млрд \$);
- 3) Великобритания (23,3 млрд \$);
- 4) ОАЭ (17,7 млрд \$);
- 5) США (17,1 млрд \$);
- 6) Австралия (16,2 млрд \$);
- 7) Канада (15,3 млрд \$);
- 8) Сингапур (11,5 млрд \$);
- 9) Таиланд (7,5 млрд \$);
- 10) Перу (6,7 млрд \$).

Россия находится на 13 месте, экспорт золота в 2019 г. составил 5,7 млрд долларов, хотя в предыдущие годы был значительно меньше.

В 2020 г. мировые продажи золота составили 417 млрд \$. На долю пяти крупнейших экспортеров золота (Швейцария, Гонконг, Объединенные Арабские

Эмираты, Великобритания и США) приходилось 44,2% мирового вывоза этого металла. Россия заняла шестое место в мире по объему продаж золота на международных рынках, при этом стоимость российского экспорта золота увеличилась на 222,9% с 2019 по 2020 гг.

Крупнейшими импортерами золота, по статистике Международного центра торговли, за 2019 г. являются:

- 1) Великобритания (70,7 млрд \$);
- 2) Швейцария (60,6 млрд \$);
- 3) Китай (43,9 млрд \$);
- 4) Индия (32,1 млрд \$);
- 5) Гонконг (13,9 млрд \$);
- 6) Турция (11,2 млрд \$);
- 7) Сингапур (10 млрд \$);
- 8) США (9,6 млрд \$);
- 9) Таиланд (7 млрд \$);
- 10) ОАЭ (6,7 млрд \$).

Всего в долларовом эквиваленте в 2019 г. было импортировано золота стоимостью более 306 млрд долларов. Что касается России, то она не входит в топ 50 стран по импорту. Ее импорт золота в 2019 г. составил всего 15,8 млн долларов.

Мировой импорт золота в 2020 г. составил 375 млрд \$. Пять крупнейших мировых импортеров золота (Великобритания, Швейцария, США, Турция, Индия) купили более двух третей (68,8%) от общемирового объема драгоценного металла.

На протяжении десятилетнего периода годовая добыча золота не покрывает спрос удовлетворения потребностей общества в золоте, это удается только за счет вторичной переработки.

Рассмотрим, что влияет на цену золота с точки зрения его как инвестиционного инструмента. Как было отмечено ранее, инвестиционный спрос на золото вырастает в периоды спада экономики, когда доход по иным инвестиционным инструментам с низким риском не может перекрыть инфляцию, что характеризует ситуацию отрицательных реальных процентных ставок.

Наиболее резкие взлеты стоимости золота наблюдаются как раз в периоды падения реальных процентных ставок до отрицательных значений (с учетом инфляции). Тем не менее не стоит забывать о «товарном» спросе на золото: во время кризиса спрос на ювелирную продукцию закономерно падает, и это может тормозить рост цены на золото при прочих благоприятных для него условиях.

Сложные отношения у золота с долларом США, они считаются взаимозависимыми активами с обратной связью, но это правило срабатывает не всегда. Здесь имеют место несколько факторов:

- 1) США занимает 4 место по добыче золота, и, казалось бы, при росте цены золота национальная валюта страны производителя должна расти, но этого не происходит, т. к. почти все добытое в США золото уходит на внутренний рынок;

2) второй фактор также связан с сущностью золота как инструмента сохранения сбережений в кризис. Любая новость о возможном ухудшении положения американской экономики приводит к выходу инвесторов из долларовых активов в пользу золота;

3) также обратную зависимость доллара США и золота обуславливают отношения доллара США к национальным валютам стран — экспортеров золота, например, австралийскому доллару. Рост золота приводит к росту австралийского доллара ко всем валютам, в том числе и к доллару США (поскольку Австралия — крупный производитель этого металла). Соответственно, снижение цены доллара США через пару AUD/USD передается и на остальные долларские валютные пары.

Рассмотрим экономические факторы, влияющие на курс золота:

<i>Характеристика экономического фактора</i>	<i>Зависимость от фактора</i>
Спрос на золото как товар и производственный ресурс со стороны ювелирных компаний, производителей электроники и иных высокотехнологичных производств	Прямая
Инвестиционный спрос на золото со стороны частных инвесторов, банков и центральных банков стран	Прямая
Предложение золота (объем добычи)	Обратная
Курс доллара	Обратная
Величина реальных процентных ставок	Обратная

При всех достоинствах золота как инвестиционного инструмента следует обозначить и его недостатки. Для разных форм инвестиций в золото характерны разные недостатки, но есть и общие черты:

1) большая длительность (срок) — характерная черта для любых форм инвестиций в золото, значительный эффект от вложений будет замечен в течение 10–15 лет;

2) отсутствие пассивного дохода — инвестиции в золото не приносят никаких пассивных доходов по типу процентов, дивидендов или купонного дохода;

3) необходимость хранения — проблема, характерная для инвестиции в золотые слитки. Помимо отсутствия пассивного дохода, слитки требуют затрат на хранение;

4) налогообложение — при продаже слитков необходимо удержать 13% НДФЛ, но только если слитки хранились менее 3 лет. По закону золото считается имуществом. Если владелец слитка продавал его банку, то с полученного дохода он был обязан заплатить НДФЛ — 13%. Теперь эта обязанность отменена, граждане освобождаются от уплаты НДФЛ при продаже золотых слитков в 2022 и 2023 гг. Соответствующие изменения в ст. 217 НК РФ внесены, чтобы повысить привлекательность инвестиций в золото и расширить инструменты по сохранению сбережений россиян.

5) высокий спред цены покупки и продажи — характерная проблема для слитков, коллекционных инвестиционных монет и обезличенных металлических счетов. Например, золотые слитки банки покупают на 5–10% дешевле, чем продают.

С 9 марта 2022 г. в России действует закон об отмене налога на добавленную стоимость на золотые слитки для физических лиц. Он направлен на урегулирование вопроса использования драгоценных металлов в слитках в инвестиционных целях. До этого приобретение гражданами драгоценных металлов облагалось НДС по ставке 20%.

Для обеспечения промышленных потребителей широко используется консигнационный метод торговли золотом. Банк или торговая компания предоставляет определенное количество золота на склад предприятия без оплаты. При этом предполагается, что потребитель выкупит его за установленный срок. В дальнейшем покупатель-потребитель заключает сделки с банком на определенное количество золота, которое находится у него на складе. До оплаты металл остается в собственности банка-поставщика. Это отчасти экономит затраты банка по поставке металла промышленным потребителям и позволяет оперативно реагировать на изменение цены на металл.

Консигнационный метод торговли является одним из основных методов борьбы за рынки сбыта.

В основе торговли физическим металлом используются металлические счета (allocated) — счета ответственного хранения в банках. Предназначены они для временного хранения металла с последующей реализацией или переводом в другое место. Их использование влечет определенные расходы по хранению металла.

Объектом торговли при физической поставке металла является аффинированное золото в слитках стандартных размеров. Эти слитки еще иногда называются банковскими, или финансовыми, слитками. Наиболее известным стандартом является так называемый London Good Delivery.

Основные требования к слитку:

- вес 350–400 унций, или 11,5–13 кг;
- аффинажная фирма, которая проставляет клеймо на слитке, должна быть включена в список Лондонского рынка (так называемый London Good Delivery List — List of Acceptable Meters and Assayers);
- чистота металла должна быть не ниже 995 долей химически чистого золота на 1000 долей лигатурной массы. В качестве обязательных отметок на слитке должны быть: серийный номер, проба, клеймо изготовителя и органа пробирного надзора с указанием веса в точности до 0,025 тройских унций.

Единицей денежных расчетов за одну тройскую унцию (31,1034807 г) химически чистого золота является доллар США, а единицей при поставке — золотой слиток. Физическое количество поставляемого золота должно выражаться в целых числах, соответствующих физическому количеству золотых слитков. Технические характеристики золотых слитков стандартизированы, поэтому при

расчетах по стандартным контрактам должны фигурировать слитки, соответствующие стандарту (London Good Delivery Bars).

Торговля золотом отличается от торговли другими драгоценными металлами. При денежных расчетах за золото рассчитывается масса химически чистого металла, содержащегося в слитках, например, при торговле платиной оплачивается лигатурная (общая) масса слитков.

Торговля золотом одинаковой пробы и одинаковыми размерами слитков ведется в разных местах, и расчеты производятся золотыми слитками самых различных типов. Однако эталоном и отправной точкой для определения стоимости всех операций с физическим золотом является наличная рыночная цена.

Цена золота в различных местах заключения сделок со слитками разных типов определяется через наличную стоимость слитка лондонского сертификата с учетом стоимости перевозки золота между разными пунктами, стоимости очистки золота и доведения пробы до разных значений, а также с учетом спроса и предложения на рынке. Способ котировки заключается в определении величины надбавки или скидки по отношению к наличной стоимости слитка лондонского сертификата.

Слитки менее 1 кг в международном обороте не фигурируют. В основном они изготавливаются для внутреннего потребления и распределяются там, где есть спрос.

В разных странах используют отличные от общепринятых меры веса драгоценных металлов, на базе которых изготавливаются слитки нестандартных, по требованиям мирового рынка, размерам. Такого рода слитки предназначены для внутренних рынков.

До середины 70-х гг. прошлого века официальная цена устанавливалась законодательным путем и сохранялась неизменной многие годы, а то и десятилетия. В отличие от нее цена на частном рынке могла колебаться, и часто значительно. Именно могла, но почти не колебалась, и в целом до 1968 г. оставалась примерно на одном уровне цена золота по частным и государственным операциям. Этому способствовал не только почти повсеместный запрет на частное владение золотом, но и бурный период послевоенного развития экономик стран. Стремление государств к достижению валютной стабильности ограничило деятельность спекулянтов благодаря умеренному спросу на золото и стабильности его цены. В результате спрос и предложение уравнивались ценой в 35 долларов США за тройскую унцию, а если и случались отклонения, то они не были чрезмерными.

После отделения в 1968 г. частного рынка от официальной цена золота стала играть свою действенную роль, и ее стремительный рост в 1970-е гг. свидетельствовал о явном кризисе доверия к иностранным валютам.

В настоящее время определение текущей мировой цены на золото проводится дважды в день в Лондоне на межбанковском рынке: в 10.30 (утренний, или первый, фиксинг) и в 15.00 (дневной, или второй, фиксинг) в офисе «Н. М. Ротшильд

и сыновья Ltd.», представитель которой выполняет функции председательствующего. За основание принимается складывающееся на определенный момент соотношение спроса и предложения на металл. С этой целью пятью лондонскими участниками проводится фиксинг цен на золото. Фиксинг является элементом межбанковского рынка, торговля на котором осуществляется без поставок физического металла, путем зачисления-списания со счетов unallocated.

В то время, когда начинается и проходит первый фиксинг, основные участники межбанковского рынка, являющиеся маркетмейкерами, не обязаны представлять котировки на металлы своим клиентам, а также и другим участникам.

Во время второго фиксинга одновременно работают крупнейшие биржи (например, Нью-Йоркская), где торгуются «золотые» фьючерсы, которые наряду с фиксингом также служат ценовым ориентиром. Поэтому торговля золотом не останавливается в ожидании фиксинга.

Первый исторический фиксинг золота проводился 12 сентября 1919 г., тогда была согласована цена золота на уровне 4 фунтов стерлингов 18 шиллингов и 9 пенсов (что в то время составляло около 20,67 долларов США). Первоначальной целью фиксинга было установление цены на южноафриканское золото.

В фиксинге принимают участие пять постоянных членов, каждый из них присылает представителя. В среднем фиксинг занимает около 15 минут, но может сокращаться и до двух, а наибольшая зарегистрированная продолжительность фиксинга составила 2 часа 26 минут.

В настоящее время в фиксинге принимают участие представители следующих компаний: Barclays, HSBC, Deutsche Bank, Scotiabank и Societe Generale.

В назначенное время пять участников фиксинга собираются в специальной комнате и связываются по телефону с операционными залами своих фирм, из которых, в свою очередь, устанавливается связь с любым из клиентов фирмы, желающим купить или продать золото на фиксинге. В качестве таких клиентов могут выступать другие банки и компании, центральные банки и прочие. Получив заказ, участники фиксинга определяют цену золота исходя из количественного соотношения заказов.

Количество покупаемого и продаваемого золота при этом указывается в барах (от английского bar — слиток). Имеются в виду стандартные (или большие) бары весом 400 унций.

Таким образом, удается одновременно два раза в день определить цену равновесия, то есть цену, уравнивающую спрос и предложение на металл. Фиксинг золота является «открытым», т. е. участники постоянно комментируют своим клиентам процесс фиксации в части количества выставленных для фиксинга заказов купли-продажи металла.

В результате фиксинга определяется объективная цена, отражающая соотношение спроса и предложения. Она и позволяет всем участникам мирового рынка золота определять цены своих внефиксинговых сделок, ориентируясь на цену лондонского фиксинга.

При исполнении сделок продавец получает цену фиксинга плюс 0,05 долларов. Покупатель платит цену фиксинга плюс 0,25 долларов.

Описанный механизм позволяет любому участнику рынка покупать или продавать золото на разных условиях, благодаря чему значительное количество золота может быть куплено или продано с минимальной разницей между ценой продажи и покупки.

Расчеты осуществляются через клиринговые компании. Клиринговая компания, специализирующаяся на операциях с золотом, функционирует на тех же основаниях, что и валютный клиринговый банк, но, кроме всего прочего, осуществляет физическую поставку золота в слитках. Лондонская клиринговая система контролируется Лондонской ассоциацией рынка золота.

На рынке *безналичного* металла, или безбумажном рынке, не предусматривается физическое перемещение металла. Переход права собственности осуществляется путем записи по определенным металлическим счетам unallocated. На этих счетах учет ведется в граммах или унциях, а не в определенных слитках. Они открываются в крупнейших банках, а условия поставки по ним привязываются к определенным центрам торговли: Лондон, Цюрих. Во многом эти счета аналогичны валютным. По ним учитывается задолженность банка перед своим клиентом, выраженная в определенном количестве металла. Для покрытия такого счета заключается специальное соглашение с банком, которое оговаривает правило ведения этого счета.

Для зачисления металла на счет необходимо поставить металл в хранилище банка либо приобрести его у любого участника межбанковского рынка. Получить физический металл с этого счета также возможно. Если металл находится в хранилище банка, дополнительные расходы за хранение не взимаются. Получение металла бесплатно, при этом выдаются любые слитки, соответствующие требованиям London Gold Delivery. Проценты по таким счетам не начисляются. Расчеты по счетам осуществляются аналогично расчетам по валютным счетам — путем направления поручения по системе SWIFT.

Для того чтобы осуществить операции на межбанковском рынке безналичного металла, необходимо иметь счет в одной из лондонских клиринговых компаний, функционирующих в настоящее время. Наиболее известные и крупные из них: N. M. Rodshild and Sons, Mocatta and goldsmith, Republic Mase Bank, Midland Montague, Dutche Bank Sharps Pixley, Morgan Guaranty, Credit Suisse, Phillip Brothers, Bank of England.

В сделке с золотом оговаривается дата осуществления расчетов (дата валютирования), при наступлении которой золото обменивается на доллары США (или другую валюту, оговоренную при заключении сделки). Золото переводится продавцом на клиринговые счета покупателя, а доллары перечисляются покупателем золота на долларовый клиринговый счет продавца.

Расчеты по операциям с драгоценными металлами производятся одновременно, т. е. в течение одного дня: золото — в Лондоне, валюта — в Нью-Йорке.

При заключении сделок на межбанковском рынке в долларах возникает кредитный риск, поэтому банки-участники межбанковского рынка исходя из балансовых показателей каждого из участников устанавливают в отношении друг друга лимит на проведение операций.

6.2. Участники рынка золота

Основными участниками рынка золота являются:

- золотодобывающие компании;
- промышленные потребители;
- профессиональные дилеры и посредники;
- центральные банки;
- биржи драгоценных металлов;
- инвесторы.

Основное количество золота поставляется на рынок *золотодобывающими компаниями*, которые благодаря своей деятельности образуют важную категорию участников рынка. По масштабу добычи они делятся на небольшие компании, не имеющие возможности вести дела непосредственно с брокерскими конторами, и огромные компании, ведущие дела во всех сферах деятельности рынка золота. Последние проводят свои операции в масштабах, значительных для мгновенных изменений цен, вследствие чего их деятельность находится под пристальным вниманием других участников рынка.

Предприятия по очистке и облагораживанию золота также действуют на оптовом рынке с целью обеспечения своих производственных процессов и периодических покупок и продаж золота по поручению своих клиентов.

Промышленные потребители представлены ювелирным производством, промышленными предприятиями, аффинажными заводами.

Значительную часть клиентуры предприятий по очистке золота составляют разные отрасли промышленности, нуждающейся в получении золота с различными конкретными характеристиками. Для нужд электронной промышленности может потребляться золото чистотой 999,99, тогда как потребности ювелиров могут ограничиваться золотом в виде песка для последующей его переплавки. Несмотря на то, что промышленные предприятия часто производят покупки драгоценных металлов через брокерские фирмы, имеющие золото на консигнационных складах, в некоторых случаях именно брокерские конторы осуществляют очистку и облагораживание золота от имени и по поручению своих клиентов.

К *профессиональным дилерам и посредникам* относятся коммерческие банки, специализированные компании. Они покупают золото за свой счет и затем перепродают его другим банкам. Иногда банки закупают металл для увеличения своих резервов.

Специализированные компании, торгующие золотом в слитках, действуют как в качестве брокеров для покупателей, так и в качестве первичных дилеров, удерживая свои собственные позиции в торговле благородным металлом с целью получения прибыли за счет динамики цен.

Лондонская ассоциация рынка драгоценных металлов (London Bullion Market Association — LBMA), представляющая интересы участников на оптовом рынке, делит их на две категории: участники, формирующие рынок (market maker), и обычные участники. В настоящее время официально зарегистрировано 14 участников, формирующих рынок, и 48 обычных.

Фирмы, выступающие в качестве обычных маркетмейкеров, обязаны при запросах своих клиентов и других маркетмейкеров котировать цену на металл в течение всего рабочего дня. При этом маркетмейкеры котируют одновременно цену покупки и цену продажи металла (bid price and offer price). Обычные дилеры, как правило, устанавливают цены только для своих агентов и не обязаны формировать рыночные цены.

Центральные банки как участники рынка золота, с одной стороны, выступают как крупные инвесторы, располагающие большим объемом металла, а с другой — в их функции входит установление правил игры (совершения операций) на золотом и финансовом рынках. Одновременно они являются крупнейшими продавцами и покупателями металла.

Золотой запас Российской Федерации, состоящий из аффинированного золота в слитках, находящегося в федеральной собственности и являющегося частью золотовалютных резервов Российской Федерации, предназначен для осуществления финансовой политики государства и удовлетворения экстренных потребностей Российской Федерации при чрезвычайных ситуациях.

Российской Федерации и субъектам Российской Федерации принадлежит преимущественное право на заключение договоров о приобретении в собственность добытых и произведенных драгоценных металлов и добытых драгоценных камней с субъектами их добычи и производства в целях пополнения Государственного фонда драгоценных металлов и драгоценных камней Российской Федерации, золотого запаса Российской Федерации, государственных фондов драгоценных металлов и драгоценных камней субъектов Российской Федерации.

Приведем цифры, характеризующие долю монетарного золота в международных резервах Российской Федерации. Если на 01.01.2021 г. из 595774 млн долл. США доля монетарного золота составляла 138754 млн долл. США или 23,3%, то на 01.11.2021 г. из 624237 млн долл. США золото составляло 132859 млн долл. США, или 21,3%¹. Под золотом в форме представления данных по резервам понимается золото, принадлежащее официальным органам. К нему относятся зо-

¹Международные резервы Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_m/ (дата обращения: 09.02.2023).

лото в слитках и обезличенные золотые счета нерезидентов (монетарное золото). Монетарное золото оценивается по текущей рыночной цене товарного золота.

Наибольшим влиянием на рынке золота обладает центральный банк США — Федеральная резервная система (US Federal Reserve System). Далее за ним следуют: центральный банк Германии — Бундесбанк (Dutch Bundesbank) и Великобритании — Банк Англии (Bank of England).

Центральные банки других стран также играют существенную роль на рынке драгоценных металлов, поскольку значительную часть национальных резервов своей страны они хранят в виде золота. По причине большой величины этих запасов действия центральных банков могут оказывать решающее влияние на рынок золота. В прежние времена на долю центральных банков приходилось примерно 1/5 закупок всего поступающего на рынок золота, однако с 1971 г., после того как исчезла возможность обмена долларов США на золото, банки превратились в чистых продавцов.

Английский банк относится к группе центральных банков, которые, во-первых, торгуют золотом за свой счет и, во-вторых, выпускают золото на рынок с целью получения некоторой финансовой прибыли на свои золотые резервы.

Английский банк и Банк международных расчетов действуют на рынке также и от имени других центральных банков.

Биржи драгоценных металлов, как непосредственно специализированные с одноименным названием, отсутствуют. Как правило, операции с золотом, другими драгоценными металлами, а также на базе них производными финансовыми инструментами (фьючерсы, опционы) ведутся на многих биржах (товарных, срочных, фондовых). Основная задача торговли производными финансовыми инструментами — хеджирование цен на драгоценные металлы.

Рынок золота и драгоценных металлов остается привлекательным для *инвесторов*. В качестве инвесторов можно рассматривать как частных (физических) лиц, так и институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, кредитные союзы и т. п.).

6.3. Основные виды операций с драгоценными металлами

Наибольший объем торговли драгоценными металлами наблюдается на международном межбанковском, так называемом «бумажном», рынке золота.

Межбанковский рынок безналичного металла включает в себя широкий спектр торговых операций, проводимых банками и торговыми компаниями.

В международной практике принято, что текущие операции купли-продажи металла осуществляются на условиях спот, т. е. датой валютирования (датой зачисления — списания металла и валюты со счетов и на счета) на второй рабочий день после дня заключения сделки.

Международный рынок текущих операций называется спот-рынком (spot market). Условия расчетов спот достаточно удобны для контрагентов сделки: в течение текущего и следующего дня удобно обработать необходимую документацию, оформить платежные документы для выполнения условий сделки.

Все остальные сделки купли-продажи металла, датой валютирования по которым не является второй рабочий день от даты заключения, называются сделками *outright*, или при дословном переводе — «неправильными сделками».

Цена спот (Локо-Лондон) служит базой для расчета цен, лежащих в основе всех прочих сделок.

Стандартным объемом сделки в золоте на условиях спот на международном рынке считается 5000 тройских унций (примерно 155 кг).

Дилеры заключают сделки купли-продажи в пределах лимитов на контрагентов, а также в пределах своих полномочий. Каждый дилер имеет определенные полномочия на открытие позиции, перенос ее на следующий день, а также по максимально возможному убытку (*spot-loss*), взятому в течение рабочего дня. В каждом банке свои правила и инструкции, некоторые вообще никогда не котируют на объемы, превышающие стандартные котировки, или не переносят открытых позиций на следующий день. Другие, наоборот, предпочитают вести очень агрессивную политику на рынке, запрашивая котировки и заключая сделки на объемы в 10–20 и более раз превышающие размеры стандартных рыночных котировок. Но в любом случае поведение каждого банка на рынке обусловлено, прежде всего, его клиентской базой, т. е. наличием или отсутствием клиентских запасов на куплю-продажу драгоценных металлов. Игры на рынке без поддержки клиентских заказов, на свой «страх и риск», редко в конечном счете приводят к положительным результатам.

Для рынка золота характерными являются операции типа своп (*swap*). На русский язык термин «своп» (*swap*) переводится как «обмен», то есть купля-продажа металла с одновременным присутствием обратной стороны сделки. В международной практике торговля драгоценными металлами под свопами подразумевает несколько разновидностей операций.

Сделки своп обычно всегда больше по объему, чем сделки спот. Это объясняется тем, что сделки своп не оказывают влияния на рынок драгоценных металлов в той степени, в какой на него оказывают влияние сделки спот.

Существуют следующие виды операций своп:

1) своп во времени, или финансовый своп, т. е. купля-продажа одного и того же количества металла на условиях спот против купли-продажи на условиях форвард. Наиболее распространенный вид операций — своп. Время, фиксируемое в договоре, обычно равно одному, трем, шести месяцам или одному году. Практикуется также заключение сделок своп на более короткие периоды: один, два, три дня, одна и две недели и более — до пяти лет. Процентные ставки по финансовым свопам условно представляют собой разницу между ставками по долларовому и золотому депозитам. Обычно ставки по золотым свопам ниже, чем

по долларам на тот же период. Это связано с тем, что депозит в золоте дешевле, чем депозит в долларах. Но бывают на рынке ситуации, когда резко ощущается недостаток металла, и все участники пытаются привлечь золото, а не размещать его. В этом случае ставки по металлам могут «обогнать» ставки валютного рынка. При этом ставки по финансовым свопам будут, соответственно, отрицательными. Другими словами, цена на форварде будет ниже цены на споте. Такая ситуация на рынке называется *backwardation*. Но это случается достаточно редко. Для расчета форвардной цены по свопу используется следующая формула:

$$\text{Цена}_{\text{форвард}} = \text{Цена}_{\text{спот}} + \frac{\text{Цена}_{\text{спот}} \cdot \text{ставка} \cdot \text{количество дней}}{360 \cdot 100\%},$$

где ставка — ставка по финансовому свопу, выраженная в процентах годовых; 360 — количество дней в году (для расчетов по доллару США). По финансовым свопам форвардная цена указывается, как правило, с точностью до третьего знака после запятой;

2) своп по качеству металла предусматривает одновременную покупку-продажу металла одного качества, примерно пробы 999,9, против купли-продажи золота другого качества, в результате чего будет возможность получать премию;

3) своп по местонахождению предусматривает куплю-продажу золота в одном месте, например в Лондоне (*Loco London*), против купли-продажи его в другом месте, например в Цюрихе (*Loco Zurich*). Поскольку в зависимости от конъюнктуры рынка золото в одном месте может стоить дороже, то в этом случае одна из сторон получает компенсирующую премию.

Депозитные операции (*deposit*) с драгоценными металлами очень похожи на денежные операции с валютой. Они проводятся в том случае, если необходимо привлечь металлы на счет или, наоборот, разместить его на определенный срок. При этом денежные ставки по золоту, как правило, оказываются ниже ставок по валюте, что обеспечивается более низкой, по сравнению с валютой, ликвидностью.

Типичные денежные сроки — 1, 2, 3, 6 и 12 месяцев, но по запросу срок может быть как продлен, так и сокращен: 1, 2, 3, 6 и 7 дней.

Процент по золотому депозиту обычно выплачивается валютой и реже — соответствующим количеством золота. Исчисление процентов по депозитам производится по формуле:

$$\frac{\text{Количество металла} \cdot \text{цена} \cdot \text{ставка (год)} \cdot \text{количество дней}}{360 \cdot 100\%},$$

где цена — текущая цена на рынке спот; 360 — количество дней в году.

Сумма процентов за получение депозита зачисляется на счет контрагента, предоставившего металл в депозит, в день истечения такого депозита.

Опционы (*options*) — это право (но не обязательство) продать или купить определенное количество золота по определенной цене на определенную дату (европейский опцион) или в течение всего оговоренного срока (американский опцион).

Сторона, получающая право исполнить сделку или отказаться от ее исполнения, называется покупателем опциона.

Противоположную сторону именуют продавцом опциона. Продавец опциона, продавая контрагенту право исполнить сделку или отказываясь от нее, получает от покупателя некоторое вознаграждение — премию. Покупатель имеет право исполнить опцион по цене, зафиксированной в контракте, которая называется ценой исполнения (strike price).

Существует два вида опциона: опцион на продажу, или опцион пут (put), и опцион на покупку, или опцион колл (call). Опцион колл дает право покупателю опциона купить металл по цене исполнения или отказаться от его покупки. Опцион пут дает право покупателю опциона продать металл по цене исполнения или отказаться от его продажи. Такого рода сделки широко используются для хеджирования.

Общий принцип хеджирования с помощью опциона:

– если инвестор хеджирует себя от повышения в будущем цены, он должен купить опцион колл или продать опцион пут;

– если инвестор хеджирует себя от понижения цены базисного актива, он должен купить опцион пут или продать опцион колл.

Опционы способствуют активному развитию спекулятивных операций. В случае с покупателем опциона максимальный размер его потерь равен уплаченной премии, выигрыши же потенциально не ограничены. В ситуации с продавцом опциона все наоборот, самое главное — риски его ничем не ограничены.

Рассмотрим маржируемый опцион колл на фьючерсный контракт на золото:

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Краткое наименование контракта	GOLD-12.21M161221CA500
Краткий код	GD500BL1
Цена страйк	500 Изменить: <input type="text" value="1 850"/> <input type="button" value="OK"/>
Наименование контракта	Маржируемый опцион колл на фьючерсный контракт на золото
Вид контракта	Опцион
Категория опциона	Американский
Тип расчетов	маржируемый
Лот	1 фьючерс
Котировка	в долларах США за лот
Начало обращения	20.04.2021
Последний день обращения	16.12.2021
Дата исполнения	16.12.2021
Центральный страйк	1 750
Котировка базового актива	1 754

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Шаг премии	0,1000
Стоимость шага премии	7,2624
Сбор за регистрацию сделки*, руб.	11,24
Сбор за скальперскую сделку*, руб.	5,62
Сбор за адресную сделку*, руб.	11,24
Клиринговая комиссия за исполнение контракта, руб.	2,00
ГО по непокрытой позиции на первом уровне лимита концентрации**	9 185,83 (руб./контракт)
ГО по синтетической позиции на первом уровне лимита концентрации**	808,58 (руб./контракт)
ГО под покупку опциона на первом уровне лимита концентрации**	9 053,81 (руб./контракт)
Данные по ГО на	27.09.2021
Фиксация курса валюты для дневного клиринга	13:45 МСК
Фиксация курса валюты для вечернего клиринга	18:44 МСК
Исполнение	Исполнение в течение срока действия опциона по заявлению держателя. Автоматическое исполнение опциона в деньгах в последний день срока действия опциона. Для того чтобы определить, находится ли опцион в деньгах, цена базового актива принимается равной расчетной цене контракта. Расчетная цена определяется в соответствии со Спецификацией и приложением к Правилам торгов. При исполнении опциона заключается фьючерс, являющийся базовым активом опциона, по цене, равной цене исполнения опциона. Держатель опциона становится покупателем фьючерса, подписчик опциона становится продавцом фьючерса

Очень часто дилеры в своей работе используют комбинации опционов. Самыми распространенными среди них являются: стрэдл (straddle), стрэнгл (strangle), медвежий (понижающий) спред (bear spread), бычий (повышающий) спред (bull spread).

Стрэдл (straddle) — это такая опционная стратегия, при которой покупаются (long straddle) или продаются (short straddle) один опцион колл и один опцион пут с одинаковой ценой исполнения и датой истечения.

Стрэнгл (strangle) — опционная стратегия, при которой покупаются (long strangle) или продаются (short strangle) один опцион колл и один опцион пут с разными ценами, но одной датой исполнения.

Повышательный спред (bull spread) — опционная стратегия, при которой покупают и продают два опциона пут (повышающий «пут спред») и два опцио-

на колл (повышающий «колл спред») с различными ценами исполнения. Стратегия отражает мнение дилера о будущем росте цены на драгоценные металлы, но в ограниченных пределах. Вместе с тем, продавая опцион с одновременной покупкой, дилер получает возможность сократить расходы по уплате премии за более дорогой опцион.

Все опционы можно разделить на три категории:

- опцион с выигрышем (in the money — в деньгах);
- опцион без выигрыша (at the money — на деньгах);
- опцион с проигрышем (out of the money — вне денег).

Величина *премии* опциона зависит от:

- цены спот на металл;
- цены исполнения (strike price);
- срока до истечения опциона;
- существующих процентных ставок на валюту и металл;
- специфической величины, которая может быть переведена как «степень изменчивости (изменчивости, волатильности) рынка» (volatility).

С помощью опционов инвестор получает возможность строить разные стратегии хеджирования.

В силу ряда объективных причин к моменту истечения опционов цена спот на золото может колебаться сильнее, чем в течение периода опционного контракта. В связи с этим на практике возникли опционы, у которых в день истечения контракта расчет выигрышей-потерь осуществляется не относительно цены спот золота в этот момент, а относительно средней цены золота за период действия контракта, так называемые «экзотические» опционы.

Фьючерсный контракт — это соглашение о будущей поставке металла (если контракт поставочный), которое заключается на бирже. Полное определение фьючерсного контракта представлено в главе 1, п. 5. Исполнение всех фьючерсных контрактов, заключенных на бирже, гарантируется клиринговой организацией (расчетной палатой). Контракты строго стандартизированы специальным документом — спецификацией. Для того чтобы заключить фьючерсный контракт, инвестор открывает с учетом выполнения требований по внесению начальной маржи длинную (покупка) или короткую (продажа) позицию, предварительно заключив договор на брокерское обслуживание.

В мировой практике фьючерсные контракты на золото торгуются на многих биржах. В табличной форме приведена спецификация фьючерсного контракта на золото, обращающегося на ПАО «Московская биржа»:

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Краткое наименование контракта	GLD-12.21
Краткий код	GOZ1
Наименование контракта	Поставочный фьючерсный контракт на золото
Вид контракта	Фьючерс

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Тип контракта	Поставочный
Лот	10
Котировка	в рублях за 1 грамм золота
Начало обращения	02.09.2021
Последний день обращения	15.12.2021
Дата исполнения	16.12.2021
Шаг цены	0,1000
Стоимость шага цены	1,00000
Нижний лимит	3924,5000
Верхний лимит	4358,7000
Расчетная цена последнего клиринга	4141,6000
Сбор за регистрацию сделки*, руб.	1,83
Сбор за скальперскую сделку*, руб.	0,915
Сбор за адресную сделку*, руб.	1,83
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации** (ГО, руб.)	4007,17
Данные по ГО на	27.09.2021
Исполнение	Заключение сделки по инструменту GLDRUB_ТОМ на валютном рынке и рынке драгоценных металлов ПАО «Московская биржа» по цене, равной расчетной цене Контракта, определенной по итогам вечернего клиринга последнего дня заключения Контракта

Фьючерсный контракт, как правило, используется не для осуществления реальной поставки, а для хеджирования и спекуляции, которая основывается на колебаниях фьючерсной цены.

Рассмотрим спецификацию расчетного фьючерсного контракта на золото (ПАО «Московская биржа»):

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Краткое наименование контракта	GOLD-12.21
Краткий код	GDZ1
Наименование контракта	Фьючерсный контракт на золото
Вид контракта	Фьючерс
Тип контракта	Расчетный
Лот	1
Котировка	в долларах США за 1 тр. унцию
Начало обращения	04.12.2020
Последний день обращения	16.12.2021
Дата исполнения	16.12.2021
Шаг цены	0,1000
Стоимость шага цены	7,26236
Нижний лимит	1691,4000

<i>Показатели</i>	<i>Значение</i>
Верхний лимит	1 809,8000
Расчетная цена последнего клиринга	1 750,6000
Сбор за регистрацию сделки*, руб.	5,62
Сбор за скальперскую сделку*, руб.	2,81
Сбор за адресную сделку*, руб.	5,62
Клиринговая комиссия за исполнение контракта, руб.	1,00
Гарантийное обеспечение на первом уровне лимита концентрации** (ГО, руб.)	9 185,82
Данные по ГО на	27.09.2021
Фиксация курса валюты для дневного клиринга	13:45 МСК
Фиксация курса валюты для вечернего клиринга	18:44 МСК
Исполнение	Заккрытие позиций с перечислением вариационной маржи, рассчитанной исходя из значения фиксинга на золото, выраженного в долларах США за 1 (одну) тройскую унцию, определенно-го The London Bullion Market Association (LBMA) в 10:30 час. по лондонскому времени в день исполнения Контракта, и предоставленного ICE Benchmark Administration (IBA)/Thomson Reuters

Проанализируем стратегии использования фьючерсных контрактов на золото:

Хеджирование риска роста цен на золото	При необходимости совершить покупку физического золота (серебра) в будущем и опасении роста цен хеджер покупает фьючерсный контракт на этот актив уже сегодня на ту дату, когда предполагается покупка золота (длинный хедж). Покупка фьючерсного контракта фиксирует цену покупки физического золота (серебра) и является страховкой от возможного роста цен в будущем
Хеджирование риска падения цен на золото	При необходимости продать золото (серебро) в будущем и опасении падения цен хеджер продает фьючерсный контракт на требуемый актив на соответствующий срок (короткий хедж). Продажа фьючерсного контракта фиксирует цену продажи физического золота (серебра) и является страховкой от возможного падения цен в будущем
Торговля «с плечом» на повышение/понижение цен золота	Фьючерсы на золото (серебро) являются привлекательным инструментом для игры на повышение/понижение цен, поскольку предоставляют для этого «плечо» 1: 20 (минимальный размер гарантийного обеспечения под каждую позицию по фьючерсу составляют 5% от его цены)
Короткая продажа	Фьючерсы на золото (серебро) позволяют участникам торгов играть на понижение цен даже в том случае, если у них нет физического золота (серебра)
Календарный спред	Наличие в обращении одновременно нескольких фьючерсных контрактов позволяет участникам играть на сужении или расхождении спредов цен между ними
Диверсификация	Включение фьючерса на золото (серебро) в портфель — эффективный способ диверсифицировать свои активы

На международном межбанковском рынке осуществляются и другие срочные сделки, но гораздо реже. В первую очередь это форвардные сделки, которые, в принципе, являются сделками *outright*, т. е. отличными от сделок *spot*.

Заключение *форвардных контрактов* (это срочная сделка купли-продажи металла) не требует от контрагентов каких-либо расходов (за исключением возможных комиссионных, если сделка осуществляется через брокера). Форвардная сделка предусматривает реальную продажу или покупку металла на срок, превышающий второй рабочий день.

Цель покупателя — застраховаться от увеличения в будущем цены металла на спотовом рынке.

Цель продавца — застраховаться от снижения в будущем цены металла на спотовом рынке.

Страхование обеспечивается за счет фиксации в форвардном контракте цены, по которой в будущем планируется осуществить взаиморасчеты между контрагентами, следовательно, заключив форвардную сделку, инвестор страхует себя от ухудшения конъюнктуры базисного актива, но в то же время не имеет возможности воспользоваться более благоприятной конъюнктурой. Заключая форвардный контракт, стороны согласовывают форвардную цену, при определении которой учитывается несколько моментов.

Продавец форвардного контракта обязуется поставить золото только по истечении определенного в сделке срока, что позволяет ему в пределах срока действия контракта разместить золото на депозите и получить определенный процент. Поэтому форвардную цену следует снижать на величину данного процента.

С другой стороны, отказавшись от продажи золота на спотовом рынке в день заключения форвардной сделки, инвестор теряет проценты по валютному депозиту, которые бы он получил, разместив деньги от продажи золота в банке, следовательно, форвардная цена должна быть выше на данную сумму. Таким образом, можно записать следующую формулу определения цены:

$$F = spot(\pm) \frac{spot \cdot \text{ставка } swap \cdot \text{срок}}{360 \cdot 100\%},$$

где *spot* — цена *spot* на металл; ставка *swap* — процентная ставка на своп, которая равна разности между ставками валютного и золотого депозитов.

На рынке золота периодически претерпевают колебания не только цена данного металла, но также и процентные ставки по золотым кредитам и депозитам. Поэтому на практике возникает необходимость страхования от таких изменений.

Одним из инструментов хеджирования в этом случае является *соглашение о форвардной поставке* (FRA — Forward Rate Agreements). FRA — это соглашение между двумя контрагентами, в соответствии с которым они берут на себя обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе краткосрочных процентных ставок, одна из которых является твердой, а другая — плавающей. Платежи рассчитываются относительно контрактного номинала.

Условия контракта включают в себя некоторый форвардный период, т. е. период, который начинается с некоторой даты в будущем. FRA появились в начале 80-х гг. прошлого века как новый качественный момент в развитии межбанковских контрактов на процентную ставку. Главная цель заключения FRA — хеджирование процентной ставки. В то же время, как и другие производные финансовые инструменты, эти соглашения могут использоваться для спекуляции. FRA являются разновидностью форвардного контракта и, соответственно, если сравнивать их с фьючерсными контрактами на процентные инструменты, имеют как свои преимущества, так и недостатки. Однако золотой FRA, или GOLDFRA, на рынке широкого распространения не получил.

Проанализируем действия неквалифицированного инвестора в условиях нестабильности мировой экономики на рынке золота. Одним из перспективных инструментов на рынке коллективного инвестирования для неквалифицированных инвесторов являются биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ), где базовым активом для инвестиций является золото.

Приведем различные формы инвестиций в золото для частного инвестора на российском финансовом рынке:

1) покупка золотых слитков. Единственное достоинство такой формы — это получение реального физического золота, которое можно хранить у себя, в банковской ячейке, и вообще где угодно. Такой финансовый актив является доступным для широких масс инвесторов, можно купить слиток весом всего в 1 грамм. Тем не менее, за такое реальное владение золотом придется дорого заплатить, слитки облагаются НДС, а также существует проблема высоких спредов цен при их покупке и продаже;

2) золотые инвестиционные монеты. Это также владение реальным золотом, которое к тому же не облагается НДС. Кроме того, у некоторых редких монет есть дополнительная нумизматическая (коллекционная) ценность. Тем не менее имеет место все та же проблема ценовых спредов и необходимость еще более бережного хранения, чем в случае со слитками;

3) обезличенный металлический счет (ОМС). Объективно — наименее популярная форма инвестиций в золото в силу значительных недостатков. Счет обезличен и не обеспечен физическим золотом, получить на руки физическое золото, как правило, нельзя, при закрытии счета инвестор получает только денежный эквивалент золота, но в некоторых банках можно получить драгоценные металлы в физическом виде (законодательного ограничения нет). Кроме того, ОМС не застрахованы со стороны Агентства по страхованию вкладов, при отзыве лицензии у банка можно лишиться вложений. Ко всему прочему проблема ценовых спредов актуальна и здесь;

4) ETF на золото — на ПАО «Московская биржа» есть всего один ETF, обеспеченный физическим золотом FXGD/FinEx Gold ETF, акции которого можно купить за рубли, тем не менее его валютой является доллар США, что также влияет на стоимость фонда. С другой стороны, при обесценивании рубля может

быть выгоднее инвестировать в иностранной валюте. Следует отметить, комиссии у ETF, как правило, ниже, чем у ПИФ и БПИФ;

5) ПИФ «золотой». Важным отличием ПИФ от ETF является возможность у ПИФ активного управления, этот факт может быть как плюсом, так и минусом. «Золотые» ПИФы могут инвестировать в акции золотодобывающих компаний, ОМС, фьючерсы или акции иностранных золотых фондов, т. е. в отличие от ETF ПИФы не обязаны строго следить за каким-либо индексом, таким образом, ПИФ имеют гораздо более высокую ошибку слежения, чем ETF. Также ПИФ, как правило, имеют более высокую комиссию, за исключением БПИФ, комиссии которых примерно равны комиссиям ETF. БПИФ часто называют российским аналогом ETF, некоторые управляющие компании даже позиционируют свои инвестиционные продукты как ETF, которые по факту являются БПИФ. Как известно, большинство ETF в России представлены только компанией FinEx и с точки зрения создания инвестиционного фонда — форма БПИФ значительно проще;

6) фьючерсные контракты на золото. «Золотые» фьючерсы нельзя называть инвестициями в золото. Фьючерсные контракты в силу низких спредов и издержек на покупку и продажу открывают возможность для спекуляций и не являются долгосрочными инвестициями. Более того, это очень рискованный инструмент, требующий высокой квалификации инвестора (предназначен для квалифицированных инвесторов), что делает такой инструмент недоступным для широких масс частных инвесторов;

7) акции золотодобывающих компаний. Перспективный инвестиционный актив. Акции крупнейших золотодобытчиков в России обращаются на бирже и принесли своим инвесторам за последние три года очень высокую доходность (рост курсовой стоимости плюс дивидендная доходность). Публичные компании «Полюс», «Полиметалл», «Лензолото», «Селигдар» и «Бурятзолото» представляют интерес для инвестиций;

8) ювелирные изделия. Специфический вид инвестиций в золото, т. к. стоимость ювелирных изделий определяет скорее работа ювелира, чем содержание золота. Таким образом знатоки ювелирной моды могут получить дополнительный «винтажный» бонус при продаже украшения, но в конечном счете это имеет мало общего с инвестициями в золото;

9) биржевой ПИФ. С точки зрения неквалифицированного инвестора наиболее простой формой инвестиций в золото является вложение в «золотой» инвестиционный фонд. Это избавляет инвестора от необходимости решения вопроса хранения, предполагает минимальное число действий, является наиболее «пассивной» формой инвестиций, что является плюсом для широких масс частных инвесторов.

По совокупности показателей ETF во многом выигрывает у ПИФ и БПИФ: более точное следование за ценой индекса или базового актива, больший контроль за действиями фонда, меньшие комиссии, иностранный характер, большая практика обращения на рынке.

Плюсы БПИФов в том, что они освобождены от налога на дивиденды, но при инвестициях в физическое золото это значения не имеет. Если ETF, как правило, выплачивают дивиденды инвесторам, то ПИФы и БПИФы практически всегда их реинвестируют, что положительно влияет на активы фондов.

Нельзя однозначно сказать, что лучше: ETF или БПИФ, в том числе и потому, что обе формы имеют относительно небольшую историю существования на российском рынке. БПИФ не просто так называют отечественным аналогом ETF, ведь они действительно очень похожи, поэтому выбор за инвестором, но ограничения в действиях неквалифицированных инвесторов на рынке ETF оставляют приоритет за БПИФаами.

При анализе российских инвестиционных фондов, активами которых являются драгоценные металлы, можно отметить, что практически все из них просто реинвестируют деньги вкладчиков в иностранные фонды. Так, по данным InvestFunds, в структуре фонда «Сбер-золото», только 5,79% занимает физическое золото. 86,98% занимают акции фонда «SPDR Gold Shares», принадлежащего американской компании «State Street Global Advisors». Акции «SPDR Gold Shares» на 100% обеспечены физическим золотом — собственными запасами компании. Также в состав фонда «Сбер-золото» входят акции «Polymetal International» и акции «Полус». «Сбер-золото» является крупнейшим российским фондом драгоценных металлов по сумме чистых активов.

Крупнейшим по числу пайщиков является фонд драгоценных металлов «Альфа-Капитал Золото». В структуре этого фонда 83,57% занимает все тот же «SPDR Gold Shares», 7,54% — «FinEx Gold ETF USD» — единственный ETF в России, реально обеспеченный физическим золотом. Оставшиеся 5,8% — это российские облигации федерального займа.

Второй по сумме чистых активов фонд драгоценных металлов — «ВТБ — Фонд Золото». В структуре этого фонда 91,71% занимают акции фонда «Aberdeen Standard Physical Gold Shares ETF» — это также американский фонд, обеспеченный физическим золотом. Оставшуюся долю фонда занимают российские акции. Стоит отметить, что несмотря на слово «золото» в названии, фонд может инвестировать и в другие драгоценные металлы. Так, целью инвестирования «ВТБ — Фонд Золото» является обеспечение физической стоимости сбережений путем вложения средств в драгоценные металлы: золото, серебро, платину и палладий — физически удобный и проверенный поколениями способ инвестирования с целью долговременного сохранения покупательной способности сбережений. Со 2 ноября 2020 г. фонд начал инвестировать в золотые слитки с физическим хранением в России (Банке ВТБ (ПАО)). Фонд имеет очень низкую стоимость пая аналогично низкой стоимости акции ВТБ (ПАО). Паи данного фонда можно покупать и в долларах.

Общим практически для всех «золотых» БПИФов в России является то, что фонды не хранят физическое золото, а просто реинвестируют деньги пайщиков в иностранные фонды, обеспеченные физическими металлами, т. е. в данном слу-

чае фонды выступают посредниками между инвесторами и иностранными фондами. Смысл такой стратегии есть, т. к. покупать акции иностранных фондов могут только квалифицированные инвесторы. Доля квалифицированных частных инвесторов в России к концу 2020 г. составляла всего 1,6%.

Безусловно, основными участниками рынка золота являются, наряду с центральными, коммерческие банки.

Банки имеют право осуществлять следующие операции и сделки с драгоценными металлами:

1) покупать и продавать драгоценные металлы как за свой счет, так и за счет клиентов (по договорам комиссии и поручения);

2) привлекать драгоценные металлы во вклады (до востребования и на определенный срок) от физических и юридических лиц;

3) размещать драгоценные металлы от своего имени и за свой счет на депозитные счета, открытые в других банках, и предоставлять займы в драгоценных металлах;

4) предоставлять и получать кредиты в рублях и иностранной валюте под залог драгоценных металлов;

5) оказывать услуги по хранению и перевозке драгоценных металлов при наличии сертифицированного хранилища.

Сделки купли-продажи с драгоценными металлами осуществляются с поставкой драгоценных металлов в физической форме или с отражением по счетам.

Сделки купли-продажи могут осуществляться на следующих условиях:

– сделки купли-продажи с немедленной поставкой (наличные деньги), когда дата валютирования (дата поставки денежных средств и драгоценных металлов) устанавливается в пределах двух рабочих дней от даты заключения сделки. Расчеты по поставке металла и денежных средств могут проводиться разными датами валютирования, что должно быть специально оговорено между сторонами в момент заключения сделки;

– срочные сделки купли-продажи, когда сроки расчетов по сделке составляют более двух рабочих дней от даты заключения сделки.

Банки могут совершать другие сделки с драгоценными металлами (опционы, свопы, фьючерсы и пр.) в соответствии с законодательством РФ и международной банковской практикой.

Все денежные средства и обязательства, возникающие при совершении сделок с драгоценными металлами между резидентами РФ, должны быть выражены и оплачены в валюте России.

Металлические счета бывают трех видов.

1. Именной счет, предназначен для учета только одного вида драгоценного металла.

2. Счет в безналичном металле (unallocated account — неаллокированный счет) используется для осуществления операций по привлечению во вклады и размещению драгоценных металлов, а также предназначен для учета физического

количества металла без указания индивидуальных признаков и осуществления операций по его привлечению и размещению.

Драгоценные металлы, учитываемые на обезличенных металлических счетах, имеют количественную характеристику массы металла (для монет — количество в штуках) и стоимостную балансовую оценку.

В договоре обезличенного металлического счета определяются операции, проводимые по данному счету, условия зачисления на счет и возврата со счета драгоценных металлов, а также размер и порядок выплаты вознаграждений, связанных с ведением счета, изменением индивидуальных характеристик драгоценного металла при их зачислении и выдачи со счета в физической форме и отклонением массы металла, числящегося на обезличенном металлическом счете, от массы металла, подлежащего возврату с этого счета в физической форме.

Банки открывают следующие виды обезличенных металлических счетов (ОМС):

- счета клиентов (срочные и до востребования), в том числе корреспондентские счета банков;

- счета учетов займов в драгоценных металлах, выданных клиентам.

Для осуществления операций, связанных с переводом драгоценных металлов по обезличенным металлическим счетам, банки имеют право устанавливать корреспондентские отношения с другими банками.

Привлечение и размещение драгоценных металлов на обязательные металлические счета может быть осуществлено путем перевода драгоценных металлов с другого обязательного металлического счета, зачислением на обязательный металлический счет драгоценных металлов при их физической поставке, а также зачислением драгоценных металлов, проданных клиенту, или драгоценных металлов, приобретенных банком.

Возврат драгоценных металлов с обезличенных металлических счетов клиентов возможен путем перечисления драгоценных металлов на другие обезличенные металлические счета, снятием драгоценных металлов в физической форме, а также путем совершения сделки купли-продажи драгоценных металлов, числящихся на счете.

Займы в драгоценных металлах предоставляются путем поставки драгоценного металла клиенту в физической форме на обезличенные металлические счета в обмен на обязательство поставки драгоценного металла по истечении установленного договором срока. Проценты по обезличенным металлическим счетам, комиссионные сборы и прочие вознаграждения, связанные с ведением металлического счета, исчисляются в рублях и могут быть выплачены в драгоценных металлах.

3. Счет ответственного хранения (allocated account — аллокированный счет), предназначен для хранения драгоценных металлов. Термин «ответственное хранение» имеет два значения:

- а) обязательство, которое возникает на основании договора или в силу закона при отказе хозяйствующего субъекта — покупателя (получателя) от акцепта

платежного требования либо при отказе от принятия продукции, забракованной как несоответствующей стандартам, техническим условиям или образцу. Продукция, принятая на ответственное хранение, может быть использована лишь после оплаты. Если не последовало распоряжения поставщика в течение 30 дней со дня направления уведомления, покупатель вправе распорядиться продукцией, использовав прежде всего возможность реализации ее на месте;

б) принятие складом, ломбардом, банком на хранение товароматериальных ценностей.

Драгоценные металлы, принятые от клиента на хранение, не являются привлеченными средствами банка и не могут быть размещены им от своего имени и за свой счет.

Банки проводят операции с золотом в целях:

- получения прибыли;
- обеспечения кредита, т. е. выдачи денежной ссуды под залог золота;
- спекуляций — краткосрочных сделок по получению прибыли в виде разницы;
- тезаврации золота.

Центральный банк РФ осуществляет следующий контроль за совершением операций с драгоценными металлами:

1) при проведении банковской операции с драгоценными металлами банки обязаны осуществлять контроль за соотношением требований и обязательств в драгоценных металлах в рублевой оценке, т. е. вести открытую позицию по операциям с драгоценными металлами. Порядок регулирования открытой позиции устанавливает Банк России;

2) банки осуществляют операции с драгоценными металлами с использованием обезличенных счетов только при наличии лимита открытой позиции по операциям с драгоценными металлами, установленного Банком России;

3) Банк России устанавливает единые правила ведения бухгалтерского учета операций с драгоценными металлами, порядок переоценки счетов учета драгоценных металлов, формы отчетности, порядок и сроки ее представления, а также определяет прочие нормативы деятельности банков по операциям с драгоценными металлами и осуществляет контроль за их соблюдением;

4) Банк России устанавливает порядок приема, хранения и выдачи драгоценных металлов банками;

5) в случае нарушения банком требований настоящего Положения к банку принимаются меры, предусмотренные ст. 75 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации». Невыполнение требований Центрального банка РФ может служить основанием для отзыва лицензии (разрешения) на совершение операций с драгоценными металлами.

Вопросы для самопроверки к главе 6

1. Что относится к валютным ценностям в соответствии с российским законодательством?
2. Что не является предметом регулирования в соответствии с законодательством о драгоценных металлах и драгоценных камнях?
3. Дайте характеристику международному или мировому рынка золота.
4. Какие рынки золота называются региональными?
5. Из каких сегментов состоит рынок физического золота?
6. Чем обусловлена ценность золота?
7. Назовите основные недостатки золота как инвестиционного инструмента.
8. Что такое консигнационный метод торговли золотом?
9. Перечислите основных участников рынка золота.
10. Назовите характерные черты финансового свопа.
11. Почему процентные ставки по золотым свопам, как правило, ниже, чем по долларовым?
12. Как называется ситуация на финансовом рынке, когда цена на форварде будет ниже цены на споте?
13. Охарактеризуйте своп по качеству металла.
14. В чем отличие европейского опциона от американского?
15. Какой опцион применяется для хеджирования от падения цены на металл?
16. Какой максимальный проигрыш может быть у покупателя опциона?
17. При каких условиях опцион call будет «в деньгах»?
18. При каких условиях опцион put будет «вне денег»?
19. От чего зависит величина премии опциона?
20. Дать определение фьючерсному контракту.
21. Что такое спецификация фьючерсного контракта?
22. Что такое «длинная» позиция на фьючерсном рынке?
23. Что такое «короткая» позиция на фьючерсном рынке?
24. Чем отличается форвардная сделка от фьючерса?
25. От чего страхуется покупатель форвардного контракта?
26. Что такое обезличенный металлический счет?
27. Назовите виды обезличенных металлических счетов.
28. Какие сделки купли-продажи золота называют outright?
29. Почему своп называется финансовым?
30. В чем основное отличие маржируемого опциона от обычного?

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Законодательные акты и нормативные документы

Базовый стандарт совершения брокером операций на финансовом рынке : утв. Банком России, Протокол от 19.01.2018 № КФНП-1. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Базовый стандарт совершения депозитарием операций на финансовом рынке : согласовано Комитетом по стандартам по депозитарной деятельности, протокол от 16.11.2017 № КДП-9. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Базовый стандарт совершения операций на финансовом рынке при осуществлении деятельности форекс-дилера: утв. Банком России, протокол КФН от 27.04.2017 № КФНП-15. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Базовый стандарт совершения управляющим операций на финансовом рынке : утв. Банком России, Протокол от 16.11.2017 № КФНП-40. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ. Часть вторая от 26.01.1996 г. — № 14-ФЗ. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О валютном регулировании и валютном контроле : Федеральный закон РФ № 173-ФЗ : принят Государственной Думой 21 ноября 2003 года : одобрен Советом Федерации 26 ноября 2003 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 03.10.2021).

О видах производных финансовых инструментов : Указание ЦБ РФ от 16.02.2015 г. № 3665-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О внесении изменений в статью 4 Федерального закона «О кредитных историях» : Федеральный закон № 77-ФЗ : принят Государственной Думой 16 апреля 2019 года : одобрен Советом Федерации 22 апреля 2019 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статьи 3 Федерального закона «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка»: Федеральный закон РФ № 397-ФЗ : принят Государственной Думой 6 декабря 2017 года : одобрен Советом Федерации 15 декабря 2017 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном бан-

ке Российской Федерации (Банке России)» : Федеральный закон РФ № 222-ФЗ : принят Государственной Думой 30 июня 2015 года : Одобрен Советом Федерации 8 июля 2015 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : Федеральный закон № 222-ФЗ : принят Государственной Думой 30 июня 2015 года : одобрен Советом Федерации 8 июля 2015 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О допуске ценных бумаг к организованным торгам : Положение Банка России от 24.01.2016 г. № 534. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.01.2023).

О драгоценных металлах и драгоценных камнях : Федеральный закон РФ № 41-ФЗ : принят Государственной Думой 4 марта 1998 года : одобрен Советом Федерации 12 марта 1998 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиях, направленных на исключение конфликта интересов управляющего : Положение Банка России от 03.08.2015 № 482-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг (с изменениями на 30 декабря 2021 года) : Федеральный закон РФ № 46-ФЗ : принят Государственной Думой 12 февраля 1999 года : одобрен Советом Федерации 18 февраля 1999 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О защите прав и законных интересов физических лиц при осуществлении деятельности по возврату просроченной задолженности : Федеральный закон № 230-ФЗ : принят Государственной Думой 21 июня 2016 года : одобрен Советом Федерации 29 июня 2016 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте : Федеральный закон РФ № 7-ФЗ : принят Государственной Думой 28 января 2011 года : одобрен Советом Федерации 2 февраля 2011 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О кредитной кооперации : Федеральный закон РФ № 190-ФЗ : принят Государственной Думой 3 июля 2009 года : одобрен Советом Федерации 7 июля 2009 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 03.11.2021).

О кредитных историях : Федеральный закон РФ № 218-ФЗ : принят Государственной Думой 22 декабря 2004 года : одобрен Советом Федерации 24 декабря 2004 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг : Положение Банка России от 27.07.2015 № 481-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О ломбардах : Федеральный закон РФ № 196-ФЗ : принят Государственной Думой 29 июня 2007 года : одобрен Советом Федерации 6 июля 2007 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях по предоставлению микрозаймов (микрофинансирование) : Федеральный закон № 407-ФЗ (базовый федеральный закон от 2.07.2010 года № 151-ФЗ О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях : принят Государственной Думой 18 июня 2010 года : одобрен Советом Федерации 23 июня 2010 года). — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О негосударственных пенсионных фондах : Федеральный закон РФ № 75-ФЗ : принят Государственной Думой 8 апреля 1998 года : одобрен Советом Федерации 22 апреля 1998 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О перечне обязательных для разработки саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка, объединяющими брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов, базовых стандартов и требованиях к их содержанию, а также перечне операций (содержании видов деятельности) на финансовом рынке, подлежащих стандартизации в зависимости от вида деятельности финансовых организаций : Указание Банка России от 30.05.2016 № 4026-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О персональных данных : Федеральный закон № 152-ФЗ : принят Государственной Думой 8 июля 2006 года : одобрен Советом Федерации 14 июля 2006 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О порядке ведения Банком России государственного реестра бюро кредитных историй и требованиях к финансовому положению и деловой репутации участников бюро кредитных историй : Положение Банка России от 28.12.2014 № 452-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.09.2022).

О порядке определения Банком России категорий потребительских кредитов (займов) и о порядке ежеквартального расчета и опубликования среднерыночного значения полной стоимости потребительского кредита (займа) в процентах годовых : Указание Банка России от 1.04.2019 г. № 5112-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.06.2022).

О порядке определения инвестиционного профиля клиента инвестиционного советника, о требованиях к форме предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации и к осуществлению деятельности по инвестиционному консультированию : Указание Банка России от 17.12.2018 № 5014-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О порядке открытия и ведения депозитариями счетов депо и иных счетов : Положение Банка России от 13.11.2015 № 503-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О порядке проведения Банком России проверок деятельности эмитентов и участников корпоративных отношений и порядке применения Банком России иных мер в целях защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов : Указание Банка России от 13.09.2015 г. № 3795-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.10.2022).

О потребительском кредите (займе) : Федеральный закон № 353-ФЗ : принят Государственной Думой 13 декабря 2013 года : одобрен Советом Федерации 18 декабря 2013 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О правилах ведения внутреннего учета профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами : Положение Банка России от 31.01.2017 № 577-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О правилах присвоения уникального идентификатора договора (сделки), по обязательствам из которого (из которой) формируется кредитная история» : Указание Банка России от 09.09.2019 № 5251-У. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком: Федеральный закон № 224-ФЗ : принят Государственной Думой 2 июля 2010 года : одобрен Советом Федерации 14 июля 2010 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения 10.09.2021).

О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг : Положение Банка России № 454-П от 30.12.2014. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.03.2023).

О распределении обязанностей по контролю и надзору за соблюдением законодательства Российской Федерации организациями, осуществляющими профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность центрального депозитария, деятельность по проведению организованных торгов, клиринговую деятельность и деятельность центрального контрагента, репозитарную деятельность, а также деятельность саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих профессиональных участников рынка ценных бумаг, и об отмене отдельных распорядительных актов Банка России : Приказ Банка России от 07.08.2017 г. № ОД-2228. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2022).

О рынке ценных бумаг : Федеральный закон РФ № 39-ФЗ : принят Государственной Думой 20 марта 1996 года : одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка : Федеральный закон РФ № 223-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 2 июля 2021 г.) : принят Государственной Думой 3 июля 2015 года : одобрен Советом Федерации 8 июля 2015 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций : Положение Банка России от 03.07.2018 г. № 645-П. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 12.09.2022).

О сроках и порядке составления и представления отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг в Центральный банк Российской Федерации : Указание Банка России от 15.01.2015 г. № 3533-У. — — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.03.2022).

О стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг : Положение Банка России от 11.08.2014 № 428. — КонсультантПлюс : [официальный сайт]. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О страховании вкладов в банках Российской Федерации : Федеральный закон № 177-ФЗ : принят Государственной Думой 28 ноября 2003 года : одобрен Советом Федерации 10 декабря 2003 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О трудовых пенсиях в РФ: Федеральный закон РФ № 173-ФЗ : принят Государственной Думой 30 ноября 2001 года : одобрен Советом Федерации 5 декабря 2001 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : Федеральный закон РФ № 86-ФЗ (редакция, действующая с 29 мая 2022 года) : принят Государственной Думой 27 июня 2002 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 24.11.2021).

Об архивном деле в Российской Федерации : Федеральный закон РФ № 125-ФЗ : принят Государственной Думой 1 октября 2004 года : одобрен Советом Федерации 13 октября 2004 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Об инвестиционных фондах: Федеральный закон РФ № 156-ФЗ : принят Государственной Думой 11 октября 2001 года : одобрен Советом Федерации 14 ноября 2001 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации : Федеральный закон № 167-ФЗ : принят Государственной Думой 30 ноября 2001 года : одобрен Советом Федерации 5 декабря 2001 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Об организации страхового дела в Российской Федерации : Федеральный закон РФ № 4015-1 (последняя редакция) от 27 ноября 1992 года № 4015-1. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 25.11.2021).

Об организованных торгах: Федеральный закон № 325-ФЗ : принят Государственной Думой 2 ноября 2011 года : одобрен Советом Федерации 9 ноября 2011 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг : Федеральный закон № 123-ФЗ : принят Государственной Думой 24 мая 2018 года : одобрен Советом Федерации 30 мая 2018 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения 10.11.2021).

Об электронной подписи : Федеральный закон РФ № 63-ФЗ : принят Государственной Думой 25 марта 2011 года : одобрен Советом Федерации 30 марта 2011 года. — URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 г. и на период 2024—2025 гг. — Центральный Банк Российской Федерации : [официальный сайт]. — URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Учебники, учебные пособия, монографии, статьи

Балдин, К. Инвестиционный анализ : учебник / К. В. Балдин, В. А. Ногай. — Москва : Флинта: МПСУ, 2016. — 304 с. — ISBN 978-5-9765-2135-3.

Вайн, С. Опционы. Полный курс для профессионалов / В. Саймон. — Москва : Альпина Паблишер, 2021. — 438 с. — ISBN 978-5-9614-7124-3.

Галанов, В. А. Производные финансовые инструменты : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» / В. А. Галанов. — Москва : Инфра-М, 2021. — 221 с. — ISBN 978-5-16-012272-4.

Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник для студентов вузов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» (квалификация (степень) «бакалавр») / В. А. Галанов. — Москва : Инфра-М, 2021. — 414 с. — ISBN 978-5-16-012443-8.

Гитман, Л. Дж. Основы инвестирования : учебник / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. — Москва : Дело, 1999. — 1008 с. — ISBN 5-7749-0145-9.

Господарчук, Г. Г. Финансовые рынки и финансовые инструменты: учебное пособие / Г. Г. Господарчук, С. А. Господарчук — Москва : Инфра-М, 2018. — 88 с. — ISBN 978-5-16-107386-5.

Гришина, О. А. Регулирование мирового финансового рынка : теория, практика, инструменты : монография / О. А. Гришина, Е. А. Звонова. — Москва : Инфра-М, 2021. — 410 с. — ISBN 978-5-16-009920-0.

Грэхем, Б. Анализ ценных бумаг : учебник / Б. Грэхем, Д. Додд. — Москва : Вильямс, 2016. — 880 с. — ISBN 978-5-8459-1945-8.

Гусева, И. А. Финансовые рынки и институты : учебник и практикум / И. А. Гусева. — Москва : Юрайт, 2019. — 347 с. — ISBN 978-5-534-00339-0.

Продвижение финансовых продуктов : учеб. пособие / В. А. Татьянников, И. В. Савостина, Ю. В. Куваева ; под общ. ред. В. А. Татьянникова. — Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2020. — 183 с. — ISBN 978-5-9656-0304-6.

Решетникова, Т. В. Привлекательность финансовых услуг инвестиционных компаний на рынке ценных бумаг / Т. В. Решетникова, А. И. Решетников // Известия Уральского государственного экономического университета. — 2009. — № 2(24). — С. 73—78.

Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова [и др.] ; под общ. ред. В. А. Татьянникова. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 496 с. — ISBN 978-5-7996-2758-4.

Страхование : учебник / Е. Г. Князева, Л. И. Юзович, Е. А. Разумовская [и др.] ; под общ. ред. Е. Г. Князевой. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. — 242 с. — ISBN 978-5-7996-0000.

Страхование в условиях цифровой экономики: наука, практика, образование : монография / под ред. Л. А. Орланюк-Малицкой, А. А. Цыганова. — Москва : ИНФРА-М, 2022. — 258 с. — ISBN 978-5-16-016847-0. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1816154> (дата обращения: 23.09.2022).

Фабоцци, Ф. Д. Корпоративные облигации / Ф. Д. Фабоцци, Р. С. Уилсон. — Москва : Альпина Паблишер, 2020. — 444 с. — ISBN 978-5-9614-7087-1.

Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики : учебник / Н. А. Истомина, Е. А. Смородина, Т. Д. Одинокова, Ю. С. Долганова ; под общ. ред. Н. А. Истоминой. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2020. — 302 с. — ISBN 978-5-7996-3157-4.

Халл, Дж. К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Дж. К. Халл. — Москва : Вильямс, 2018. — 1072 с. — ISBN 978-5-8459-1815-4.

Сайты

Банк ВТБ : [официальный сайт]. — URL: <http://www.vtb.ru> (дата обращения: 22.02.2023).

Московская биржа : [официальный сайт]. — URL: <http://www.moex.com> (дата обращения: 10.12.2022).

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) : [официальный сайт]. — URL: <http://www.naufor.ru> (дата обращения: 10.09.2021).

Национальное агентство финансовых исследований : [официальный сайт]. — URL: <http://www.nacfin.ru> (дата обращения 10.09.2021).

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) : [официальный сайт]. — URL: <http://www.partad.ru> (дата обращения: 15.03.2022).

Сбербанк: [официальный сайт]. — URL: <http://www.sberbank.ru> (дата обращения: 10.02.2023).

Центральный банк Российской Федерации: [официальный сайт]. — URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 10.02.2023).

Учебное издание

Татьянников Василий Аркадьевич
Одинокова Татьяна Дмитриевна
Серебренникова Анна Ивановна

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ
И ФИНАНСОВО-КРЕДИТНЫЕ ИНСТИТУТЫ

Редактор О. В. Климова
Верстка О. П. Игнатъевой

Подписано в печать 28.02.2023 г. Формат 70×100 1/16
Бумага офсетная офсетная. Цифровая печать. Усл. печ. л. 35,2.
Уч.-изд. л 36,0. Тираж 100 экз. Заказ 13.

Издательство Уральского университета
Редакционно-издательский отдел ИПЦ УрФУ
620049, Екатеринбург, ул. С. Ковалевской, 5
Тел.: 8 (343) 375-48-25, 375-46-85, 374-19-41
E-mail: rio@urfu.ru

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Тел.: 8 (343) 358-93-06, 350-58-20, 350-90-13
Факс: 8 (343) 358-93-06
<http://print.urfu.ru>

**Серия «Современные финансы и банковское дело»
основана в 2019 г.**

В этой серии изданы
в 2019 году учебники:

- «Финансы, денежное обращение и кредит»,
- «Финансы»,
- «Деньги, кредит, банки»,
- «Рынок ценных бумаг»,
- «Страхование»,
- «Бюджетная система Российской Федерации».

В 2020 г.:

- учебник «Налоги и налоговая система»,
- учебное пособие «Финансовая политика»,
- учебное пособие «Продвижение финансовых продуктов»,
- учебник «Финансовые и банковские риски»,
- учебник «Национальная страховая система».

В 2021 г.:

- учебник «Банковское дело и банковские операции»,
- учебное пособие «Цифровые финансы»,
- учебник «Международные валютно-кредитные отношения»,
- учебник «Инвестиции и инвестиционная деятельность».

В 2022 г.:

- учебное пособие «Финансовый анализ»,
- учебник «Корпоративные финансы».



