

Раздел 2. ПРОФЕССИОНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Глава 5. ФЕНОМЕН РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Структура рынка ценных бумаг

Существуют различные определения понятия «рынок ценных бумаг»:

- место встречи покупателей и продавцов ценных бумаг;
- механизм, содействующий взаимодействию покупателей и продавцов или обмену финансовыми активами;
- совокупность экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг.

Все эти понятия можно свести воедино и дать следующее определение: *рынок ценных бумаг* - это совокупность экономических отношений между продавцами и покупателями ценных бумаг.

В зависимости от длительности периодов, на которые привлекаются временно свободные денежные средства, выделяют:

- *денежный рынок*, на котором временно свободные денежные средства населения привлекаются на короткий период (до одного года);
- *финансовый рынок, или рынок капиталов* (совокупность экономических отношений между продавцами и покупателями в валютно-финансовой сфере), отличающийся более длительным периодом обращения ценных бумаг.

Источники формирования денежного и финансового рынков могут быть:

- *внутренними*, являющимися основой формирования денежного капитала, используемого для прибыльного инвестирования, производства товаров или предоставления услуг, приобретения ценностей, включая ценные бумаги. К ним относятся сбережения населения, амортизационные отчисления, чистая прибыль компаний, средства негосударственных пенсионных фондов, страховых фондов, трастовых компаний;
- *внешними* (ссуды банков и средства, полученные от продажи ценных бумаг различных эмитентов).

В зависимости от целей и задач участников функции рынка ценных бумаг условно можно разделить на две группы:

I. Общерыночные функции (присущи каждому рынку):

- *коммерческая* - функция получения прибыли от операций на данном рынке;
- *ценовая* - формирование рыночных цен, их постоянное движение и т. д.;
- *информационная* - обеспечение рыночной информацией об объектах торговли, ее участниках, четкой и бесперебойной системой приема, передачи и обработки данных, поступающих от участников сделок;
- *организационная* - наличие инфраструктуры, включающей систему специальных организаций, обслуживающих клиентов (депозитарии, расчетно-денежные, клиринговые и регистрационные центры и т. п.);

- *регулирующая* - разработка правил торговли, порядка разрешения споров между участниками, установление приоритетов, создание органов контроля или даже управления и т. д.

II. Специфические функции (отличают данный рынок от других):

- *перераспределительная* (перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности; перевод сбережений (прежде всего населения) из непроизводительной формы в производительную; финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе без выпуска в обращение дополнительных денежных средств);

- *страхование рыночных или финансовых рисков*, или хеджирование (страхование снижения риска финансовых потерь). Стало возможным благодаря появлению класса производных ценных бумаг (фьючерсных или опционных контрактов).

Следовательно, рынок ценных бумаг должен обеспечивать оптимальные условия для взаимодействия покупателей и продавцов.

В соответствии с целями инвесторов рынок ценных бумаг выполняет следующие функции:

- коммерческую - получение максимальной прибыли;
- страховую - сохранение и приращение капитала;
- функцию спекулятивной игры;
- перераспределительную - расширение сферы влияния.

Указанные функции должны выполняться в соответствии с нормами закона и базироваться на требованиях нормативных актов, регламентирующих деятельность рынка ценных бумаг.

В зависимости от исследуемых признаков рынок ценных бумаг классифицируют:

- по географическим признакам и общественному признанию: *международные* и *национальные* рынки;

- *местные* и *региональные* (территориальные) рынки;

- по организации торговли ценными бумагами:

- *первичный рынок*, на котором происходит первичное размещение всех существующих видов ценных бумаг. Он включает рынки акций, облигаций, государственных краткосрочных облигаций (ГКО), государственного сберегательного займа (ОГСЗ), облигаций федерального займа (ОФЗ), облигаций валютного займа, казначейских обязательств, финансовых инструментов и золотого сертификата;

- *вторичный рынок*, на котором осуществляется перепродажа ранее выпущенных ценных бумаг и финансовых инструментов. Он включает фондовые биржи, а также фондовые отделы товарных бирж.

Если инвесторы приобретают ценные бумаги у непосредственных эмитентов, то считается, что сделки совершаются на первичном рынке. С точки зрения действующих правил *сделки на первичном рынке* подразделяют на *частное (закрытое) размещение* и *открытое (публичное) размещение*. При частном размещении новые ценные бумаги продают заранее определенному количеству покупателей (обычно крупным фондам, страховым компаниям и т.

п.). Процедура частного размещения включает принятие эмитентом решения о выпуске ценных бумаг, их регистрацию, изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы), размещение ценных бумаг и регистрацию отчета об итогах их выпуска.

Публичное размещение эмиссионных ценных бумаг проводится среди неограниченного круга владельцев. При публичном, а также закрытом размещении (когда заранее известный круг владельцев превышает 500 либо общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда) осуществляется регистрация *проспекта эмиссии ценных бумаг*. При этом процедура эмиссии дополняется следующими этапами: подготовкой проспекта эмиссии, его регистрацией и раскрытием всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

В последнее время на рынке ценных бумаг широко распространен метод *IPO*.¹ Это комплексный инструмент привлечения инвестиций, открывающий широкие возможности для развития бизнеса. Улучшение имиджа компании, повышение доверия инвесторов и кредиторов приводят к сокращению ставок по кредитам и купона по облигациям; улучшение структуры капитала и привлечение значительных средств позволяют компании сделать качественный рывок в развитии за счет поглощения новых компаний или выхода на новые рынки;² появляется возможность привлекать средства на бирже через доразмещение акций (*follow-on*) и вторичные размещения (*SPO*).

Однако сейчас все больше лидеров рынка считают, что публичность не всегда во благо. Раньше компания проходила определенный цикл в развитии за 30 лет. Сегодня надо заниматься тотальным обновлением каждые два-три года. При наличии полной информации инвесторы могут счесть что-то слишком рискованным, что-то - слишком затратным и отказаться от инвестирования.

Сама по себе процедура *IPO* достаточно проста. Необходимо подготовить пакет документов, в который входят финансовые отчеты, составленные по приемлемым для международного рынка стандартам - МСФО. Подготовка к выходу на биржу занимает около полугода. Далее разрабатывается проект соглашения с банком, размещающим акции, проводятся предварительное исследование рынка, регистрация на биржах, и начинаются торги.

На первичном рынке ценных бумаг *центральное место занимает банк*. Эта кредитная организация имеет право привлекать во вклады денежные средства физических и юридических лиц; размещать привлеченные средства от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, срочности и платности; открывать и вести банковские счета юридических и физических лиц.

Основными видами деятельности первых банков³ являлись выпуск, размещение и торговля ценными бумагами, консультационная деятельность, учет и хранение ценных бумаг. На рынке ценных бумаг коммерческие банки

¹ *IPO* (от англ. *Initial Public Offering*) - первоначальное публичное размещение акций на рынке.

² Компания «Армада» стала первым отечественным IT-разработчиком, который провел IPO на российских площадках. Компания разместила в РТС и на ММВБ акции общей стоимостью 760 млн р. При этом спрос на бумаги превысил предложение почти в 10 раз.

³ Первые банки появились в 1822 г. в Бельгии и выполняли небольшой объем операций, как банковских, так и фондовых.

выступают в качестве как профессиональных, так и непрофессиональных участников.

Непрофессиональная деятельность кредитных организаций на рынке ценных бумаг осуществляется на основании общей лицензии на проведение банковских операций и предполагает эмиссию собственных ценных бумаг с целью формирования либо увеличения уставного капитала и привлечения заемных средств, а также приобретение ценных бумаг для привлечения доходов по ним или участия в управлении другими компаниями.

Чтобы заниматься *профессиональной деятельностью*, требуется лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг (закон РФ «О рынке ценных бумаг», а также новая редакция закона «О банках и банковской деятельности»). Лицензирование осуществляет Банк России по следующим видам профессиональной деятельности: брокерской (за исключением операций с физическими лицами), брокерской с физическими лицами, дилерской, по доверительному управлению ценными бумагами, депозитарной и клиринговой. Для получения лицензии необходимо наличие в штате кредитной организации специалистов, имеющих квалификационные аттестаты ФКЦБ по каждому виду профессиональной деятельности.

Банк России не может:

- выдать лицензию на профессиональный вид деятельности на рынке ценных бумаг никому, кроме расчетных центров и клиринговых организаций;
- выступать инвестиционным институтом по негосударственным ценным бумагам, если в составе его привлеченных средств есть средства граждан;
- заниматься деятельностью, связанной с выпуском акций, для привлечения денежных средств инвесторов.

Банк России имеет право выполнять функции инвестиционной компании и финансового брокера при условии, что деятельность последнего осуществляется им через фондовую биржу.

Согласно российскому законодательству и ФЗ «О банках и банковской деятельности», коммерческим банкам разрешается выпускать, покупать, продавать, хранить акции или облигации и осуществлять с ними иные операции.

С целью привлечения денежных средств для пополнения своих ресурсов или финансирования инвестиционных проектов и отдельных мероприятий банк может выпускать свои ценные бумаги. При выпуске акций банк сначала является продавцом, а затем - объектом долевой собственности акционеров; при выпуске облигаций - сначала продавцом, а потом - должником.

Свои ценные бумаги банк продает среди узкого круга инвесторов и распространяет на конкурсной основе большому кругу инвесторов.

Коммерческие банки выступают на рынке ценных бумаг в качестве профессиональных участников и могут:

- выкупать собственные ранее выпущенные акции с последующей перепродажей с целью их погашения;
- отзываться облигации для их досрочного погашения;
- оказывать брокерские и консультационные услуги;

- выполнять расчеты по поручению клиентов, в том числе по операциям с ценными бумагами;
- выполнять трастовые операции - операции по управлению средствами клиента, осуществляемые от своего имени и по поручению клиента на основании договора;
- заниматься посредническими операциями между эмитентами ценных бумаг и инвесторами с целью получения максимально возможной прибыли;
- осуществлять операции репо - разновидность срочной сделки, заключающейся в том, что владелец ценных бумаг продает их банку с обязательством последующего выкупа через определенный срок по новой, более высокой цене.

Кроме того, банки могут осуществлять следующую *предпринимательскую деятельность*:

- брокерскую и дилерскую с целью распространения собственных акций и облигаций;
- депозитную;
- расчетно-клиринговую - по переводу ценных бумаг и денежных средств в связи с операциями с ценными бумагами;
- ведение и хранение реестра акционеров;
- организацию торговли ценными бумагами. Развертывание первичного рынка ценных бумаг возможно:
 - при развитии приватизации предприятий, компаний и ассоциаций;
 - возникновении условий для развития корпоративных облигаций. На Западе основу первичного рынка ценных бумаг составляют облигации, выпущенные компаниями, а главными посредниками при их размещении выступают инвестиционные банки. В РФ такой рынок отсутствует;
 - выступлении инвестиционных банков главным посредником при размещении облигаций на первичном рынке ценных бумаг. Посреднические фирмы успешно функционируют в США, Канаде, Англии, Японии. В России инвестиционные банки выполняют функции долгосрочного кредитования, а не посредничества при размещении ценных бумаг.

В мировой практике основными задачами инвестиционных банков являются размещение ценных бумаг (в США, Канаде, Англии, Японии) и предоставление среднесрочных и долгосрочных кредитов (в Западной Европе и развивающихся странах).

После первичного размещения лишь небольшая часть ценных бумаг остается в портфелях держателей в течение всего срока своего существования, основная их масса рано или поздно попадает на фондовый рынок для перепродажи. Торговля ценными бумагами после их первоначальной продажи эмитентом происходит на вторичном рынке. Вторичное обращение фондовых инструментов выглядит чисто спекулятивной операцией, так как оно ничего не прибавляет к капиталам, приобретенным эмитентами ценных бумаг на первичном рынке. Это верно, однако, именно *вторичный рынок* создает механизм, направляющий капитал к наиболее эффективным сферам национального хозяйства, так как популярность высокодоходных ценных бумаг перспективных произ-

водств позволяет размещать их новые выпуски и привлекать новые капиталы.¹

О строении *вторичного рынка* можно судить по концепции четырех рынков.

На *первом рынке* выступает фондовая биржа, на которой осуществляются сделки с зарегистрированными фондовыми ценностями.

Вторым рынком называют внебиржевой сектор рынка ценных бумаг, на котором осуществляются операции с бумагами, не зарегистрированными на бирже.

Третьим считается внебиржевой сектор, на котором происходит купля-продажа ценных бумаг, зарегистрированных через посредников.

Четвертый, также внебиржевой, сектор ориентирован исключительно на институциональных инвесторов. Особенность его состоит в том, что сделки совершаются без посредников, через компьютерные системы.

Три последних рынка составляют *внебиржевой оборот*. Значение внебиржевой торговли в каждой стране различно. Важным преимуществом внебиржевого рынка является его автоматизация, что позволяет пользователям (покупателям и продавцам) отслеживать все изменения на рынке ценных бумаг.

Третий и четвертый рынки стремительно развиваются.

Третий рынок отличается тем, что время проведения на нем торгов не фиксировано и сделки по акциям продолжают заключаться вне зависимости от работы биржи. Этот вид рынка особо развит на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также на Торонтской, Токийской, Лондонской биржах, успешно торгующих акциями отечественных и иностранных компаний, используя электронную сеть.

Четвертый рынок основан на электронной системе торговли акциями, позволяющей инвесторам заключать сделки друг с другом при помощи мощной компьютерной системы, минуя биржу и уплачивая сравнительно небольшие комиссионные. В любое удобное время инвесторы отправляют файл с заявками по сети. Если потенциальный участник торгов быстрее других обнаружит данный файл, сделка считается состоявшейся. К преимуществам электронной системы можно отнести анонимность инвесторов и их намерений, возможность выставлять на торги целые портфели ценных бумаг и дешевизну торговли портфелями ценных бумаг. Недостатком данной системы является то, что она не может обеспечить ликвидность многих акций даже спустя несколько дней после выдачи поручения.

Неорганизованному рынку принадлежит значительная роль в обслуживании оборота ценных бумаг. В странах с развитой рыночной экономикой он контактирует с организованным рынком (например, в торговле акциями), а также органически дополняет биржевой механизм в торговле долговыми ценными бумагами.

Торговля на организованном рынке строго регламентирована и ведется профессионалами узкой квалификации. Неорганизованный рынок проводит свои операции на основе переговоров по менее жестким (по сравнению с бир-

¹ Галанов В. А. Биржевое дело: Учебник. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 80 с.

жевыми) правилам. Оперирующие на нем посредники часто совмещают функции брокера и дилера (в рамках одной конкретной сделки такое совмещение функций не допускается). Во внебиржевом обороте нет единого физического центра для осуществления операций (биржевого зала), сделки по купле-продаже ценных бумаг производятся по телефонным или компьютерным линиям связи, факсу, электронной почте и т. п.

В ряде стран неорганизованный рынок не играет значительной роли в фондовой торговле, в других - он лидирует по объемам продаж ценных бумаг. Так, в США более $\frac{4}{5}$ всех операций с ценными бумагами на вторичном рынке приходится на внебиржевой оборот, обслуживающий почти все операции с государственными долговыми бумагами.

В последнее время сложно четко разграничить биржевую и внебиржевую торговлю. Формальным разграничением становится показатель, которым пользуются биржи для оценки комиссионных или учета операций, необходимых для определения объема деятельности обслуживающих биржи учреждений.

Большинство фондовых бирж Запада устанавливают высокие стандарты для допуска ценных бумаг к котировке. Внебиржевой рынок возник как альтернатива биржевому обороту. Для проведения операций с бумагами новых компаний и корпораций, параметры которых не соответствуют критериям, предъявляемым для их регистрации на бирже, функционирует неорганизованный рынок.

В России внебиржевой рынок ценных бумаг работает очень активно: имеются телефонные и компьютерные сети, дилерские фирмы. Выработка общих правил совершения операций на этом рынке в рамках законодательства ведется Министерством финансов РФ. Начиная с 1992 г. в крупнейших финансовых центрах России ведущие дилерские фирмы постоянно публикуют в печати собственные котировки акций и приватизационных чеков с твердым обязательством их покупки и продажи по объявленным ценам.

Фондовая биржа представляет собой организованный вторичный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают сделки купли-продажи через членов биржи, выступающих в качестве посредников. Роль фондовой биржи в экономике страны раскрывается в ее функциях: мобилизация и концентрация свободных денежных средств; накопление их посредством продажи ценных бумаг; финансирование и кредитование государствами хозяйствующих субъектов; обеспечение высокого уровня ликвидности.

Предметом деятельности фондовой биржи являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен (цен, отражающих равновесие между спросом и предложением), распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка. Фондовая биржа - это некоммерческая организация, она не преследует цели получения прибыли, основана на самокупаемости и не выплачивает доходов от своей деятельности своим членам.

Круг бумаг, с которыми проводятся сделки, ограничен. Членами фондовых бирж в РФ могут быть инвестиционные институты, а также

государственные исполнительные органы, в основные задачи которых входит осуществление операций с ценными бумагами (реальных, спекулятивных и арбитражных). В торгах на фондовой бирже участвуют брокеры, являющиеся членами биржи, или их уполномоченные - трейдеры. Операции на фондовой бирже могут осуществлять только ее члены. Торговать ценными бумагами на фондовой бирже разрешено также дилерам, имеющим лицензии на право ведения операций с ценными бумагами.

Чтобы получить допуск к биржевой торговле, компания должна удовлетворять требованиям в отношении объемов продаж, размеров прибыли, числа аукционеров, рыночной стоимости акций, периодичности и характера отчетности и т. п. Члены биржи или государственный орган, контролирующий их деятельность, устанавливают правила ведения биржевых операций, режим, регулирующий допуск к котировке, и т. д.

Ценные бумаги, продаваемые и покупаемые на фондовой бирже, должны пройти процедуру листинга, т. е. должны быть допущены к торгам комитетом по листингу, имеющимся на бирже. Допуск ценных бумаг к обращению на фондовой бирже осуществляется на основе специальной аудиторской проверки. В настоящее время процедура листинга, позволяющая провести биржевую экспертизу вводимых в обращение акций на их обеспеченность активами и финансовую устойчивость эмитентов, введена на ведущих российских биржах: МЦФБ, РФБ, СПФБ, ММФБ.

Для оформления заявки на листинг корпорация заполняет специальный бланк, из которого биржа получает детальную информацию о заявителе и его операциях. В заявке указаны все факты материального характера, касающиеся бизнеса корпорации. Оценка компании для получения листинга и, соответственно, рейтинга ее акций опирается на обработку и обобщение информации.

Такая жесткая процедура позволяет не только выявить наиболее надежные и качественные фондовые ценности, но и подтвердить высокий престиж фондовой биржи среди инвесторов. Часть ценных бумаг, прошедших листинг, отбирается в котировальный лист фондовой биржи. Включение выпуска ценных бумаг в котировальный бюллетень существенно облегчает их реализацию и помогает инвесторам принять более взвешенное инвестиционное решение.

Курс ценных бумаг на организованном рынке устанавливается в зависимости от дохода, выплачиваемого по данной бумаге, соотношения между текущим спросом и предложением на нее. На бирже обобщается отношение инвестора к каждому виду ценных бумаг и на этой основе осуществляются операции их купли-продажи.

Фондовая биржа должна обеспечивать определение курсов ценных бумаг только в зависимости от спроса и предложения и пресекать недобросовестные манипуляции. Задача организованного рынка - предотвратить внезапные резкие колебания цен на фондовые инструменты, поддерживать их плавный и ритмичный характер, причем между ценой покупки и продажи не должно быть большого разрыва, чтобы объем сделок не снижался.

Этому способствуют система государственного регулирования части фондовых операций и внутренние правила поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг. В большинстве стран введены ограничения в игре на понижение курсов ценных бумаг, запрет пулов, регламентирование стратегии дилеров, предписывающее им противодействовать наметившейся негативной тенденции, чтобы стабилизировать рынок. Государство издает законы, которые регулируют порядок образования акционерных обществ, порядок эмиссии и виды разрешенных к эмиссии ценных бумаг, ставки налога на прибыль при операциях с ценными бумагами, деятельность биржи и разрешение или запрещение отдельных видов сделок с ценными бумагами и т. п.

Государство воздействует на состояние рынка ценных бумаг через кредитно-денежную политику Центрального банка. Состояние фондового рынка тесно связано с регулированием денежной массы в обращении, поощрением или сдерживанием кредита с целью уменьшить или увеличить денежные резервы коммерческих банков. ЦБ продает или покупает государственные облигации в период высокой экономической конъюнктуры, чтобы избежать «перегрева» экономики. Он предлагает коммерческим банкам купить у него ценные бумаги, казначейские билеты, векселя, ГКО, ОФЗ и др., чтобы снизить их кредитные возможности по отношению к экономике и населению. В период спада, кризисного состояния экономики, когда кредитная активность банков падает, ЦБ создает возможности для рефинансирования коммерческих банков и ставит их в такие условия, когда им выгодно продавать Центральному банку свои ценные бумаги в результате кредитные резервы коммерческих банков возрастают.

Успешное функционирование фондового рынка определяется наличием полноценной законодательной, материально-технической и организационной базы, включая всех институциональных участников рынка ценных бумаг.

Фондовая биржа - это основа индустрии рынка ценных бумаг, определяющая политику на рынке капиталов. В рыночных условиях она становится центром руководства экономикой, связующим звеном всей экономической инфраструктуры. Помогая финансировать и кредитовать государство и крупное производство, она контактирует с товарным рынком а через норму ссудного процента - с денежным рынком. В результате взаимодействия курсов акций и процентных ставок фондовая биржа, собирая огромные свободные денежные средства, инвестирует их в развитие различных отраслей народного хозяйства.

В будущем планируется создать крупный акционерный корпоративный и мелкий акционерный сектора внутри самих фондовых бирж. Акции крупных российских компаний будут котироваться на основном рынке биржи, а средних и мелких компаний - на вторичном и третичном рынках.

На вторичном рынке можно выделить следующие подвиды рынков:

- *кассовый рынок* (сделки по купле-продаже ценных бумаг осуществляются в течение 1-2 рабочих дней);
- *срочный рынок* (сроки исполнения сделок составляют от двух рабочих дней до трех месяцев);

- *простой аукционный рынок* (функционирует при наличии большого числа покупателей, когда высок спрос на ценные бумаги, и нескольких продавцов);

- *голландский аукционный рынок* (покупатели заранее подают заявки с указанными в них ценами, которые анализируют эмитент или посредник. После рассмотрения заявок устанавливается единая официальная цена на ценные бумаги);

- *двойной аукционный рынок* (в торговле участвует множество продавцов и покупателей, которые соревнуются за право покупки или продажи ценных бумаг);

- *онкольный рынок* (используется, когда спрос и предложение невелики. Происходит накопление заявок на покупку или продажу ценной бумаги, и приоритет отдается заявкам, в которых указывается согласие на любую цену при заключении сделок);

- *непрерывный аукционный рынок* (заявки на покупку или продажу ценных бумаг исполняются немедленно после их поступления);

- *дилерский рынок* (организовывается дилерами, имеющими средства для приобретения или продажи ценных бумаг за свой счет).

В странах с развитой рыночной экономикой торговля по типу *дилерского рынка* организуется для покупки и продажи биржевых товаров, по которым непрерывная аукционная торговля затруднена относительно малым числом сделок, а также ценных бумаг внебиржевого рынка. Профессиональные участники фондового рынка, проводящие операции с ценными бумагами за свой счет и получающие прибыль в форме наценки при реализации ценных бумаг, являются дилерами. Дилеры, оперируя на рынке ценных бумаг, могут занимать длинные и короткие позиции. В первом случае дилер имеет запас ценных бумаг для реализации, во втором - при благоприятной конъюнктуре рынка дилер заключает сделки на бумаги, которыми он в данный момент не владеет и которые должен купить на рынке для выполнения своих обязательств по контракту.

Дилеры, специализирующиеся на операциях с индивидуальными инвесторами, считаются дилерами розничного оборота, а торгующие с другими дилерами - инвесторами-оптовиками.

На Западе, помимо дилерских рынков, существует несколько видов рынков ценных бумаг, которые различаются механизмом торговли: организация фондовой торговли в форме простых аукционных рынков, двойных онкольных и непрерывных аукционов.

Простые аукционы чаще всего используются при первичном размещении государственных ценных бумаг, например краткосрочных казначейских векселей, на распространение которых государство обладает монополией. При наличии большого числа потенциальных продавцов проведение простых аукционов нецелесообразно. На фондовом рынке наиболее эффективна торговля ценными бумагами по принципу двойных аукционов, так как в этом случае конкурируют и продавцы, и покупатели ценных бумаг, идентичных в пределах одного выпуска.

Двойная аукционная торговля в форме онкольного рынка строится на ос-

нове метода, согласно которому поручения на приобретение и продажу ценных бумаг, поступившие в течение заранее установленного интервала времени, исполняются (если они могут быть удовлетворены) по единой цене исходя из текущего состояния спроса и предложения.

Торговля по системе *непрерывного двойного аукциона* ведется на фондовых биржах (Нью-Йоркской и Токийской) по ценным бумагам, имеющим стабильный ликвидный рынок. При этой технологии приоритетность исполнения заявок определяется не только предельными ценами, но и очередностью их поступления. Применение этой системы объясняется тем, что именно на организованном фондовом рынке концентрируется общий поток заказов, а также есть специалисты, обязанностью которых является постоянное определение пен на фондовые инструменты.

В 1989 г. в России первой биржей стала Российская товарно-сырьевая биржа (Москва), которая вскоре открыла фондовый отдел. В дальнейшем вся ее деятельность сконцентрировалась на ценных бумагах (в том числе на ваучерах). Вторая биржа появилась в Ленинграде в том же 1989 г. - Ленинградская фондовая биржа¹ (в 1991 г. переименована в Санкт-Петербургскую фондовую биржу).

В настоящее время ведущими являются *Российская торговая система*, *Валютная биржа* в Москве и отчасти в Санкт-Петербурге и Новосибирске. На этих биржах, кроме валютных торгов, организована торговля ценными бумагами.²

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) - крупнейшая универсальная биржа России, организованная в январе 1992 г. 30 ведущими банками, Центральным банком, Министерством финансов, правительством Москвы и Ассоциацией российских банков для торгов с валютой. Почти сразу же после организации она стала вести операции и с ценными бумагами. С 1993 г. на бирже продаются правительственные ценные бумаги (ГКО и ОФЗ). В 1995—1997 гг. основной валютный оборот перешел на внебиржевой рынок, и биржа ввела торги ценными бумагами и облигациями, а в 1996-1997 гг. была создана система расчетов, регистрации и хранения ценных бумаг для организации торгов на бирже.

Российская торговая система (РТС), вторая по величине фондовая биржа страны, создана в январе 1997 г. фондовыми брокерами и дилерами, а также коммерческими банками. Первые операции с ценными бумагами в системе оп

¹ Вскоре в стране было открыто несколько сотен бирж. Так, в одном Санкт-Петербурге в 1992 г. их насчитывалось до 150. Биржи открывались во многих населенных пунктах. В дальнейшем, когда биржи стали лицензировать, многие из них прекратили свою деятельность или были переименованы. Популярным стало название «бурса», но и эти структуры просуществовали недолго. Достаточно быстро основная масса бирж прекратила свое существование.

² В ряде городов еще сохраняются отдельные биржи, например, Санкт-Петербургская фьючерсная биржа и фондовая биржа «Санкт-Петербург». Однако они небольшие и заняты в основном валютными обменами и налично-денежными операциями. Так, биржа «Санкт-Петербург» смогла получить своеобразную индульгенцию на торговлю акциями ОАО «Газпром» и совместно с РТС наладила их торговлю, что позволило расширить число клиентов и существенно поднять ее оборот. Однако из-за пересмотра в 2006 г. стратегии реализации акций ОАО «Газпром» основной оборот акций переместился на Московскую межбанковскую валютную биржу.

line начались в середине 1995 г., что послужило основой для последующего становления РТС. Система расчетов на бирже недостаточно отработана, что ведет к задержкам расчетов до двух-трех недель и является главным тормозом на пути развития биржи и ее широкого использования всеми игроками рынка. Услугами биржи пользуются в основном те клиенты, которые не выдерживают требований для котировки своих бумаг или организации торгов на ММВБ.

В России процесс учреждения бирж и перераспределения активности далек от завершения. Существуют определенные тенденции по организации бирж угля, металлов, зерна и, конечно, нефти и газа.¹³

Развитие фондовых бирж во многом зависит от массы поступающих ценных бумаг. В мировой практике фондовые биржи являются вторичным рынком, и поступление ценных бумаг на них происходит после прохождения первичного рынка. В России же зачастую ценные бумаги поступают на фондовые биржи, минуя первичный рынок. Они же должны специализироваться на «переработке» старых выпусков ценных бумаг.

В РФ рынок ценных бумаг представлен в основном фондовыми и товарными биржами, а четкого разграничения между первичным и вторичным рынками пока нет.

5.2. Основные участники рынка ценных бумаг

Выпуском, размещением и торговлей ценными бумагами разрешено заниматься профессиональным участникам, получившим соответствующую лицензию. Участниками рынка ценных бумаг могут быть как юридические, так и физические лица, обслуживающие функционирование рынка.

К основным участникам относятся:

- *эмитенты* - юридические лица или органы исполнительной власти, которые в соответствии с законом имеют право на выпуск и обращение ценных бумаг от своего имени и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими;

- *инвесторы* - лица, владеющие ценными бумагами. Всех инвесторов можно классифицировать по различным признакам.

В зависимости от *инвестиционного стиля* выделяют:

- *тактиков* - стремятся к быстрому получению дохода. Основным источником получения прибыли является спекуляция ценными бумагами;

- *стратегов* - не нацелены на максимизацию прибыли, основной задачей считают возможность участвовать в управлении АО. В одном случае это представительство в совете директоров, в другом - попытка завладения контрольным пакетом акций.

С учетом *тактики действий* различают:

- *рискованных инвесторов*, идущих на риск для получения максимального дохода в короткий период времени;

¹ В настоящее время ведется работа по открытию Российской нефтяной биржи в Санкт-Петербурге в историческом здании биржи на Васильевском острове.

• *консервативных инвесторов*, составляющих портфели ценных бумаг в расчете на долгосрочную перспективу. Поэтому состав входящих в них фондовых инструментов меняется достаточно медленно;

• *умеренных инвесторов*, как правило, это люди преклонного возраста, идущие на небольшой риск и не стремящиеся обеспечить прирост размеров своих вкладов в расчете на длительную перспективу.

В зависимости от существующего *статуса* можно выделить:

• *корпоративных инвесторов* - это в основном акционерные общества, располагающие свободными денежными средствами;

• *институциональных инвесторов*, вкладывающих средства в наиболее выгодные на определенный момент времени портфели, составленные из государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг. В качестве институциональных инвесторов могут выступать банки, инвестиционные фонды и компании, пенсионные фонды и страховые компании.

Частные инвесторы - это физические лица, использующие свои сбережения для приобретения ценных бумаг и последующего получения определенной выгоды. Ими, как правило, являются работники приватизированных предприятий, которые в начальный период приватизации приобрели акции своих предприятий. Они являются основными владельцами корпоративных акций фондового рынка России.

Все инвесторы стремятся максимизировать доход от роста курсовой стоимости ценных бумаг и выплат по ним при минимальном риске инвестирования;

• *профессиональные участники РЦБ* - юридические лица или индивидуальные предприниматели, осуществляющие виды деятельности, указанные в законе «О рынке ценных бумаг». Согласно этому закону, все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются на основании лицензии, выдаваемой Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) или уполномоченными ею органами;

• *инвестиционные институты* - финансовые посредники, выполняющие на рынке ценных бумаг строго определенные функции за счет собственных и заемных средств. Организация, занимающаяся посреднической деятельностью, должна быть юридическим лицом. Учредителями инвестиционных институтов могут быть как российские, так и зарубежные юридические лица.

К инвестиционным институтам относятся:

1. *Фондовые брокеры* - биржевые посредники при заключении сделок между покупателями и продавцами ценных бумаг. В качестве брокера могут выступать как физические лица, так и организации. Профессиональная брокерская деятельность на фондовом рынке выполняется на основании лицензии, полученной в установленном порядке в местных финансовых органах.

Для деятельности на рынке ценных бумаг брокер или брокерская организация должны отвечать следующим квалификационным требованиям:

• иметь в штате специалистов, у которых есть квалификационные аттестаты;

• обладать установленным минимальным собственным капиталом (не ме-

нее 50 млн р.);

- иметь разработанную систему учета и отчетности, точно и полно отражающую операции с ценными бумагами.

В *обязанности брокера* входит добросовестное выполнение поручений клиентов. Брокер и клиент свои отношения строят на договорной основе. При этом могут использоваться как договор поручения, так и договор комиссии. В первом случае брокер выступает от имени и за счет клиента; во втором - он выступает от своего имени, но действует в интересах клиента и за его счет.

Фактом исполнения договора поручения или комиссии считается передача клиенту официального извещения брокера о заключении сделки.

Брокер хранит, использует и учитывает денежные средства клиентов, предназначенные для приобретения ценных бумаг; удостоверяется в дееспособности клиентов - физических лиц и в правомочии клиентов - юридических лиц; оказывает консультационные услуги по вопросам приобретения ценных бумаг; вправе запрашивать у клиентов информацию об их финансовом состоянии.

При осуществлении *брокерской* деятельности на рынке ценных бумаг *профессиональный участник рынка должен:*

- лично исполнять поручения клиентов в порядке их поступления;
- действовать исключительно в интересах клиентов;
- при заключении договора на брокерское обслуживание письменно уведомить клиента о возможных рисках;
- доводить до сведения клиента всю необходимую информацию, связанную с исполнением обязательств по купле-продаже ценных бумаг;
- обеспечить сохранность ценных бумаг клиента;
- в сроки, установленные договором, представить клиенту отчет о ходе его исполнения;
- обеспечить конфиденциальность имени клиента и его платежных реквизитов.

Свой основной доход брокер получает за счет комиссионных, размер которых зависит от суммы сделки.

2. *Фондовые дилеры* - члены фондовых бирж и банки, занимающиеся куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи ценных бумаг. Доход дилера состоит из разницы цен продажи и покупки!

При осуществлении *дилерской* деятельности на рынке ценных бумаг *профессиональному участнику следует:*

- исполнять обязанности, указанные в договоре купли-продажи;
- своевременно информировать клиентов обо всей поступающей информации по купле-продаже ценных бумаг;
- не осуществлять умышленной манипуляции ценами и не давать клиенту искаженную информацию о состоянии на рынке;
- при возникновении конфликтов, связанных с осуществлением дилерской деятельности, немедленно информировать об этом клиента;
- совершать сделки по купле-продаже ценных бумаг клиента в первооче-

редном порядке по отношению к собственным сделкам;

- вести учет сделок с ценными бумагами в соответствии с требованиями нормативных правовых актов и саморегулируемой организации;
- представлять отчетность в порядке, предусмотренном правовыми актами Федеральной комиссии;
- в соответствии с законом о «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» информировать инвестора о его правах и предоставлять по его требованию необходимую информацию и документы; соблюдать законодательство Российской Федерации.

При осуществлении дилерской деятельности на рынке ценных бумаг *не допускается*:

- заключение сделок по купле-продаже ценных бумаг, если у депозитария, ведущего учет по названным сделкам, отсутствует лицензия на осуществление депозитарной деятельности;
- заключение сделок по купле-продаже, если у регистратора, осуществляющего перерегистрацию прав собственности на указанные сделки и ценные бумаги, отсутствует лицензия на право ведения деятельности по составлению реестра владельцев именных ценных бумаг;
- совершение сделок с ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска;
- предложение неограниченному кругу лиц ценных бумаг эмитентов без раскрытия информации о ценных бумагах в полном объеме;
- совершение сделок с использованием услуг организаций, не имеющих лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

3. *Инвестиционные консультанты*, оказывающие консультационные услуги на рынке ценных бумаг.

4. *Инвестиционные компании* - юридические лица, совершающие сделки на рынке ценных бумаг за свой счет. Игрывают важную роль в размещении ценных бумаг нового выпуска. На первичном рынке инвестиционные компании выполняют следующие основные функции: формирование выпуска ценных бумаг, андеррайтинг, создание синдиката, размещение ценных бумаг, стабилизация цен распространяемых финансовых средств, подготовка условий для последующих операций с распространяемыми бумагами на вторичном рынке.

Формирование выпуска ценных бумаг. На этом этапе решаются два принципиальных вопроса: какой объем капиталов необходим фирме-эмитенту и какой тип ценных бумаг ей целесообразно выпустить.

Андеррайтинг. Первоначально этот термин означал, что инвестиционная компания выкупает у эмитента весь объем ценных бумаг при их первичном размещении и сама распространяет их через систему биржевой и внебиржевой торговли. Существуют следующие виды андеррайтинга:

- «на базе твердых обязательств». По условиям договора с эмитентом андеррайтер несет обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам. Тем самым он рискует потерей не только репутации, но и собственных средств;

- «на базе лучших традиций». По условиям соглашения с эмитентом андеррайтер обязуется приложить максимум усилий для размещения ценных бумаг. Финансовую ответственность он несет по выкупу нераспространенных частей эмиссии, при этом все финансовые риски ложатся на эмитента;

- «стэнд-бай». Андеррайтер обязуется выкупить для последующего размещения часть эмиссии, не выкупленной старыми акционерами или теми, кто приобрел у них это право;

- на принципе «все или ничего». Андеррайтер обязуется полностью разместить эмиссию, если ему не удастся выполнить свои обязательства, действие договора прекращается;

- конкурентный андеррайтинг. Подготовка и выкуп эмиссии осуществляются на основе конкуренции разных андеррайтеров. Договор с эмитентом заключает тот, кто предложит лучшие ценовые и иные условия.

Взаимодействие андеррайтера и эмитента определяются условиями договора, который учитывает ситуацию на рынке ценных бумаг и стратегию инвесторов и во многом зависит от следующих факторов:

- объема денежных средств, привлекаемых путем публичного выпуска акций;

- выбора наиболее подходящего для данных условий эмитента типа акций, а также связанных с ними прав;

- выбора андеррайтеров или их группы, которые могли бы лучшим образом разместить предполагаемые ценные бумаги в соответствии со своими полномочиями;

- затрат выпуска, включая плату за юридическое сопровождение, аудиторскую проверку эмитента и т. д.;

- цены предложения, по которой будет размещаться новый выпуск.

Создание синдиката. После того, как фирма-эмитент выбрала инвестиционную компанию и заключила с ней андеррайтинговое соглашение, эта инвестиционная компания получает название *ведущего (лидирующего) андеррайтера*. Его задача - обеспечить максимально быструю продажу и распределение выпущенных ценных бумаг. Сделать это в одиночку очень сложно. Поэтому лидирующий андеррайтер вступает в контакты с другими инвестиционными компаниями, предлагая им принять участие в продаже и распространении нового выпуска. В конце концов создается группа инвестиционных компаний (во главе с ведущим андеррайтером), которая называется *синдикатом*. Синдикату запрещается изменять объявленную цену продажи, поэтому, если новые ценные бумаги были переоценены, то процесс их продажи может так затянуться, что биржевой курс начнет падать, затрудняя сбыт выпущенных финансовых средств. Иногда для предотвращения крупных потерь ведущему андеррайтеру разрешается проводить работу по стабилизации рыночной цены.

Размещение ценных бумаг. Это самый ответственный и сложный этап, во многом зависящий от экономической обстановки в стране, прогрессивного развития компаний и отраслей, а также эффективного взаимодействия эмитентов и андеррайтеров. В России механизм размещения ценных бумаг с помощью андеррайтинга и инвестиционных находится компаний в стадии развития.

Стабилизация рыночной цены. Чтобы избежать серьезного падения котировок ценных бумаг фирмы-эмитента на вторичном рынке, ведущему андеррайтеру разрешается размещать в течение определенного периода с момента поступления новых бумаг на первичный рынок¹ постоянно действующее поручение (order) на покупку этих бумаг на вторичном рынке. Процедура стабилизации цены в российском законодательстве находится на стадии урегулирования.

Подготовка условий для операций на вторичном рынке начинается сразу же после начала размещения ценных бумаг на первичном рынке. В эту деятельность включаются все заинтересованные дилерские и брокерские конторы, с которыми синдикат поддерживает отношения.

*Инвестиционные фонды*² - юридические лица (чаще АО открытого и закрытого типа), привлекающие свободные денежные средства населения и других инвесторов с целью эффективной работы на фондовом рынке. Гарантом деятельности инвестиционных фондов выступает банк.

В соответствии с российским законодательством *инвестиционные фонды* могут выпускать, продавать и хранить ценные бумаги; управлять ими по поручению клиента; оказывать консультационные услуги и осуществлять расчеты по поручениям клиентов.

Инвестиционные фонды осуществляют следующие виды деятельности:

- привлекают и размещают средства населения и юридических лиц на первичном и вторичном рынках ценных бумаг;
- выпускают ценные бумаги для формирования резервного или заемного капитала.

Инвестиционный фонд *открытого типа* может формировать свои ресурсы путем выпуска обыкновенных акций, которые могут быть проданы обратно только самому фонду. Объем фонда не является фиксированным и может расширяться за счет новых выпусков и приобретений. Число акционеров открытого общества не ограничено.

Инвестиционный фонд *закрытого типа* формирует собственные ресурсы за счет оказания определенных консультационных услуг, а также продажи акций и облигаций на рынке ценных бумаг. Причем выпуск акций является разовым и фиксированным по объему. Фонд не несет обязательств по выкупу акций у инвесторов. Число акционеров закрытого общества не должно превышать 50.

Необходимыми условиями успешного функционирования инвестиционных фондов являются:

- наличие и организация компетентных специалистов, умеющих составлять портфели ценных бумаг и эффективно управлять ими;
- эффективное распределение инвестиций в различные инструменты фондового рынка, обеспечивающее снижение риска;
- высокая ликвидность вкладываемых средств, обеспечивающая быструю

¹ Например, в США - не свыше 30 дней.

² Широко развитые на Западе инвестиционные, страховые и пенсионные фонды не получили в России должного признания.

продажу и покупку новых, более привлекательных ценных бумаг;

- возможность привлечения средств от различных категорий населения.

Деятельность инвестиционных институтов контролируется государственными органами и должна удовлетворять следующим требованиям:

- обязательное выполнение всех актов и законов РФ по работе с ценными бумагами;

- наличие профессиональных специалистов, имеющих квалификационный аттестат по работе с ценными бумагами;

- наличие минимальных собственных средств, обеспечивающих финансовую устойчивость;

- наличие системы учета и отчетности, полно и точно отражающей операции с ценными бумагами;

- наличие лицензии, позволяющей заниматься профессиональной деятельностью.

Разновидностями инвестиционных фондов являются:

- пенсионные фонды -самостоятельные финансово-кредитные учреждения, осуществляющие государственное управление пенсионным обеспечением;

- страховые фонды, созданные для обеспечения самостоятельными источниками доходов наиболее важных для общества расходов на определенном этапе его развития.

5.3. Виды профессиональной деятельности и регулирование рынка ценных бумаг

Закон выделяет семь видов профессиональной *деятельности* на рынке ценных бумаг:

1. *Брокерскую* — совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера.

2. *Дилерскую* - совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен их покупки и (или) продажи с обязательством покупки и (или) продажи этих бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

3. *Управление ценными бумагами* - осуществление управляющим (юридическим лицом или индивидуальным предпринимателем) от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц ценными бумагами; денежными средствами, направленными для инвестирования в ценные бумаги; де-

нежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

4. *Клиринговую*¹ - деятельность по определению взаимных обязательств, включающую:

- сбор, сверку, корректировку информации;
- составление расписания расчетов, в соответствии с которыми средства должны поступать в расчетно-клиринговую организацию;
- осуществление расчетов между участниками сделок;
- принятие к исполнению бухгалтерских документов;
- формирование специальных фондов для снижения рисков неисполнения обязательств сторон при совершении сделок;
- контроль за перемещением ценных бумаг или других активов, лежащих в основе сделок.

В обязанности расчетно-клиринговых компаний входит сверка основных показателей заключенной сделки. Она проводится для урегулирования всех возможных расхождений при заключении сделок как в устной, так и письменной форме. Если расхождения отсутствуют, сделка считается успешной и носит название зафиксированной. Для устранения возникших расхождений отводится определенное время, которое зависит от договоренности сторон.

При заключении сделок действуют два вида расчета:

- двухсторонний взаимозачет базируется на попарном расчете требований друг к другу покупателя и продавца;
- многосторонний взаимозачет может быть без участия клиринговой организации в качестве посредника и с ее участием.

Независимо от принятой формы взаимозачета каждая из сторон сделки производит расчет своих требований или обязательств (чистое сальдо) на определенный период времени.

Чистое сальдо, именуемое *позицией*, определяется на основе разницы между требованием участника и его обязательством. Существуют два вида позиций: *закрытая*, если сальдо равно нулю, и *открытая*, если оно не равно нулю. Сальдо может быть:

- *положительным*, если объем требований данного участника превышает его обязательства. При этом говорят, что у участника клиринга открыта длинная позиция, и он называется нетто-кредитором;
- *отрицательным*, когда участник клиринга должен больше, чем должны ему. При этом у участника клиринга возникает короткая позиция, и он называется нетто-должником.

Обязанности сторон можно считать исполненными после удовлетворения встречных требований сделок, включенных в расчет и прошедших процедуру клиринга.

В Европе крупнейшая биржевая клиринговая система CREST² ежедневно проводит 300 тыс. сделок на сумму 300 млрд фунтов стерлингов. В XXI в.

¹ *Клиринг* - множество операций, целью которых является расчет за поставленные ценные бумаги.

² Эта система работает с London Clearing House (клиринговой системой Лондонской фондовой биржи), а также клиринговыми системами других основных торговых площадок Европы.

CREST поглотила крупную клиринговую компанию CGO (Central Gilts Office), предназначенную для клиринга английских правительственных облигаций посредством Central Markets Office (СМО), а также OEICS - клиринговую систему английских денежных рыночных инструментов. В настоящее время CREST установила контакты с одной из ведущих американских клиринговых систем НАСДАК (NASDAQ) через ее биржевую систему хранения ценных бумаг Depositary Trust Corporation (DTC).

В 1999 г. в Швеции на базе слияния трех основных биржевых клиринговых систем - CSD, SEGA и INTERSETTLE - появилась новая система организации платежей - SegalInterSettle (SIS).

В XXI в. произошло слияние двух крупнейших клиринговых систем - Cedel и Deutsche Borse Clearing. Последняя обслуживала Немецкую биржу, известную своими поглощениями и стремлением стать ведущей биржевой площадкой мира.

Процесс укрупнения клиринговых компаний повышает эффективность биржевых операций и снижает пороговый барьер для вхождения на биржу новых инвесторов.

5. *Депозитарную* - оказание услуг по хранению сертификатов, ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на них. Депозитарную деятельность могут осуществлять только юридические лица и инвестиционные институты - депозитариум. Лицо, пользующееся услугами депозитария, именуется депонентом.

Ценные бумаги, переданные на хранение в специализированные организации, учитываются в депозитариях. Счета, предназначенные для учета ценных бумаг, называются счетами *депо*.

Все операции, связанные с депозитарной деятельностью, проводятся в соответствии с договором между депозитарием и депонентом. Договор заключается в письменной форме и не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. К *условиям депозитного договора* относят:

- однозначное определение предмета договора (предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на них);
- порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными ценными бумагами;
- срок действия договора;
- размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- обязанность депозитария. Последние могут на основании соглашения привлекать других депозитариев к исполнению обязательств по хранению сертификатов ценных бумаг, если это не запрещено договором.

Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами, управлять ими или осуществлять какие-либо действия без согласия депонента. Он несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него ценных бумаг.

Депозитарий не вправе оказывать услуги по доверительному управлению

ценными бумагами, исполнять поручения клиентов на рынках или консультировать их.

6. *Ведение реестра владельцев ценных бумаг* - сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра. Лица, осуществляющие подобную деятельность, именуются *держателями реестра (регистраторами)*; ими могут быть только юридические лица.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и (или) с использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных номинальных держателей и владельцев ценных бумаг, а также учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя.

Реестр владельцев ценных бумаг - то список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный по состоянию на любую установленную дату.

Для ценных бумаг на предъявителя реестр не ведется.

Держателем реестра может быть сам эмитент или профессиональный участник РЦБ, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. Если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником РЦБ и осуществляющая деятельность по ведению реестра. Эмитент имеет право заключить договор на ведение реестра только с одним юридическим лицом.

7. *Организация торговли на рынке ценных бумаг* - предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок между участниками РЦБ. Профессиональный участник РЦБ, оказывающий подобные услуги, называется организатором торговли.

Правила выполнения каждым профессиональным участником РЦБ своих функций, их права и обязанности регламентируются законом «О рынке ценных бумаг», а также нормативными правовыми актами ФКЦБ.

Всех участвующих в сделках на рынке ценных бумаг можно разделить на три группы:

- *спекулянты* - лица, стремящиеся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов. Используя экономико-математические и статистические методы прогнозирования и оценки спроса и предложения, они могут зарабатывать деньги в течение торгового дня или нескольких дней, недель, месяцев. При этом спекулянты могут играть как на понижение, так и на повышение цены контракта или опциона;

- *арбитражеры*, извлекающие прибыль за счет одновременной покупки и продажи одинаковых или сходных активов на разных рынках при благоприятной разнице цен. Прибыль вкладчика не сопровождается особым риском и отвлечением из оборота инвестиций на большой срок;

- *хеджеры*, или *страхователи*. Хеджирование, или страхование - это биржевое страхование ценовых потерь на физическом наличном рынке по отно-

шению к фьючерсному или опционному рынку. Цель хеджирования заключается в переносе риска изменения цены с одного лица - хеджера на другое - спекулянта. В качестве хеджеров могут выступать два лица, одно из которых страхуется от риска повышения, а другое - от понижения цены. Все перечисленные типы стратегий биржевой торговли направлены на получение прибыли за счет разницы в ценах активов. В этом смысле всех участников биржевой торговли можно отнести к спекулянтам, цель которых - купить дешевле, а продать дороже.

На профессиональную деятельность участников рынка ценных бумаг оказывают влияние государственные органы регулирования и контроля, саморегулируемые организации и инфраструктура рынка ценных бумаг.

Государственные органы регулирования и контроля (Госкомиссия по ценным бумагам и фондовым рынкам при Правительстве РФ, Министерство финансов, Федеральное казначейство, Государственный комитет по управлению государственным имуществом, Центральный банк РФ, Российский фонд имущества, Государственный комитет РФ по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур). Рынок ценных бумаг в течение первых 5 лет своего существования фактически функционировал на основании 14 инструкций, выпущенных Минфином от имени Правительства, и только 22 апреля 1996 г. был принят Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»¹.

Рынок ценных бумаг регулируется органами, упорядочивающими деятельность всех участников торговли: эмитентов, инвесторов, профессиональных фондовых посредников, субъектов инфраструктуры рынка.

Регулирование участников рынка ценных бумаг может быть внешним, основанном на законах и нормативных актах, и внутренним, основанным на нормативных документах, принятых участниками рынка (уставах, правилах, положениях, должностных инструкциях).

В соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» в задачи органов государственного регулирования входят:

- установление обязательных требований к профессиональным участникам рынка;
- регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг и контроль за соблюдением предусмотренных в них правил;
- лицензирование деятельности профессиональных участников рынка;
- запрещение занятий предпринимательской деятельностью на рынке ценных бумаг без соответствующих лицензий;
- защита прав владельцев ценных бумаг и контроль за их соблюдением эмитентами и профессиональными участниками рынка.

Существуют две модели регулирования рынка ценных бумаг:

¹ ФЗ № 39 О рынке ценных бумаг от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

- фондовый рынок регулируют государственные органы управления, и лишь небольшая часть полномочий передается объединениям профессиональных участников рынка. Такая система существует во Франции;

- максимальный объем полномочий по регулированию рынка передается саморегулируемым организациям - объединениям профессиональных участников рынка, но государство сохраняет за собой основную контрольную функцию. Такая система существует в Великобритании, Японии и развивается в России.

Саморегулируемые организации - добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг с целью обеспечения их деятельности, соблюдения ими профессиональной этики и защиты интересов владельцев ценных бумаг.

Учреждения, имеющие в штате не менее 10 профессиональных участников рынка ценных бумаг, могут стать членами саморегулируемой организации. Для этого необходимо подать заявление в Федеральную комиссию о присвоении организации статуса саморегулируемой. Для получения разрешения профессиональным участникам необходимо представить документы, отражающие:

- профессиональную квалификацию персонала;
- правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами на рынке ценных бумаг;
- ведение учета и отчетности;
- минимальную величину собственных средств;
- правила вступления в организацию профессиональных участников рынка ценных бумаг и выхода из нее;
- порядок распределения издержек, выплат и сборов среди членов организации;
- порядок рассмотрения претензий и жалоб клиентов;
- отсутствие неправомерных действий членов организации, должностных лиц и персонала;
- соблюдение порядка рассмотрения претензий и жалоб членов организации;
- проверку соблюдения членами организации установленных правил и стандартов;
- санкции и иные меры в отношении членов организации, должностных лиц и персонала и порядок их применения;
- требования по обеспечению информацией для проверок, проводимых по инициативе организации;
- контроль за соблюдением санкций и мер, применяемых к членам организации, порядок их учета.

В соответствии с перечисленными требованиями саморегулируемая организация должна:

- информировать о результатах деятельности ее членов;
- разрабатывать планы и стандарты для занятия профессиональной дея-

тельностью с ценными бумагами;*

- разрабатывать учебные программы, проводить профессиональную подготовку лиц и персонала, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты;

- своевременно представлять в Федеральную комиссию по ценным бумагам данные обо всех изменениях, вносимых в документы, положения и правила саморегулируемой организации.

Саморегулируемая организация является организацией коммерческого типа, поэтому все доходы используются для выполнения основных задач и не распределяются между ее членами.

Наиболее представительной из всех саморегулируемых организаций является *Национальная ассоциация фондовых дилеров*. Для получения разрешения на создание такой ассоциации необходимо представить в Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг заявление с перечнем документов, удостоверяющих строго определенные требования профессионализма и этики поведения на фондовом рынке при выполнении операций.

В настоящее время она включает свыше 6 тыс. фирм, занимающихся торговлей ценными бумагами, и более 440 тыс. отдельных лиц. Все члены ассоциации обязаны сдать специальные квалификационные экзамены.

Членами ассоциации не могут быть лица, находящиеся под следствием; исключенные из какой-либо профессиональной организации; лишенные лицензии на право работы на фондовом рынке; осужденные за преступления, совершенные на рынке ценных бумаг.

Деятельностью ассоциации руководит совет управляющих, в задачи которого входят:

- управление работой постоянных и временных комитетов и групп, занимающихся арбитражем;

- решение вопросов, связанных с деятельностью на фондовом рынке акционерных обществ, институциональных инвесторов и инвестиционных компаний;

- подготовка кадров и принятие квалификационных экзаменов;

- надзор за правильностью операций, проводимых участниками ассоциации;

- поддержание контактов с правительственными и законодательными органами;

- оказание консультационных услуг;

- правовое регулирование;

- информационное обеспечение;

- связи с общественностью;

- развитие международных связей.

Ассоциация фондовых дилеров имеет окружные комитеты, обеспечивающие проведение политики, одобренной советом управляющих.

Вид деятельности Ассоциации фондовых дилеров устанавливает государство в зависимости от уровня развития фондового рынка страны и его правовой обеспеченности. В задачи ассоциации входят разработка правил и стандартов

осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами, разработка учебных программ и планов для подготовки и переподготовки должностных лиц и персонала организаций - участников фондового рынка.

Инфраструктура рынка ценных бумаг (совокупность организаций, обеспечивающих эффективное взаимодействие между продавцами и покупателями ценных бумаг). Участники рынка ценных бумаг могут функционировать как отдельно, так и объединяться в группы в зависимости от специфики конкретного рынка. При этом каждый участник может выступать с позиции покупателя или продавца либо просто участвовать в обслуживании рыночного процесса. Такое разделение участников требует высокого профессионализма и позволяет в полной мере продемонстрировать свои профессиональные качества.