

Московский финансово-промышленный университет «Синергия»

ШУКЛИНА М.А.

Оценка стоимости ценных бумаг

Москва 2013

Шуклина Мария Александровна Пособие по дисциплине «Оценка стоимости ценных бумаг»
– М.: Московский финансово-промышленный университет «Синергия». 2013. – 200 с.

© Шуклина Мария Александровна, 2013

© Московский финансово-промышленный университет «Синергия», 2013

Содержание

1.	Раздел I. Оценка стоимости ценных бумаг Глава 1. Ценные бумаги, как объект оценки	3
2.	Глава 2. Эмиссия и обращение ценных бумаг	27
3.	Глава 3. Правовые основы оценки ценных бумаг	51
4.	Глава 4. Основные принципы функционирования рынка ценных бумаг	59
5.	Глава 5. Основы фундаментального и технического анализа ценных бумаг	79
6.	Глава 6. Информационная база оценки ценных бумаг	89
7.	Глава 7. Оценка долговых ценных бумаг (облигаций)	97
8.	Глава 8. Оценка ценных бумаг с фиксированным доходом	126
9.	Глава 9. Оценка вкладных ценных бумаг	146
10.	Глава 10. Оценка долевых ценных бумаг	153
11.	Глава 11. Оценка стоимости товарораспределительных ценных бумаг	186
12.	Глава 12. Оценка производных финансовых инструментов	191
13.	Литература	199

Раздел I ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Глава 1. Ценные бумаги, как объект оценки

1.1. Юридическое содержание ценных бумаг

Под оценочной деятельностью понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.¹

Понятие стоимости ценных бумаг тесно связано с их юридической спецификой и экономической сущностью.

Объектом оценки, согласно ст. 5 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» могут быть:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество определенного вида (движимое или недвижимое);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских права, в отношении которых законодательством РФ установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Так как четко не указано, что объектом оценки являются ценные бумаги, возникают определенные ошибки и при определении объекта оценки, и при определении стоимости ценных бумаг.

Статья 128 ГК РФ² к объектам гражданских прав относит: вещи, включая наличные деньги и **документарные ценные бумаги**, иное имущество, в том числе безналичные денежные средства, **бездокументарные ценные бумаги**, имущественные права.

Далее в статье 142 ГК РФ дается **определение документарной ценной бумаги**, где указывается, что ценная бумага это документ, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении такого документа .

В отношении бездокументарной ценной бумаги ГК РФ указывает, **что 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 ГК РФ.

Виды ценных бумаг

Статья 143 ГК РФ определяя виды ценных бумаг, указывает, что есть **документарные ценные бумаги**, которые могут быть:

- предъявительскими (ценными бумагами на предъявителя);
- ордерными;
- именными.

Предъявительской является документарная ценная бумага, по которой лицом,

¹ Федеральный закон от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

² Федеральный закон от 2 июля 2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела 1 части первой гражданского кодекса Российской Федерации»

уполномоченным требовать исполнения по ней, **признается ее владелец**³.

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, указанный 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).

Бездокументарные ценные бумаги, это ценные бумаги, к которым в отношении фиксации прав применяются правила об именных документарных ценных бумагах, правообладатель которых определяется в соответствии с учетными записями.⁴

Одним из главных элементов в системе юридических характеристик документарной ценной бумаги является наличие в ней обязательных реквизитов. **Отсутствие реквизитов ценной бумаги или несоответствие ценной бумаги установленной для нее форме влечет ее ничтожность**.

Требования к документарной ценной бумаге в соответствии со статьей 143.1 ГК РФ следующие:

- обязательные реквизиты,
- при отсутствии в документе обязательных реквизитов документарной ценной бумаги, несоответствии его установленной форме и другим требованиям документ не является ценной бумагой, **но сохраняет значение письменного доказательства**.

В структуре прав, связанных с ценной бумагой выделяют:

Во-первых, права, вытекающие из владения ценной бумагой (удостоверение каких-либо имущественных или обязательственных прав) – «право из бумаги».

Во-вторых, право на саму ценную бумагу – «право на бумагу».

В-третьих, удостоверение передачи прав от одного лица к другому.

Исходя из этого, документ, в котором не выражено какое-либо право или обязательство, не может рассматриваться в качестве ценной бумаги.

С переходом права на документарную ценную бумагу переходят все удостоверенные ею права в совокупности.

У ценных бумаг существует еще один признак – необходимость их предъявления для реализации выраженных в них прав. Под предъявление в данном случае понимается не столько демонстрация наличия физического носителя ценной бумаги, сколько доказательство прав собственности на ценную бумагу, то есть «права на бумагу».

Оценка стоимости ценных бумаг, прежде всего, предполагает определение стоимости совокупности прав, удостоверенных ценной бумагой.

Права, удостоверенные именной документарной ценной бумагой, передаются приобретателю путем вручения ему ценной бумаги лицом, совершающим ее отчуждение, с совершением на ней именной передаточной надписи или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования (цессии)

³ 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.

⁴ Если иное не установлено ГК РФ или иным законом.

Права, удостоверенные ордерной ценной бумагой, передаются приобретателю путем ее вручения с совершением на ней передаточной надписи - индоссамента. Если иное не предусмотрено настоящим Кодексом или законом, к передаче ордерных ценных бумаг применяются установленные законом о переводном и простом векселе правила о передаче векселя.

Переход прав, удостоверенных ордерной или именной ценной бумагой, к другому лицу по основаниям иным, чем передача по договору, осуществляется путем приобретения права на ценную бумагу в случаях и по основаниям, которые установлены законом.

Переход прав на ордерные или именные ценные бумаги подтверждается:

- 1) при наследовании - отметкой нотариуса на самой ценной бумаге, которая имеет силу индоссамента или передаточной надписи предшествующего правообладателя;
- 2) при реализации таких ценных бумаг в случае обращения на них взыскания - отметкой лица, уполномоченного на реализацию имущества владельца таких ценных бумаг;
- 3) в иных случаях - на основании решения суда отметкой лица, осуществляющего исполнение судебного решения.

Ценные бумаги как объект гражданского права имеют важное юридическое значение. Для них созданы реальные механизмы отчуждения и перехода. Они могут свободно обращаться, являясь объектами гражданского права, они не могут быть ограничены в обороте иначе как по прямому указанию закона.

Ценность ценной бумаги выражается в тех правах, которые она как документ дает своему владельцу.

Виды прав, которые удостоверяются ценными бумагами, обязательные реквизиты ценных бумаг, требования к форме ценной бумаги и другие необходимые требования определяются законом или в установленном им порядке. Права, закрепляемые ценными бумагами, могут принадлежать эмитентам, инвесторам, посредникам.

С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.⁵

Отказ от исполнения обязательства, удостоверенного ценной бумагой, со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность не допускается.

Владелец ценной бумаги, обнаруживший подлог или подделку ценной бумаги, вправе предъявить к лицу, передавшему ему бумагу, требование о надлежащем исполнении обязательства, удостоверенного ценной бумагой, и о возмещении убытков.

Восстановление прав по ценным бумагам производится судом, в порядке, предусмотренном процессуальным законодательством.

Бездокументарные ценные бумаги⁶.

Лицами, ответственными за исполнение по бездокументарной ценной бумаге, являются лицо, которое выпустило ценную бумагу, а также лица, которые предоставили обеспечение исполнения соответствующего обязательства.

Все лица, ответственные за исполнение по бездокументарной ценной бумаге, должны быть указаны в решении о ее выпуске или в ином предусмотренном законом акте лица, выпустившего ценную бумагу.

Право требовать от обязанного лица исполнения по бездокументарной ценной бумаге признается за **лицом, указанным в учетных записях** в качестве правообладателя, или за иным лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге.

Учет прав на бездокументарные ценные бумаги осуществляется путем внесения записей по счетам лицом :

⁵ Статья 146 Гражданского Кодекса Российской Федерации

⁶ Статья 149 Гражданского кодекса Российской Федерации

- действующим по поручению лица, обязанного по ценной бумаге,
- лицом, действующим на основании договора с правообладателем;
- лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге.

Исходя из этого, следует понимать, кто может выступать заказчиком оценки бездокументарных ценных бумаг,

Ведение записей по учету таких прав осуществляется лицом, имеющим предусмотренную законом лицензию.

Распоряжение, в том числе передача, залог, обременение другими способами бездокументарных ценных бумаг, а также ограничения распоряжения ими могут осуществляться только посредством обращения к лицу, осуществляющему учет прав на бездокументарные ценные бумаги, для внесения соответствующих записей.

Лицо, выпустившее бездокументарную ценную бумагу, и лицо, осуществляющее по его поручению учет прав на такие ценные бумаги, **несут солидарную ответственность за убытки**, причиненные в результате нарушения порядка:

- учета прав;
- порядка совершения операций по счетам;
- утраты учетных данных;
- предоставления недостоверной информации об учетных данных (если не докажут, что нарушение имело место вследствие непреодолимой силы).

Лицо, ответственное за исполнение по бездокументарной ценной бумаге, не несет ответственность за убытки, причиненные в результате нарушения порядка учета прав лицами, действующими на основании договора с правообладателем или с иным лицом, которое в соответствии с законом осуществляет права по ценной бумаге.

Надлежащим исполнением по бездокументарной ценной бумаге признается исполнение, произведенное обязанным лицом лицам.

Однако, законом могут быть установлены случаи, когда на определенную дату фиксируется перечень лиц, имеющих право требовать исполнения по бездокументарным ценным бумагам, тогда надлежащим признается исполнение, произведенное таким лицом.

Передача прав на бездокументарные ценные бумаги приобретателю осуществляется посредством списания бездокументарных ценных бумаг со счета лица, совершившего их отчуждение, и зачисления их на счет приобретателя на основании распоряжения лица, совершившего отчуждение.

Законом или договором правообладателя с лицом, осуществляющим учет прав на бездокументарные ценные бумаги, могут быть предусмотрены иные основания и условия списания ценных бумаг и их зачисления, в том числе возможность списания ценных бумаг со счета лица, совершившего отчуждение, без представления его распоряжения.

Права по бездокументарной ценной бумаге переходят к приобретателю с момента внесения лицом, осуществляющим учет прав на бездокументарные ценные бумаги, соответствующей записи по счету приобретателя.

Залог, обременение другими способами бездокументарных ценных бумаг, а также ограничения распоряжения ими возникают после внесения лицом, осуществляющим учет прав, соответствующей записи о залоге, обременении или ограничении по счету правообладателя либо в установленных законом случаях по счету иного лица.

Обременение бездокументарных ценных бумаг может также возникать с момента их зачисления на счет, на котором в соответствии с законом учитываются права на обремененные бездокументарные ценные бумаги.

Внесение записей о залоге или об ином обременении бездокументарных ценных бумаг

производится на основании распоряжения правообладателя (залоговое распоряжение и т.п.), если иное не предусмотрено законом.

Записи об изменении условий обременения и о его прекращении вносятся на основании распоряжения правообладателя при наличии согласия в письменной форме лица, в пользу которого установлено обременение, либо без такого распоряжения в случаях, предусмотренных законом или соглашением правообладателя с лицом, осуществляющим учет прав на бездокументарные ценные бумаги, и лицом, в пользу которого установлено обременение.

При уклонении лица, совершившего отчуждение, либо лица, предоставляющего ценные бумаги в обеспечение исполнения обязательства, от представления лицу, осуществляющему учет прав на бездокументарные ценные бумаги, распоряжения о проведении операции по счету приобретатель или лицо, в пользу которого устанавливается обременение бездокументарных ценных бумаг, вправе требовать в судебном порядке внесения записей о переходе прав на ценные бумаги или об их обременении на условиях, предусмотренных договором с лицом, совершающим отчуждение, или с лицом, предоставляющим ценные бумаги в обеспечение исполнения обязательства.

При наличии нескольких лиц, в пользу которых установлено обязательство по передаче либо обременению прав на одни и те же бездокументарные ценные бумаги, в случае, если операция по их передаче или по обременению еще не осуществлена, преимущество имеет лицо, в пользу которого обязательство возникло ранее, а если это невозможно установить - лицо, первым предъявившее иск.

Оформление перехода прав на бездокументарные ценные бумаги в порядке наследования производится на основании представленного наследником свидетельства о праве на наследство (статья 1162).

Переход прав на бездокументарные ценные бумаги при реализации таких ценных бумаг в случае обращения на них взыскания оформляется на основании распоряжения лица, уполномоченного на реализацию имущества правообладателя.

Оформление передачи прав на бездокументарные ценные бумаги в соответствии с судебным решением производится лицом, осуществляющим учет прав, на основании решения суда или на основании акта лица, осуществляющего исполнение судебного решения.

Уклонение или отказ лица, осуществляющего учет прав на бездокументарные ценные бумаги, от проведения операции по счету могут быть оспорены в суде.

Обобщая вышесказанное, можно дать следующую формулировку ценным бумагам.

Ценная бумага – стандартизированный и регламентированный соответствующим законом документ, удостоверяющий имущественные и неимущественные права его собственника, права которого закреплены в специальном реестре или наличием материального носителя, содержащего определенные реквизиты.

В свою очередь, имущественные права, предоставляемые ценными бумагами, могут быть обязательственными и вещными.

Вещные права закреплены в товарораспорядительных ценных бумагах, к которым относят коносамент, складские свидетельства. К передаче вещи приравнивается передача товарораспорядительного документа на неё. При этом названные ценные бумаги воплощают в себе, наряду с вещными правами, также и обязательственные права. Бумаг, которые закрепляли бы только вещные права, в российском законодательстве не существует.

Обязательственные права закреплены в таких ценных бумагах как акции.

Выбор методики определения рыночной стоимости ценной бумаги зависит от характера ценной бумаги, количества ценных бумаг, времени, вида, формы и условий оплаты и регистрации сделок.

Соответственно, при оценке, мы должны сначала определить правомочие ценной бумаги как документа, а затем определять стоимость инвестиционных качеств и управленческих возможностей ценной бумаги, которые в первую очередь будут связаны с правами, удостоверенными этой ценной бумагой (в законодательном, нормативном документе, уставе общества, внутреннем документе

общества и т.д.), исходя из ценной бумаги.

Поэтому **особое значение при сборе информационной базы для оценки ценных бумаг оценщик должен будет уделить нормативно-законодательному блоку.**

В статье 142 ГК РФ определен перечень ценных бумаг, однако указано, перечень является открытым и предполагается, что ценные бумаги могут быть названы в таком качестве и другими законами или признаны таковыми в установленном законе порядке.

Действительно, в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации, в настоящее время существуют еще и другие ценные бумаги. Все они представлены в таблице 1.

Таблица 1

Ценные бумаги

Определенные статьей 142 ГК РФ	Определенные федеральными законами о ценных бумагах, или в установленном ими порядке
— акция, — вексель, — закладная, — инвестиционный пай паевого инвестиционного фонда; — коносамент, — облигация, — чек,	— государственные и муниципальные облигации ⁷ — облигация с ипотечным покрытием ⁸ ; — ипотечный сертификат участия ⁹ ; — опцион эмитента ¹⁰ ; — простое складское свидетельство ¹¹ ; — двойное складское свидетельство; — российская депозитарная расписка ¹² . — депозитный и сберегательный сертификаты ^{13, 14} — банковская сберегательная книжка на предъявителя ¹⁵

Необходимо также отметить следующее: ценные бумаги занимают особое положение в качестве объекта стоимости.

Они могут относиться к финансовым активам предприятия, то есть являться объектом инвестирования.

Они могут являться формой капитала, например акции в акционерном обществе, могут являться средством привлечения капитала (в виде облигации) и т.д. Эта их триединая роль предопределяет и их особое положение в качестве объекта стоимостной оценки.

Понимание юридического содержания ценных бумаг является важным моментом при рассмотрении ценных бумаг как объекта оценки, его идентификации.

Идентификация объекта оценки – это комплексное исследование состояния объекта оценки, позволяющее получить полноценное понимание оцениваемого объекта не только на момент проведения оценки, но и в ретроспективном и прогнозных периодах.

Важно отметить, что федеральными стандартами оценки предъявляются четкие требования к

⁷ Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муниципальных ценных бумаг»

⁸ Статья 2 ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ;

⁹ Статья 2 ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ;

¹⁰ Статья 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ

¹¹ Статьи 843, 844, 877 и 913 ГК РФ

¹² Статья 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ

¹³ Статья 836 ГК РФ

¹⁴ Письмо ЦБ РФ от 10.02.92 № 14-20 «О депозитных и сберегательных сертификатах банков»

¹⁵ Статья 843 ГК РФ

составлению отчета об оценке, в том числе к идентификации оценки.

В соответствии с федеральными стандартами оценки¹⁶ в отчете должна быть приведена следующая информация об объекте оценки:

- количественные и качественные характеристики объекта оценки (в том числе сведения об имущественных правах, обременениях, связанных с объектами оценки);
- количественные и качественные характеристики элементов, входящих в состав объекта оценки, которые имеют специфику, влияющую на результаты оценки объекта оценки;
- информация о текущем использовании объекта оценки и другие факторы и характеристики, относящиеся к объекту оценки, существенно, влияющие на его стоимость.

Федеральные стандарты также указывают, что к отчету об оценке должны быть приложены копии документов, используемые оценщиком и устанавливающие количественные и качественные характеристики объекта оценки, в том числе **правоустанавливающие и правоподтверждающие документы**.

1.2. Экономическая сущность ценных бумаг.

У каждого изучаемого объекта есть форма и содержание. Содержание отражает определенным образом упорядоченную совокупность элементов и процессов, образующих изучаемый предмет или явление, а форма – способ существования, выражения этого явления. Поэтому помимо юридической формы, ценные бумаги имеют экономическое содержание. Не государство задает ценной бумаге свойства и характеристики, делающие её таковой, так как к моменту признания того или иного документа ценной бумагой, её экономические свойства и характеристики уже сложились. Государству остается их только зафиксировать. То есть, с экономической точки зрения статус ценной бумаги не возникает извне, а является её неотъемлемым внутренним свойством, её содержанием.

Экономический статус ценной бумаги задается её ролью и значением в системе фондового рынка. Таким образом, **ценная бумага, в первую очередь, это категория экономическая, которая раскрывается через экономические признаки.**

К свойствам ценной бумаги как экономической категории, следует отнести:

- надежность
- доходность,
- ликвидность,
- наличие самостоятельного оборота,
- скорость обращения,
- инвестиционный потенциал;
- стоимость.

Ценная бумага есть одна из форм существования стоимости наряду с другими формами её существования в качестве товара, денег или капитала, но уже в качестве невещественной, или фиктивной формы стоимости¹⁷.

Как товар ценные бумаги могут иметь как вещественную, так и нематериальную форму представления.

Ценная бумага – это товар с конкретным набором товарных характеристик, правда этот товар особого рода, который выступает как титул собственности или долговое обязательство, дающий право на получение дохода и имеющий хождение на рынке.

В процессе товарного обмена у ценной бумаги проявляются два свойства:

- потребительская стоимость (общественная полезность);
- меновая стоимость (свойство обмениваться на другие ценные бумаги, товары, деньги в

¹⁶ Приказ Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 20 июля 2007 № 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки» Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)»

¹⁷ Бердникова Т.Б. «Рынок ценных бумаг и биржевое дело». Учебное пособие. ИНФРА-М, 2011.

определенных количественных пропорциях).

Ценная бумага сама по себе может являться предметом рыночных отношений. Она может передаваться, покупаться, продаваться, обмениваться, меняться и т.д. Параллельное существование стоимости в процессе её прибыльного функционирования и отражения в сфере обращения, приводит к удвоению формы существования одной и той же стоимости.

Это удвоение формы стоимости выражается в том, что, с одной стороны, у получателя стоимости по эмиссионному отношению (эмитента), эта стоимость функционирует в виде материальных благ, имеющих соответствующую денежную оценку, а с другой стороны, сама ценная бумага тоже имеет денежную оценку, или цену, по которой она обращается на рынке.

Одна и та же стоимость получает двойственную денежную оценку и поэтому существует уже как бы вдвойне. На самом деле стоимость всегда одна, а удваивается (может и утраиваться и т.д.) лишь её денежная оценка.

Удвоение формы стоимости приводит к тому, что ценная бумага может иметь денежную оценку, отличную от денежной оценки той стоимости, которая была передана по эмиссионному соглашению. Это расхождение возникает в том случае, когда по условиям этого соглашения стоимость, которая должна быть возвращена в будущем, не совпадает со стоимостью, которая была первоначально отдана.

Обращаясь на финансовом рынке, ценные бумаги выполняют ряд общественных функций:

- мобилизация денежных средств инвесторов;
- перераспределение денежных средств из одних отраслей, регионов, групп населения в другие, создающие более благоприятные условия для функционирования капитала;
- информация о состоянии экономики страны в целом.

Место и роль ценных бумаг в рыночной экономике связаны с распределительными, перераспределительными, контрольными, стимулирующими, учетными функциями.

1.3. Классификация ценных бумаг

Ценные бумаги классифицируются по различным основаниям. Основные виды ценных бумаг представлены в статье 143 ГК РФ: документарные ценные бумаги, которые могут быть предъявительскими, ордерными и именными и бездокументарные.

Существуют юридическая и экономическая классификация ценных бумаг. В современной мировой практике ценные бумаги делятся на два класса:

- основные ценные бумаги.
- производные ценные бумаги (деривативы, производные финансовые инструменты).

Основные ценные бумаги (в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив: товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы).

Основные ценные бумаги в свою очередь делятся на две подгруппы: *первичные и вторичные.*

Первичные ценные бумаги - ценные бумаги, которые замещают действительные формы стоимости на рынке (акции, облигации, векселя, закладные, чеки, коносамент, банковский сертификат основаны на активах, в число которых не входят другие ценные бумаги).

Вторичные ценные бумаги - ценные бумаги, которые в определенных случаях замещают первичные ценные бумаги на рынке (варранты на акции, депозитарные расписки, подписные права на акции, облигации под закладные ценные бумаги, то есть, это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг, это ценные бумаги на сами ценные бумаги.

Производные ценные бумаги (производные инструменты, деривативы) – это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащих в основе данного инструмента активов, который называется базисным активом. К производным инструментам относятся фьючерсы (товарные, валютные, процентные, индексные и др.), опционы, опционы на фьючерсные контракты, свопы, и др.

Следует отметить, что не во всех странах деривативы относятся к ценным бумагам. В соответствии с существующим законодательством Российской Федерации, *производные*

инструменты не относятся к ценным бумагам, однако в соответствии с ФЗ «Об организованных торгах»¹⁸ относиться, наравне с *ценными бумагами к финансовым инструментам*.

В зависимости от способа выпуска ценных бумаг Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» предусмотрено деление ценных бумаг на эмиссионные и неэмиссионные.

Эмиссионная ценная бумага¹⁹ – это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным Законом «О рынке ценных бумаг» формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг – совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих **одинаковый объем прав** их владельцам и имеющих **одинаковую номинальную стоимость** в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством Российской Федерации. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска.

К эмиссионным ценным бумагам относятся:

- акции,
- облигации,
- опционы эмитента,
- российские депозитарные расписки.

Эмиссионные ценные бумаги обладают **родовыми признаками** и могут быть объектом договора займа.

Неэмиссионные ценные бумаги – все остальные виды ценных бумаг. Неэмиссионные ценные бумаги обладают **видовыми признаками**, выпускаются и обращаются в штучном порядке и закрепляют за его обладателем индивидуальный объем прав.

Утвержден Порядок квалификации ценных бумаг²⁰. В соответствии с указанным порядком любые имущественные и неимущественные права, закрепленные в документарной или бездокументарной форме, независимо от их наименования, являются эмиссионными ценными бумагами, если условия их возникновения и обращения соответствуют совокупности признаков эмиссионной ценной бумаги, указанной в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг»²¹. Источниками информации для проведения квалификации ценных бумаг являются:

- результаты анализа данных отчетности и информации организаций;
- жалобы, заявления и обращения юридических и физических лиц;
- сообщения в средствах массовой информации;
- обращения государственных и муниципальных или судебных органов, а также Банка России.

Для квалификации ценных бумаг регулирующий орган вправе проводить проверки юридических лиц, а также требовать представления документов, необходимых для решения вопросов, связанных с квалификацией.

Основанием для квалификации ценных бумаг являются:

- Гражданский Кодекс Российской Федерации,
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»,
- иные нормативные правовые акты РФ, регулирующие отношения, связанные с отнесением

¹⁸ Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»

¹⁹ Статья 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ

²⁰ Постановление ФКЦБ России от 24 декабря 2003 г. № 03-48/пс « О порядке квалификации ценных бумаг»

²¹ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. №39 ФЗ

документов к ценным бумагам.

Именные эмиссионные ценные бумаги, кроме случаев, предусмотренных законом, выпускаются только в бездокументарной форме.

Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» определены следующие возможные формы эмиссионных ценных бумаг;

- предъявительские документарные (документарные на предъявителя), например, облигация;
- именные бездокументарные, например, облигация, акция, опцион эмитента;
- именные документарные, в случаях, предусмотренных федеральными законами.

В зависимости от выпустившего ценную бумагу лица ценные бумаги делятся:

- государственные,
- муниципальные,
- частные.

В зависимости от вида удостоверяемых имущественных прав ценные бумаги делятся на:

- *долговые ценные бумаги.* Удостоверяют право требования возврата долга и уплаты процентов за пользование займом. К долговым ценным бумагам относятся государственная и муниципальная облигация, облигация, в том числе жилищный сертификат, вексель, закладная;
- *долевые ценные бумаги.* Удостоверяют право на долю в праве собственности на имущество, а также право на долю в прибыли. К долевым ценным бумагам относятся акции, инвестиционные паи и ипотечный сертификат участия;
- *вкладные ценные бумаги.* Удостоверяют право истребования денежного вклада, внесенного в банк или другое кредитно-финансовое учреждение на определенных условиях, и процентов по вкладу. К ним относятся: депозитный и сберегательный сертификаты, чек, банковская сберегательная книжка на предъявителя;
- *товарораспорядительные ценные бумаги.* Удостоверяют право истребования индивидуализированной вещи или определенной доли из некоторой индивидуализированной массы однородных вещей, определенных родовыми признаками от должника, владеющего ими на основании специального титула. К ним относятся: коносамент, простое и двойное свидетельство.

В зависимости от срока обращения делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. Бессрочные ценные бумаги – это ценные бумаги, срок обращения которых ничем не регламентирован, то есть они существуют «вечно», или до момента погашения, дата которого никак не обозначена при выпуске ценной бумаги.

Существуют ценные бумаги, которые занимают как бы промежуточное положение между срочными и бессрочными. Такого рода ценные бумаги обычно называются *отзывными ценными бумагами*. С одной стороны, отзывная ценная бумага обычно имеет временной срок окончания своего действия и потому она есть срочная бумага. Но, с другой стороны, эмитент, или инвестор, имеют право прекратить её существование досрочно, когда это им покажется выгодным.

По национальной принадлежности ценные бумаги подразделяются на:

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

По уровню риска, который в силу тех или иных причин присущ ценным бумагам, последние условно могут быть поделены на:

безрисковые ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, которые имеют самый возможно более (максимально) низкий в текущих рыночных условиях уровень риска;
рисковые ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, уровень риска которых превышает уровень риска, имеющийся у безрисковых ценных бумаг.

С точки зрения наличия или отсутствия ограничений на куплю-продажу ценные бумаги могут подразделяться на:

- рыночные ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, которые обладают полной свободой обращения, в силу чего их еще можно называть свободно обращающимися ценными бумагами;
- нерыночные бумаги, т.е. ценные бумаги, которые имеют ограничения или запрет на передачу путем купли-продажи.

Сутью рынка является свободная купля-продажа имеющихся на нём 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 третьими лицами. Например, акции закрытых акционерных обществ в интересах самих акционеров имеют ограничения на свободное обращение, которые, в частности, выражаются в том, что такого рода акции никогда не обращаются на фондовых биржах.

По наличию дохода ценные бумаги могут быть классифицированы на:

- доходные ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, доход по которым уже заложен в самом эмиссионном отношении и он выплачивается эмитентом их владельцу. Доходные ценные бумаги могут иметь две формы: процентные ценные бумаги, по которым эмитент выплачивает чистый доход, начисляемый (рассчитываемый) им самим и дисконтные ценные бумаги, по которым доход существует в форме дисконта;
- бездоходные ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, по которым сам эмитент никакого дохода не выплачивает.

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

Дивиденд есть доход, выплачиваемый по акции. Его экономическая суть состоит в том, что ни размер такого дохода, ни способ его определения обычно заранее не задаются условиями эмиссии, т.е. он заранее неизвестен по своей величине для участников рынка. Исключение составляет привилегированная акция, по которой размер дивиденда может фиксироваться заранее.

Процент есть доход, выплачиваемый по облигации (а в общем случае — по ссуде) или иной долговой ценной бумаге. Его экономическое отличие от дивиденда состоит в том, что размер процента обычно заранее известен для владельца ценной бумаги или же, известен сам механизм (способ) его определения.

Но возможна и другая форма получения дохода по долговой ценной бумаге — в виде дисконта.

Дисконт — это разница между номиналом ценной бумаги и более низкой рыночной ценой её приобретения.

Дисконт всегда выплачивается эмитентом, а потому дисконтная ценная бумага есть доходная бумага для инвестора, нацеленная на получение дохода уже при её выпуске. Дисконтная ценная бумага позволяет инвестору получить заложенный в ней доход не в виде растянутых во времени процентных выплат, а единовременно только в момент погашения ценной бумаги.

Бездоходная ценная бумага для своего владельца обычно есть простое свидетельство на товар или на деньги, но не на капитал.

К бездоходным ценным бумагам относятся складские свидетельства, коносаменты, чеки.

В зависимости от наличия у ценной бумаги юридического номинала они подразделяются на:

- номинированные ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, имеющие номинальную стоимость, или номинал, в денежном выражении;
- неноминированные ценные бумаги, т.е. ценные бумаги, юридически не имеющие номинальной стоимости.

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

Все долговые и долевого инвестиционные ценные бумаги имеют номинальную стоимость, кроме ценных бумаг, представляющих собой пай (долю), к которым относятся инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия.

В некоторых странах может разрешаться выпуск акций без номинальной стоимости, осуществляемый для того, чтобы избежать налогообложения этого выпуска (налог на эмиссию уплачивается с номинальной стоимости эмитируемых акций).

В экономическом смысле безноминальных ценных бумаг просто не существует по самой природе эмиссионного отношения. Какая-то стоимость всегда должна быть отчуждена инвестором, чтобы возникла ценная бумага.

Таким образом, определение места оцениваемой бумаги в классификаторе ценных бумаг, поможет оценщику определить общие закономерности оценки конкретной ценной бумаги и её особенности, обусловленные спецификой оцениваемого объекта.

Оценщик должен провести тестирование ценной бумаги с целью определения её основных и дополнительных характеристик.

Тестирование можно вести по следующим направлениям:

- ценной бумаги;
- вид ценной бумаги
- категория ценной бумаги;
- тип ценной бумаги
- основная, производная ценная бумага;
- первичная, вторичная ценная бумага;
- срок существования;
- форма выпуска;
- форма существования;
- форма владения;
- форма вложения средств;
- наличие номинала
- эмитент.

1.4. Стоимость ценных бумаг и факторы её определяющие

Целью оценки является определение стоимости объекта оценки, вид которой определяется в задании на оценку.²² ***При определении стоимости объекта оценки определяется расчетная величина цены объекта оценки, определенная на дату оценки в соответствии с выбранным видом стоимости.***

Согласно Международным стандартам оценки: ... «Стоимость является экономической понятием, касающимся денежной связи между товарами и услугами, доступными для приобретения, с одной стороны, и теми, кто их покупает и продает, - с другой. *Стоимость является не фактом, а*

²² Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 254 « Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО-№3).

расчетной величиной ценности конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным толкованием стоимости. Экономическая концепция стоимости отражает взгляд рынка на выгоды, получаемые тем, кто является собственником данных товаров или пользуется данными услугами на дату действия стоимости».²³

Оценка стоимости ценных бумаг – это определение стоимости ценной бумаги на конкретную дату (дату оценки) с учетом влияния рыночной конъюнктуры, систематических и несистематических рисков, факторов времени и ожидания дохода.

Расчет стоимости ценных бумаг следует проводить, руководствуясь следующими принципами:

- принцип наиболее эффективного использования (при определении наиболее эффективного использования объекта оценки определяется использование объекта оценки, при котором его стоимость будет наибольшей),
- принцип зависимости от фондового рынка (фондовый рынок отражает новую информацию, реакцию людей на нее и их ожидание предстоящих событий);
- принцип ожидания и предвидения (при оценке определяется стоимость дохода или других выгод, которые могут быть получены от владения объектом в будущем);
- принцип изменения стоимости (изменение политических, экономических и социальных условий в стране или регионе влияют на конъюнктуру рынка и уровень цен) и др.

Можно выделить достаточно большое количество принципов. Учесть их одновременно практически невозможно, поэтому оценщик в каждом отдельном случае самостоятельно выделяет принципы. Они отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальных условиях целый ряд факторов может искажать их действие. К таким факторам относится, например, государственное вмешательство в предпринимательскую деятельность и др.

Следует помнить, что при составлении отчета об оценке объекта оценки оценщику необходимо придерживаться принципов: существенности, обоснованности, однозначности, проверяемости, достаточности, изложенных в федеральных стандартах²⁴.

К основным показателям, влияющим на оценку стоимости ценных бумаг, следует отнести:

- разнообразие различных видов стоимости ценных бумаг;
- наличие ряда альтернативных концепций определения стоимости ценных бумаг;
- альтернативность методов расчета стоимости ценных бумаг;
- специфика модификаций ценных бумаг;
- одновременное влияние на стоимость ценных бумаг различных факторов;
- недостаток специалистов;
- отсутствие специализированных структур.

Особое значение при оценке стоимости ценных бумаг имеет формирование информационной базы²⁵, которая включает в себя:

- блок внутренней информации (финансовое состояние эмитента, объем выпуска, условия выпуска, срок обращения);
- блок внешней информации (результаты фундаментального и технического анализа фондового рынка, финансовые и общеэкономические характеристики участников рынка ценных бумаг).

Специалисты обычно предъявляют наибольший интерес к статистике цен и объема, **перечень же информации, которая считается полезной, почти бесконечен.**²⁶

При оценке стоимости ценной бумаги необходимо учитывать динамики:

- ставки рефинансирования;

²³ Международные стандарты оценки

²⁴ Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 254 « Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО-№3).

²⁵ Приложение 8

²⁶ Ричард ДЖ.Тьюлз Фондовый рынок, ИНФРА,-М,1997 г.

- кредитных ставок на российском и международных рынках межбанковских кредитов;
- средней ставки доходности на внутреннем и международных рынках долговых обязательств;
- валютного курса российского рубля;
- ожидаемый форвардный курс российского рубля;
- кросс-курсы основных валют на международном рынке;
- изменение международных фондовых индексов акций;
- рейтинги кредитоспособности.

При оценке стоимости любого вида ценной бумаги оценщик должен принять во внимание инвестиционные характеристики ценной бумаги, поскольку **стоимость ценной бумаги это, прежде всего, денежный эквивалент её определенных инвестиционных качеств, зависящий от конкретных целей и методов оценки.**

При оценке инвестиционных качеств ценных бумаг учитываются следующие характеристики в комплексе:

- надежность,
- доходность,
- ликвидность.

Эта оценка дифференцируется в зависимости от того, предполагается ли ценная бумага на первичный рынок или обращается на вторичном рынке.

В первом случае в основу оценки положены показатели, характеризующие финансовое состояние эмитента, и основные объемные показатели его хозяйственной деятельности.

Во втором случае эта оценка дополняется показателями обеспеченности активами эмитента, расчетами прибыли, дивидендной политикой эмитента и другими факторами, а также результатами технического анализа движения ценной бумаги на организованном рынке.

Надежность (риск), гарантирует сохранность вложений, подразумевается, что предприятие является финансово устойчивым и останется таковым, сама же ценная бумага не обесценится через несколько лет (расчет показателя проводится на основе анализа бухгалтерской отчетности).

Доходность, обеспечиваемая какой-либо ценной бумагой, состоит из двух элементов: дохода от изменения курсовой стоимости ценной бумаги (роста капитала) и дохода в виде получаемых дивидендов или процентов. Доход, исчисленный в процентах к первоначальной стоимости ценной бумаги, называется доходностью данного актива или нормой дохода. Уровень доходности ценных бумаг обычно является производным от степени риска.

Ликвидность ценной бумаги, то есть способность превращаться в деньги, зависит от надежности, доходности и обращения.

Ликвидность ценной бумаги есть характеристика её оборачиваемости на рынке. *Свободная оборачиваемость, или обмен ценной бумаги на деньги и обратно, есть неотъемлемая черта ценной бумаги, то, что и обусловило превращение юридического инструмента фиксации ссудного отношения в инструмент, названный «ценной бумагой».*

Обмен ценной бумаги на деньги и обратно связан со многими рыночными факторами, обусловленными как самой ценной бумагой (её надежность, её инвестиционные качества), так и рынком (наличие достаточного числа участников, особенности договорного процесса и др.) Иначе говоря, ценная бумага имеет потенциальную возможность для обращения, но сам процесс её обращения зависит не только от неё самой, от воли и желаний её эмитента и владельца. В этом смысле самое общее понимание ликвидности состоит в том, что она представляет собой ту или иную степень сочетания возможности к обращению и действительной её обратимости в деньги (или наоборот).

На практике ценную бумагу, как правило, всегда можно купить или продать, вопрос заключается только во времени и в цене.

Если фиксируется желаемая цена сделки, то время её заключения относительно увеличивается и теоретически может растянуться до бесконечности, т.е. когда-нибудь может возникнуть ситуация, что рыночная цена ценной бумаги достигнет заданного высокого или, наоборот, низкого (в случае кризиса на рынке или банкротства эмитента) уровня. Если фиксируется время

сделки, то цель может быть достигнута за счет изменения (повышения или понижения) зафиксированного уровня рыночной цены. В результате, чтобы сравнивать ценные бумаги между собой по уровню их ликвидности, необходимо, условно говоря, исходить и из одинакового времени их обмена, и из одновременной неизменности рыночной цены.

Ликвидность ценной бумаги — это сравнительное количество ценной бумаги, которое может быть обменено на деньги (или наоборот) в течение фиксированного (заданного) периода времени без существенного изменения рыночной цены на неё.

В этом смысле высокая ликвидность означает, что ценная бумага в стандартном количестве может быть быстро продана (куплена) без существенного влияния этой операции на текущий уровень её рыночной цены. Низкая ликвидность означает, что стандартное количество ценной бумаги вряд ли может быть за аналогичное время продано (куплено) без весьма существенных потерь, т.е. без значительного падения (роста) её цены.

Понятие низкой ликвидности, в частности в российских условиях, может означать и тот факт, что ценная бумага вообще не обращается на рынке и что у неё нет сколько-нибудь представительной рыночной цены.

Ликвидность ценной бумаги может обеспечиваться за счет различного рода мероприятий, проводимых как её эмитентом, так и на её рынке. В частности, это может включать:

- первичное размещение ценной бумаги среди максимально широкого круга инвесторов (чем больше количество владельцев ценной бумаги, тем больше вероятность того, что возникнет широкий рынок её обращения);
- использование имеющихся возможностей вторичного, прежде всего биржевого, рынка для стимулирования купли-продажи ценной бумаги:
 - присвоение ей биржевого листинга,
 - простота заключения сделок,
 - защита от мошенничества;
 - осуществление сделок не только на биржевом, но и на внебиржевом рынке.

Обращение ценной бумаги на внебиржевом рынке имеет ничуть не меньшее значение, чем на биржевом рынке. Эти рынки дополняют друг друга и вместе только увеличивают ликвидность ценной бумаги

Показателей ликвидности ценной бумаги может быть достаточно много, и все они характеризуют те или иные стороны процесса её оборачиваемости на рынке.²⁷

Наиболее часто используемыми показателями ликвидности являются:

- ежедневный объем сделок²⁸ с ценной бумагой по отношению к её общему размещенному количеству и по отношению ко всему ежедневному объему сделок на рынке (чем больше ежедневный объем сделок в абсолютном и любом относительном выражении, тем, при прочих равных условиях, выше ликвидность ценной бумаги);
- количество маркет-мейкеров (дилеров), которые выставляют свои котировки по данной ценной бумаге (обычно, чем более ликвидна ценная бумага, т.е. чем она более востребована на рынке, тем большее число профессиональных торговцев «вынуждены» торговать ею и заинтересованы в торговле ею);
- спрэд (разница) между ценами покупателя (бид) и продавца (аск).

По *ликвидным ценным бумагам спрэд всегда очень мал*, обычно в пределах 0,5% от цены (для сравнения, на рынке недвижимости спрэд может достигать 10% и более). Следует заметить, что имеет место и обратное влияние спрэда на ликвидность ценной бумаги. Чем меньше он становится, тем легче совершается заключение рыночных сделок, а потому возрастают их объемы и соответственно ликвидность ценной бумаги.

Большой спрэд характерен для низколиквидных ценных бумаг, так как продавцы и покупатели встречаются на рынке редко и их представления о возможной рыночной цене данной ценной бумаги

²⁷ Приказ ФСФР России от 28 декабря 2011 № 11-71/пз-н «Об утверждении методических рекомендаций по установлению критериев существенного отклонения спроса и предложения ликвидных и низколиквидных ценных бумаг»

²⁸ Приказ ФСФР России от 28 декабря 2011 № 11-70 /пз-н «Об утверждении методических рекомендаций установлению критериев существенного отклонения объема торгов ликвидными и низколиквидными ценными бумагами.

могут очень сильно различаться. ФСФР России ²⁹устанавливает критерии ликвидности, в соответствии с которыми ценные бумаги могут приниматься в качестве обеспечения обязательств клиентов по займам.

Надежность, доходность, ликвидность определяют полезность ценной бумаги для инвестора, а значит и её стоимость.

Особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации, инвестиционному климату и потенциалу его месторасположения, перспективности бизнеса, которым он занимается.

Основные факторы, влияющие на стоимость ценных бумаг: спрос, предложение, их соотношение, доход, время, риск, степень контроля, ликвидность, ограничения, конкуренция.

Оказывают влияние на стоимость также: котировки аналогичных и иных ценных бумаг, местонахождение эмитента, отраслевая принадлежность, территориальные особенности размещения, организационно-правовые характеристики эмитента.

Фактор риска при оценке стоимости ценных бумаг

Особое внимание следует уделить такому фактору, оказывающему влияние на стоимость, как риск.

Риск есть неопределенность будущего, в нашем случае — с точки зрения возможных потерь для данного участника рынка будущая цена ценной бумаги неизвестна, но она обязательно окажется прибыльной для одних участников и убыточной (потери) для других. Поскольку для участника рынка наибольшую опасность представляет именно возможность убытка, постольку он всегда должен учитывать риски, связанные с ценной бумагой.

Существует множество классификаций видов рисков на рынке. Риски инвестора включают риск неполучения доходов, риск невозврата номинала облигации (ликвидационной стоимости по акции). Кроме того, обе стороны эмиссионного отношения могут подвергаться рискам, вытекающим из организации этих отношений: операционным рискам, нарушения обязательств андеррайтерами и т.д. Наличие риска уменьшает величину стоимости ценных бумаг. Следовательно, на практике это те изменения, которые происходят в нежелательную для клиента оценщика сторону. Таким образом, учесть риск означает учесть в расчете стоимости ценных бумаг величину этого уменьшения. Основные риски, влияющие на стоимость ценных бумаг, сведены в таблице 2.

Таблица 2

Классификация рисков при оценке ценных бумаг

Наименование риска	
Внешние	Внутренние
Макроэкономические	Микроэкономические
Объективные	Субъективные
Вероятные	Случайные
Маловероятные	

Внешние - факторы, не зависящие непосредственно от фондового рынка (инфляция, конкуренция, политические и экономические кризисы).

Внутренние - факторы, тесно связанные с развитием фондового рынка (уровень экономической состоятельности эмитента, соотношение спроса и предложения).

Макроэкономические - общие тенденции развития переходной экономики (политика государства и конкретные действия его института)³⁰.

Микроэкономические - относятся к направлению развития регионального рынка и отдельного отраслевого сегмента рынка ценных бумаг.

²⁹ Приказ ФСФР России от 30.07.2013 N 13-63/пз-н "О внесении изменений в приказ ФСФР России от 09.02.2010 N 10-5/пз-н "Об утверждении положения о составе и порядке расчета показателей, характеризующих уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и уровень инвестиционного риска ценных бумаг, на основании которых федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг принимается решение о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации".

³⁰ В Приложении 1 приведены макроэкономические показатели для России и указано их влияние на стоимость ценных бумаг

Объективные - влияние изменений фондовых индексов, изменение курса ценных бумаг из-за повышения или уменьшения инвестиционной привлекательности.

Субъективные - связанные с деятельностью эмитента и его контрагентов:

- Вероятные (ожидаемые)
- Маловероятные (возможные)
- Случайные (неизвестные и неожиданные).

Существенное влияние на стоимость ценных бумаг оказывают также затраты (издержки) связанные с выпуском, размещением, обращением, сменой собственника ценных бумаг.

Для учета риска на практике применяют два наиболее простых способа:

- 1) методы учета риска, основанные на увеличении ставки дисконтирования, а именно: пофакторный метод и агрегированный метод;
- 2) методы учета риска, основанные на уменьшении величины дохода.

1. Методы учета риска, основанные на увеличении ставки дисконтирования

Суть метода в следующем. В основной расчетной формуле доходного подхода увеличить величину знаменателя, то есть вычислить так называемую цену риска (премию за риск), уменьшающую доход, а значит стоимость ценных бумаг. Как расчетная величина ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости для определения рыночной стоимости.

В экономическом смысле в качестве ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал, в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования.³¹

а) пофакторный метод

При применении этого метода ставка дисконта принимается состоящей из суммы безрисковой ставки и премий за риск.

Величина ставки дисконтирования связана с ожидаемым инвестиционным риском. Концепция риска предполагает, что все инвестиции находятся в промежутке между полной уверенностью в их окупаемости (нулевой риск) и полной неуверенностью в их окупаемости (бесконечный риск). При рассмотрении двух инвестиционных возможностей, обещающих равную ожидаемую доходность в денежном выражении, инвестор обычно предпочитает инвестиции с наименьшей степенью риска или, напротив, рассчитывает на более высокую доходность по инвестициям с более высокой степенью риска.

Расчет рисков на основе этого метода приводится в разделе «Оценки стоимости бизнеса». В Приложении 1 представлена пофакторная модель расчета ставки дисконтирования на основе метода кумулятивного построения (вариант для оценки в совокупности бизнеса).

б) агрегированный метод

Выбор ставки дисконтирования зависит от типа денежного потока, используемого для оценки.

Стоимость финансирования инвестиций в предприятие за счет собственного капитала (стоимость собственного капитала) отражает все риски, присущие инвестициям в виде акционерного капитала, в то время как стоимость финансирования за счет заемных средств выражается в процентной ставке, по которой предприятию предоставляются кредиты.

Метод CAPM (бета- метод)

Для определения стоимости собственного капитала применяется модель оценки капитальных активов (метод CAPM).

Применение этого метода связано с использованием коэффициента бета.

³¹ Приказ Минэкономразвития России от 20.07.2007 № 256 « Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки».

В модели CAPM риск разделяется на две категории: систематический риск и несистематический риск.

Систематический риск представляет собой риск, связанный с изменениями ситуации на фондовых рынках в целом в связи с изменением таких макроэкономических и политических факторов, как процентные ставки, инфляция, изменение государственной политики и т.д. Данные факторы напрямую оказывают влияние на все компании, поскольку они затрагивают экономические и рыночные условия, в которых действуют все предприятия.

Систематический риск учитывается в модели CAPM с помощью коэффициента бета.

Бета является едва ли не главным показателем рынка ценных бумаг.

Коэффициент бета отражает амплитуду колебаний цен на акции конкретной компании (отрасли) по сравнению с изменением цен на акции по всем компаниям на фондовом рынке.

Несистематический (специфический) риск отражает дополнительные риски, связанные с инвестированием в оцениваемую компанию, которые не были учтены в коэффициенте бета и премии за страновой риск.

Метод WACC (средневзвешенной стоимости капитала)

Если при оценке используется бездолговой денежный поток, то в качестве ставки дисконтирования применяется величина средневзвешенной стоимости капитала после налогообложения - WACC (Weighted Average Cost of Capital Concept).

Средневзвешенная стоимость капитала учитывает в себе все риски, связанные с финансированием инвестиций, как из собственных источников финансирования, так и за счет заемных средств.

Расчет рисков на основе этих методов приведен в разделе «Оценки стоимости бизнеса».

2) Методы учета риска, основанные на уменьшении величины дохода.

Эти методы применяются относительно реже, чем методы, основанные на увеличении ставки дисконтирования из-за значительного количества требуемых вычислений. Ознакомиться с данными методами можно в разделе «Оценки стоимости бизнеса».

Оценщику может быть поставлена заказчиком задача определения стоимости ценных бумаг для следующего предполагаемого использования³²:

- купля-продажа;
- залог;
- страхование;
- кредитование;
- внесение в уставный (складочный) капитал;
- для целей налогообложения;
- при составлении финансовой (бухгалтерской) отчетности;
- реорганизации (слияния, выделения, разделения, присоединения, преобразования);
- приватизации предприятий;
- разрешения имущественных споров;
- принятия управленческих решений и иных случаях (эмиссии, выкупа и т.д.).

Задачи оценки ценных бумаг определяют используемые стандарты стоимости. Различные виды стоимости ценных бумаг необходимы для разных операций с ними.

В соответствии с Федеральными стандартами оценки (ФСО-2)³³ при осуществлении оценочной деятельности используются виды стоимости:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;

³² Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 255 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО-№ 2)»

³³ Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года № 255 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)».

— кадастровая стоимость.

Применительно к оценке ценных бумаг можно использовать рыночную, инвестиционную, ликвидационную стоимость.

При определении каждого вида стоимости ценной бумаги применяется специальная методика. В результате одна и та же ценная бумага может иметь одновременно несколько видов стоимости, которые могут существенно отличаться по величине.

В практике оценки **под рыночной стоимостью ценной бумаги** понимается наиболее вероятная цена, по которой данная ценная бумага может быть отчуждена на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на объеме сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать ценные бумаги, а другая сторона не обязана их приобретать;
- стороны хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- ценные бумаги представлены на открытом рынке в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за переход права собственности на ценные бумаги и не было принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны;
- цена сделки выражена в денежной форме.

Однако стоимостная характеристика ценных бумаг отражается в таких показателях как, курс, процентная ставка, цена и, следовательно, при инвестиционном анализе используются другие терминологические виды стоимости и цен.

Процедура оценки стоимости ценных бумаг состоит из определенных этапов.

*Первый этап – оценщик определяет цель оценки, изучает саму ценную бумагу, являющуюся объектом оценки, определяет условия выпуска ценной бумаги, реквизиты, соответствие их требованиям закона. Проводит анализ **правоустанавливающих документов, определяет правоподтверждающий документ.***

Второй этап – определяет место оцениваемой бумаги в классификаторе ценных бумаг для надлежащего определения общих закономерностей оценки и её особенностей, обусловленных спецификой оцениваемого объекта. На этом этапе проводится тестирование ценной бумаги, для определения её вида, формы, рыночности, доходности, ликвидности и иных характеристик.

Третий этап – оценщик формирует информационную базу. Особое значение на этом этапе занимает нормативно-законодательный блок, которым определяется выпуск, обращение, погашение ценных бумаг, деятельность эмитента, инвестора и иных участников фондового рынка. Определяются количественные и качественные показатели, оказывающие влияние на стоимость.

Информационная база оценки базируется на внешней (публично-доступной) информации и внутренней информации эмитента. **При формировании информационной базы оценки стоимости ценных бумаг оценщик использует результаты фундаментального и технического анализа.**

Четвертый этап - оценщик выбирает подходы и методы оценки и проводит расчеты необходимого стандарта стоимости по выбранному алгоритму и выведение итоговой стоимости.

Пятый этап – осуществляется проверка расчетов и составляется отчет об оценке в соответствии с действующим федеральным законом и федеральными стандартами³⁴.

1.5. Обязательная и инициативная оценка ценных бумаг

В рамках действующего законодательства в ряде случаев предполагается обязательная оценка ценных бумаг. Случаи обязательной оценки ценных бумаг представлены в таблице 3 .

Таблица3.

³⁴ Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 254 Федеральный стандарт оценки № 3 «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)

Нормативно правовые акты, определяющие случаи обязательного проведения оценки

Нормативно-правовой акт	Случаи обязательного проведения оценки
ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»	<ul style="list-style-type: none"> — при вовлечении в сделку ценных бумаг, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации, либо муниципальным образованиям» (статья 8); — при возникновении спора о стоимости ценных бумаг.
ФЗ «Об акционерных обществах» (статьи 34, ,75,77,84.2)	<ul style="list-style-type: none"> — при принятии решения об утверждении денежной оценки вкладов в уставные капиталы иных коммерческих организаций, создаваемых обществом (ст.34); — изменения номинальной стоимости акций; — выкуп у акционеров, принадлежащих им акций в случае несогласия с реорганизацией, внесением изменений и дополнений в устав или утверждением устава в новой редакции (ст.75); — ликвидации; — реализация акций, выкупленных на общество (в соответствии со ст. 77). — в случае, когда владельцем от 2 до 50 процентов голосующих акций общества является государство и (или) муниципальное образование, при определении рыночной стоимости имущества в том числе и акций (ст. 77); — добровольное и обязательное предложение о приобретении более 30 процентов акций открытого акционерного общества и выкуп акций лицом, которое приобрело более 95 процентов акций открытого общества, ценных бумаг открытого общества по требованию их владельцев (ст.84.2).
ФЗ «О приватизации государственных и муниципальных предприятий» в случае:	<ul style="list-style-type: none"> — приватизации, — национализации.
ФЗ «О рынке ценных бумаг»:	<ul style="list-style-type: none"> — имущество, являющееся предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением
ФЗ «Об инвестиционной деятельности»:	<ul style="list-style-type: none"> — привлечение инвестиций.
ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»:	<ul style="list-style-type: none"> — начальная цена продажи предприятия, выставляемого на торги, устанавливается решением общего собрания кредиторов на основании рыночной стоимости имущества, определенной в соответствии с отчетом независимого оценщика; — подлежащее в соответствии с планом внешнего управления продаже имущество должника – унитарного предприятия или должника- акционерного общества,

	<p>более 25 % голосующих акций которого находится в государственной или муниципальной собственности, оценивается независимым оценщиком с предоставлением заключения государственного финансового контрольного органа по проведенной оценке;</p> <ul style="list-style-type: none"> — планом внешнего управления может быть предусмотрено создание нескольких открытых акционерных обществ с оплатой их уставных капиталов имуществом должника, предназначенным для осуществления отдельных видов деятельности. Величина уставных капиталов указанных обществ определяется на основании рыночной стоимости вносимого имущества; — при проведении оценки имущества в ходе конкурсного производства. Имущество должника – унитарного предприятия или должника - акционерного общества, более 25 % голосующих акций которого находится в государственной или муниципальной собственности, оценивается независимым оценщиком с предоставлением заключения государственного финансового контрольного органа по проведенной оценке
<p>ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»(статья 14):</p>	<ul style="list-style-type: none"> — закладная³⁵ на момент ее выдачи первоначальному залогодержателю органом, осуществляющим государственную регистрацию прав, должна содержать денежную оценку имущества, на которое установлена ипотека, а в случаях если установление ипотеки является обязательным в силу закона, денежную оценку имущества, подтвержденную заключением оценщика.
<p>ФЗ «Об исполнительном производстве»:</p>	<ul style="list-style-type: none"> — судебный пристав исполнитель обязан привлечь независимого оценщика для оценки ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг (за исключением инвестиционных паев открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов).
<p>ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (статья 3)</p>	<p>Требования по обеспеченным ипотекой обязательствам могут входить в состав ипотечного покрытия только в случае их соответствия следующим условиям: основная сумма долга по обеспеченному ипотекой обязательству по каждому договору или закладной не должна превышать 75 % определенной независимым оценщиком рыночной стоимости недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки.</p>
<p>ФЗ « Об инвестиционных фондах»³⁶</p>	<ul style="list-style-type: none"> — предполагает привлечение независимого оценщика для оценки недвижимого имущества, права на

³⁵ Приложение 10

³⁶ Федеральный закон от от 29 ноября 2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»

	<p>недвижимое имущество или иное имущество паевого инвестиционного фонда.</p> <p>Независимый оценщик фонда при регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом должен представить копии документов, подтверждающих членство оценщика в саморегулируемой организации оценщиков.</p>
--	--

Отдельными законодательными актами предполагается дополнительная ответственность оценщика, например, статьей 5 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»³⁷ предусмотрено, что независимый оценщик, подписавший проспект ценных бумаг, солидарно с иными лицами и субсидиарно с эмитентом несут ответственность за ущерб, причиненный инвестору эмитентом вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвесторов информации и подтвержденной ими.

Статьей 15 ФЗ « Об обществах с ограниченной ответственностью»³⁸ предусмотрена оценка вкладов оплачиваемых неденежными средствами *более чем двадцать тысяч рублей*.

В целях определения стоимости этого имущества должен привлекаться независимый оценщик.

В случае оплаты долей в уставном капитале общества неденежными средствами участники общества и независимый оценщик солидарно несут при недостаточности имущества общества субсидиарную ответственность по его обязательствам в размере превышения стоимости имущества, внесенного для оплаты долей в уставном капитале общества в течение трех лет с момента государственной регистрации общества.

Следует отметить, что оценку ценных бумаг целесообразно использовать не только в случаях, предусмотренных действующим законодательством. Услугами оценщика по определению ценных бумаг целесообразно воспользоваться при разработке бизнес-планов, при принятии управленческих решений, при определении размера цены в тех или иных рыночных сделках.

Право на проведение оценки ценных бумаг принадлежит в соответствии со статьей 6 Федерального закона «Об оценочной деятельности Российской Федерации»³⁹, субъектам Российской Федерации, муниципальным образованиям, физическим и юридическим лицам, принадлежащих им объектов оценки.

Вопросы для самопроверки

1. Укажите, допускается ли отказ от исполнения обязательства, удостоверенного ценной бумагой со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность?
2. Какие виды ценных бумаг указаны в Гражданском Кодексе Российской Федерации?
3. Удостоверяет ли акция, наряду с имущественными правами, также и неимущественные права?
4. В каком порядке в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации документ относят к ценной бумаге?
5. Укажите формы, в которых могут выпускаться эмиссионные ценные бумаги в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»?

³⁷ Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»

³⁸ Федеральный закон от 08.02.1998 N 14-ФЗ « Об обществах с ограниченной ответственностью»

³⁹ Федеральный закон от 29 июля 1998 г № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

6. Какие методы учета рисков Вы знаете?
7. Укажите факторы, влияющие на стоимость ценной бумаги?
8. Назовите инвестиционные качества ценной бумаги?
9. В чем отличия рыночной и инвестиционной стоимости ценных бумаг?
10. Оказывает ли номинальная стоимость ценной бумаги влияние на рыночную стоимость?

Тесты для самопроверки:

1. Для оценки стоимости ценных бумаг, в соответствии с Федеральными стандартами оценки (ФСО-2), используются виды стоимости:

- 1) рыночная стоимость;
- 2) кадастровая стоимость;
- 3) курсовая стоимость.

2. В структуре прав, связанных с ценной бумагой выделяют:

- 1) права, вытекающие из владения ценной бумагой (удостоверение каких-либо имущественных или обязательственных прав) – «право из бумаги»;
- 2) право на саму ценную бумагу – «право на бумагу»;
- 3) передачу прав от одного лица к другому.

3. Объектом оценки, согласно статьи 5 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» не могут быть:

- 1) отдельные материальные объекты (вещи);
- 2) право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- 3) ценные бумаги.

4. Статьей 142 ГК РФ не определяются следующие виды ценных бумаг:

- 1) акция;
- 2) коносамент;
- 3) ипотечный сертификат участия.

5. К основным факторам, оказывающим влияние на стоимость ценных бумаг, относятся:

- 1) спрос;
- 2) доходность;
- 3) ограничения.

6. При оценке стоимости ценной бумаги необходимо учитывать динамики:
- 1) ставки рефинансирования;
 - 2) валютного курса российского рубля;
 - 3) доходности.
7. Какие виды стоимости можно использовать при оценке стоимости ценных бумаг:
- 1) страховую стоимость;
 - 2) залоговую стоимость;
 - 3) инвестиционную стоимость.
8. Какая статья ГК РФ классифицирует ценные бумаги как разновидность вещей:
- 1) ст. 142 ГК РФ;
 - 2) ст. 128 ГК РФ;
 - 3) ст. 143 ГК РФ.
9. В зависимости от выпускавшего долговую ценную бумагу лица ценные бумаги делятся:
- 1) федеральные;
 - 2) муниципальные,
 - 3) корпоративные.
10. К первичным ценным бумагам относятся:
- 1) акция;
 - 2) опцион эмитента;
 - 3) российская депозитарная расписка.

Глава 2 Эмиссия и обращение ценных бумаг

2.1. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия, в соответствии с Федеральным законом⁴⁰, определяется как «последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг», которая начинается со стадии принятия решения о выпуске бумаг и завершается регистрацией отчета о выпуске.

Эмитентом является юридическое лицо или орган исполнительной власти либо местного самоуправления, выпускающие ценные бумаги и несущее от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ценными бумагами.

Отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг акционерного общества регулируются также Федеральным законом «Об акционерных обществах»⁴¹. Кроме названных законов, есть еще подзаконные акты федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг - приказы Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России)⁴².

Размещение ценных бумаг включает в себя:

- совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам;
- внесение приходных записей по лицевым счетам или по счетам депо первых владельцев (в случае размещения именных ценных бумаг), либо по счетам депо первых владельцев в депозитарии, осуществляющем централизованное хранение документарных облигаций с обязательным централизованным хранением (в случае размещения документарных облигаций с обязательным централизованным хранением);
- выдачу сертификатов документарных облигаций их первым владельцам (в случае размещения документарных облигаций без обязательного централизованного хранения).

Обращение ценных бумаг – заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги.

Эмиссия любых ценных бумаг в Российской Федерации так же, как и в мировой практике, подлежит процедуре государственной регистрации, а в определенных случаях и процедуре регистрации проспекта ценных бумаг. Суть регистрации выпуска состоит в официальной фиксации обязательств эмитента, удостоверяемых ценной бумагой

Государственную регистрацию осуществляет регулятор на финансовом рынке (Банк России)⁴³. Часть полномочий передано региональным отделениям. При этом, исключительно в центральном аппарате подлежат государственной регистрации следующие выпуски:

- эмиссионных ценных бумаг эмитентов, включенных в специальный список эмитентов;
- опционов эмитента;
- эмиссионных ценных бумаг управляющих компаний паевых инвестиционных фондов;
- эмиссионных ценных бумаг эмитентов, размещаемых посредством открытой подписки;
- эмиссионных ценных бумаг эмитентов, размещаемых посредством закрытой подписки номинальной стоимостью свыше 200 млн. рублей;
- эмиссионных ценных бумаг эмитентов с уставным капиталом свыше 1 млрд. рублей;
- эмиссионных ценных бумаг иностранных эмитентов, в том числе международных финансовых организаций;
- облигаций государственных и муниципальных унитарных предприятий.

За государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг взимается пошлина в размере:

⁴⁰ Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»,

⁴¹ Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

⁴² Приказ ФСФР России от 4 июля 2013 г. № 13-55/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»

⁴³ Федеральный закон от 23 июля 2013 года N 251-ФЗ « О внесении изменений в ФЗ О банках и банковской деятельности»;

- за выдачу разрешения на размещение и обращение эмиссионных ценных бумаг российского эмитента за границей – 20 000 рублей;
- за государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, размещаемых путем подписки – 0,2% номинальной суммы выпуска, но не более 200 000 рублей;
- за государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг размещаемых иными способами, за исключением подписки – 20 000 рублей.

Индивидуальный государственный регистрационный номер - цифровой (буквенный, знаковый код), который идентифицирует конкретный выпуск эмиссионных ценных бумаг, подлежащих регистрации⁴⁴.

При эмиссии эмиссионных ценных бумаг размещение их может осуществляться путем:

- распределения акций среди учредителей акционерного общества при его учреждении;
- распределения среди акционеров акционерного общества при увеличении уставного капитала;
- подписки (открытой или закрытой);
- конвертации в акции иных эмиссионных ценных бумаг общества.

При размещении обществом акций они могут быть оплачены как деньгами, так и иным имуществом (ценными бумагами, вещами, имущественными правами либо иными правами, имеющими денежную оценку).

При размещении обществом иных эмиссионных ценных бумаг, в том числе облигаций их оплата может осуществляться только деньгами. Погашение облигации может осуществляться как деньгами, так и иным имуществом в соответствии с решением о выпуске таких облигаций.

Подписка ценных бумаг – это размещение ценных бумаг на основании договора, в том числе купли-продажи, мены. Различают две формы подписки: открытую и закрытую:

- закрытая – размещение среди заранее известного круга лиц,
- открытая - размещение среди неограниченного круга лиц, состав которых заранее неизвестен.

Этапы эмиссии ценных бумаг

В соответствии со ст. 19 ФЗ «О рынке ценных бумаг», процедура эмиссионных ценных бумаг включает следующие этапы:

- принятие эмитентом решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг;
- размещение эмиссионных ценных бумаг;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

В случае учреждения или реорганизации (кроме реорганизации в форме присоединения) акционерного общества процедура эмиссии принимает иной вид:

- принятие эмитентом решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- размещение акций – государственная регистрация акционерного общества;
- утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- одновременная государственная регистрация выпуска акций и отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

⁴⁴Приказ ФСФР от 11 июня 2013 г. № 13-48/пз-н «Об утверждении Порядка присвоения и аннулирования государственных регистрационных номеров или идентификационных номеров выпускам (дополнительным выпускам) эмиссионных ценных бумаг»

Только после регистрации отчета об итогах размещения, когда процедура эмиссии ценных бумаг полностью завершится, первые владельцы ценных бумаг смогут продать их третьим лицам, что означает поступление ценных бумаг в обращение.

Решение о выпуске ценных бумаг является документом эмитента, содержащим данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой⁴⁵.

Таким образом, основной функцией решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг является установление объема прав, предоставляемых ценной бумагой её владельцу. В этом смысле решение о выпуске ценных бумаг является **правоустанавливающим документом**, который подлежит регистрации одновременно с государственной регистрацией выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

После государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитент не вправе изменить зарегистрированное решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг в части объема прав по ценной бумаге, установленных этим решением.

В случае эмиссии акций таковыми фактически является решение об учреждении акционерного общества или решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительного выпуска акций, а в случае размещения облигаций – решение о размещении облигаций.

Также решениями о размещении акций могут считаться:

- решение об увеличении уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости;
- решение об уменьшении уставного капитала акционерного общества путем уменьшения номинальной стоимости акций;
- решение о внесении изменений и (или) дополнений в устав акционерного общества, касающихся прав предоставляемых по привилегированным акциям определенного типа;
- решение о консолидации акций;
- решение о дроблении акций.

Решением о размещении ценных бумаг путем подписки может быть установлена доля ценных бумаг выпуска, при неразмещении которой выпуск считается несостоявшимся. Такая доля не может быть меньше, чем на 75% от общего количества размещаемых ценных бумаг.

Эмиссионные ценные бумаги, размещаемые путем подписки, должны размещаться при условии их полной оплаты.

Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска, если иное не установлено Федеральным законом.

Государственная регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг осуществляется Банком России на основании заявления эмитента.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту информации, содержащейся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска ценных бумаг, *за исполнение прав отвечает эмитент.*

При государственной регистрации эмитенту должно быть выдано письмо, подтверждающее акт государственной регистрации ценных бумаг, с указанием даты и кода государственной регистрации.

Порядок присвоения государственных регистрационных номеров выпускам эмиссионных ценных бумаг, утвержден Приказом ФСФР России⁴⁶. Действие вышеуказанного документа распространяется на выпуски (дополнительные выпуски) эмиссионных ценных бумаг

⁴⁵ Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»,

⁴⁶ Приказ ФСФР от 11 июня 2013 г. № 13-48/пз-н «Об утверждении Порядка присвоения и аннулирования государственных регистрационных номеров или идентификационных номеров выпускам (дополнительным выпускам) эмиссионных ценных бумаг

независимо от типа эмитента, в том числе выпуски (дополнительные выпуски) ценных бумаг кредитных и страховых организаций выпуски (дополнительные выпуски) иностранных эмитентов, в том числе международных финансовых организаций; не распространяется на выпуски (дополнительные выпуски, государственных и муниципальных ценных бумаг

Государственный регистрационный номер - цифровой (буквенный, знаковый) код, идентифицирующий конкретный выпуск эмиссионных ценных бумаг - состоит из девяти значащих разрядов:

$X_1 - X_2 X_3 - X_4 X_5 X_6 X_7 X_8 - X_9$;

Первый разряд (X_1) государственного регистрационного номера выпуска эмиссионных ценных бумаг указывает на вид (катеорию) эмиссионной ценной бумаги и имеет следующие значения:

- 1 - для обыкновенных акций;
- 2 - для привилегированных акций;
- 3 - для опционов эмитента;
- 4 - для облигаций;
- 5 - для российских депозитарных расписок;

Второй и третий разряды (X_2, X_3) государственного регистрационного номера выпуска эмиссионных ценных бумаг указывают на порядковый номер выпуска данного вида ценной бумаги для эмитента, осуществляющего эмиссию.

Четвертый, пятый, шестой, седьмой, восьмой и девятый разряды ($X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9$) государственного регистрационного номера выпуска эмиссионных ценных бумаг, указывают на уникальный код эмитента, где девятый разряд (X_9) указывает на эмитента.

Значение девятого разряда (X_9):

В - означает, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется банком (независимо от организационно-правовой формы эмитента);

С - означает, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется небанковской кредитной организацией (независимо от организационно-правовой формы эмитента);

А, D, E, F - означают, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется открытым акционерным обществом (за исключением банков, небанковских кредитных организаций, инвестиционных фондов, страховых организаций);

Н, J, K, N, P - означают, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется закрытым акционерным обществом (за исключением банков, небанковских кредитных организаций, страховых организаций);

Y - означает, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется инвестиционным фондом;

Z - означает, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется страховой организацией (независимо от организационно-правовой формы эмитента);

L, R, T - означают, что данный выпуск ценных бумаг осуществляется иной организацией, не указанной в настоящем пункте;

G, V, W, X, U - зарезервированы.

Уникальный код эмитента не изменяется если происходит изменение типа акционерного общества, например, открытое акционерное общество преобразуется в закрытое акционерное общество.

В случае присвоения государственного регистрационного номера выпуску эмиссионных ценных бумаг кредитной организации, четвертый разряд (X_4) государственного регистрационного номера имеет нулевое значение, пятый, шестой, седьмой и восьмой разряды (X_5, X_6, X_7, X_8) дублируют номер лицензии кредитной организации - эмитента на осуществление банковских

операций.

Порядок присвоения разрядам (группам разрядов) конкретных значений определяется ФСФР России.

По истечении трех месяцев с момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг или представления в регистрирующий орган уведомления об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг индивидуальный код дополнительного выпуска аннулируется.

Эмитент по требованию заинтересованного лица обязан предоставить ему копию решения о выпуске за плату, не превышающую затраты на изготовление копии.

Проспект ценных бумаг

Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, **размещаемых путем подписки, должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг, за исключением** случаев, если соблюдается хотя бы одно из следующих условий:

1) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они размещаются лицам, являющимся **квалифицированными инвесторами**, при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500;

2) в соответствии с условиями размещения акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, они размещаются лицам, которые на определенную дату являлись или **являются акционерами** акционерного общества - эмитента, при условии, что число таких лиц без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, **не превышает 500**;

3) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются лицам, **число которых не превышает 150, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами**, а также без учета лиц, которые на определенную дату являлись или являются участниками (акционерами) эмитента, **при условии, что число таких участников (акционеров), не являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500**;

4) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они размещаются **путем закрытой подписки среди лиц, число которых без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500**;

5) сумма привлекаемых эмитентом денежных средств путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного года **не превышает 200 миллионов рублей**;

6) сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) **в течение одного года не превышает четыре миллиарда рублей**;

7) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая **в их оплату каждым из потенциальных приобретателей**, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, составляет **не менее четырех миллионов рублей** при условии, что число лиц, которые могут осуществить преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, без учета лиц, являющихся квалифицированными инвесторами, не превышает 500.

Проспект ценных бумаг – это информационный документ, составленный по установленной форме, содержащий необходимые сведения об эмитенте, ценных бумагах.

Информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг, должна отражать все обстоятельства, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении эмиссионных ценных бумаг. Ответственность за полноту и достоверность указанной информации несет эмитент.

Если эмитент обязан осуществлять раскрытие информации в соответствии с пунктом 4 статьи 30 Федерального закона⁴⁷, он вправе включить вместо раскрытой им информации в проспект ценных бумаг ссылку на такую информацию.

Проспект эмиссии ценных бумаг, в соответствии с «Законом о рынке ценных бумаг», должен содержать следующую информацию:

⁴⁷ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»

1) введение, в котором кратко излагается информация, содержащаяся в проспекте ценных бумаг и позволяющая составить общее представление об эмитенте и эмиссионных ценных бумагах, а в случае размещения эмиссионных ценных бумаг также об основных условиях их размещения;

2) информацию об эмитенте и о его финансово-хозяйственной деятельности;

3) бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента и иную финансовую информацию, в том числе:

— годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента за три последних завершаемых отчетных года или за каждый завершаемый отчетный год (если эмитент осуществляет свою деятельность менее трех лет), к которой прилагается аудиторское заключение в отношении указанной бухгалтерской (финансовой) отчетности;

— промежуточную бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента за последний завершаемый отчетный период, состоящий из трех, шести или девяти месяцев, а в случае, если в отношении указанной отчетности проведен аудит, с приложением соответствующего аудиторского заключения;

— консолидированную финансовую отчетность группы организаций, которую эмитент обязан составлять как лицо, контролирующее организации, входящие в указанную группу, или по иным основаниям и в порядке, которые предусмотрены федеральными законами (далее - консолидированная финансовая отчетность эмитента), за три последних завершаемых отчетных года или за каждый завершаемый отчетный год (если эмитент обязан составлять такую отчетность менее трех лет) с приложением соответствующего аудиторского заключения в отношении указанной отчетности;

— консолидированную финансовую отчетность эмитента за последний завершаемый отчетный период, состоящий из шести месяцев, а в случае, если в отношении указанной отчетности проведен аудит, с приложением соответствующего аудиторского заключения;

4) сведения об объеме, о сроке, об условиях и о порядке размещения эмиссионных ценных бумаг;

5) сведения о лице, предоставляющем обеспечение по облигациям эмитента, а также об условиях такого обеспечения.

Документ, содержащий информацию, указанную в пунктах 1 - 3 (основная часть проспекта ценных бумаг).

Он может быть зарегистрирован отдельно от документа, содержащего иную информацию, которая должна быть указана в проспекте ценных бумаг (дополнительная часть проспекта ценных бумаг).

При этом введение может не содержать информацию о размещаемых эмиссионных ценных бумагах и об условиях такого размещения.

Регистрация дополнительной части проспекта ценных бумаг допускается одновременно с государственной регистрацией выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и не позднее одного года с даты регистрации основной части проспекта ценных бумаг.

В случаях, если после регистрации основной части проспекта ценных бумаг эмитентом составлена бухгалтерская (финансовая) отчетность за соответствующий отчетный период и (или) возникли обстоятельства, которые могут оказать существенное влияние на принятие решения о приобретении соответствующих эмиссионных ценных бумаг, и если во введении проспекта ценных бумаг отсутствовали сведения о размещаемых эмиссионных ценных бумагах и об условиях их размещения, одновременно с регистрацией дополнительной части проспекта ценных бумаг должен быть зарегистрирован документ, содержащий изменения основной части проспекта ценных бумаг.

Кроме того, если это необходимо, в соответствии с нормативными документами должен быть подписан аудитором, оценщиком, финансовым консультантом.

Проспект ценных бумаг должен быть подписан оценщиком, подтверждающим достоверность информации в указанной им части проспекта ценных бумаг, который на основании заключенного с эмитентом договора составил отчет об оценке:

размещаемых ценных бумаг;

имущества, являющегося предметом залога по облигациям эмитента, размещаемым с залоговым обеспечением;

□ иного имущества, если проведение такой оценки связано с осуществлением эмиссии ценных бумаг и информация о рыночной стоимости соответствующего имущества, определенной оценщиком, указывается в проспекте ценных бумаг.

Лица, подписавшие или утвердившие проспект ценных бумаг (проголосовавшие за утверждение проспекта ценных бумаг), а также аудиторская организация (организации), составившая аудиторское заключение в отношении бухгалтерской (финансовой) отчетности эмитента и лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, в том числе в отношении их консолидированной финансовой отчетности, которое раскрывается в составе проспекта ценных бумаг, **несут солидарно субсидиарную ответственность за убытки**, причиненные эмитентом инвестору и (или) владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в указанном проспекте и подтвержденной ими недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации

Общая характеристика нормативных показателей ликвидности, финансово-хозяйственной и финансово-экономической деятельности эмитента, которые необходимо раскрывать в проспекте ценных бумаг определена Приказом ФСФР России⁴⁸ и представлена в таблице 4.

Проспект ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров и подписывается единоличным исполнительным органом, главным бухгалтером, аудитором, а в случаях, предусмотренных законом, и независимым оценщиком.

Проспект ценных бумаг иных организационно-правовых форм утверждается лицом, осуществляющим функции исполнительного органа.

Таблица 4

Общая характеристика нормативных показателей в соответствии с Приказом ФСФР России⁴⁹

Характеристика показателей по группам	Нормативные показатели, входящие в группу
Показатели ликвидности	1)собственные оборотные средства, руб. <i>(Собственный капитал - Внеоборотные активы);</i> 2)коэффициент финансовой устойчивости <i>(Заемный капитал/Собственный капитал (с учетом корректировок);</i> 3)коэффициент автономии собственных средств <i>(Собственный капитал/Совокупные активы (с учетом корректировки);</i> 4)обеспеченность запасов собственными оборотными средствами <i>(Собственные оборотные средства/Запасы (с учетом корректировок);</i> 5)индекс постоянного актива. <i>(Оборотные активы/собственный капитал);</i> 6)текущий коэффициент ликвидности <i>(Оборотные активы/Краткосрочные обязательства (с учетом корректировок);</i> 7)быстрый коэффициент ликвидности <i>(Оборотные активы- Запасы)/ краткосрочные обязательства (с учетом корректировок).</i>

⁴⁸ Приказ ФСФР России от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»

<p>Показатели финансово-экономического состояния эмитента</p>	<p>1)стоимость чистых активов, (руб.); 2)отношение заемного и собственного капитала, % (без корректировок); 3)отношение краткосрочных обязательств к собственному капиталу, % (без корректировок); 4)покрытие платежей по обслуживанию долгов, руб. (ЧА+А-Д)/ Обязательства и Проценты, подлежащие уплате в отчетном году); 5)уровень просроченной задолженности, % (Просроченная задолженность/Заемный капитал); 6)оборачиваемость чистых активов, раз. (Выручка от продаж/Стоимость чистых активов); 7)оборачиваемость кредиторской задолженности, раз. (Себестоимость проданных товаров без учета коммерческих и управленческих расходов/ кредиторская задолженность); 8)оборачиваемость дебиторской задолженности, раз; 9)выручка от продаж (Дебиторская задолженность – Задолженность участников по вкладам в уставный капитал); 10)доля налога на прибыль в прибыли до налогообложения, %. (Налог на прибыль/Прибыль до налогообложения).</p>
<p>Показатели финансово-хозяйственной деятельности эмитента</p>	<p>1)выручка, руб.; 2)валовая прибыль, руб. (без учета коммерческих и управленческих расходов); 3)чистая прибыль (нераспределенная прибыль); 4)производительность труда, руб/чел. (Выручка от продаж/Среднесписочная численность работников); 5)фондоотдача, % (100×Чистая прибыль/Балансовая стоимость активов); 6)рентабельность активов, % (100×Чистая прибыль/ Собственный капитал (с учетом корректировок); 7)сумма непокрытого убытка, руб. (Непокрытый убыток прошлых лет и отчетного года); 8)соотношение непокрытого убытка и валюты баланса, (Непокрытый убыток/Валюта баланса).</p>

После регистрации решения о выпуске ценных бумаг и проспекта ценных бумаг эмитент может перейти к следующему этапу эмиссии - размещению.

Количество размещаемых эмиссионных ценных бумаг не должно превышать количество, указанное в учредительных документах и в решении о выпуске ценных бумаг.

Необходимо помнить, что в случае открытой подписки эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг, при этом указав порядок доступа любых заинтересованных лиц к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее 10 тысяч экземпляров.

В случае закрытой подписки, сопровождающейся регистрацией проспекта ценных бумаг, эмитент обязан опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска, при этом указав порядок доступа потенциальных владельцев эмиссионных ценных бумаг к информации в печатном органе массовой информации, распространяемом тиражом не менее 1 тысячи экземпляров.

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить отчет об итогах выпуска ценных бумаг в регистрирующий орган.

Регистрирующий орган вправе остановить процесс выпуска ценных бумаг или объявить выпуск несостоявшимся (то есть аннулировать его государственную регистрацию) в случае, если выпуск осуществлен с нарушением действующего законодательства.

Приостановление и возобновление эмиссии ценных бумаг

Под приостановлением эмиссии ценных бумаг понимается установление регистрирующим органом временного запрета на осуществление действий, связанных с эмиссией ценных бумаг.

Под нарушениями установленной процедуры эмиссии ценных бумаг понимаются действия, которые являются основаниями для отказа регистрирующими органами в государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Эмиссия ценных бумаг может быть приостановлена на любом этапе процедуры эмиссии ценных бумаг до даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг.

Приостановление и возобновление эмиссии ценных бумаг, признание выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся осуществляются по решению Банка России или по решению регистрирующего органа.

Банк России несет ответственность за полноту зарегистрированного им отчета.^{50н}

Необходимо помнить об этом при проведении оценки и учитывать эти риски.

Регистрирующий орган, принявший решение о приостановлении эмиссии ценных бумаг, уведомляет о приостановлении эмиссии ценных бумаг следующих лиц:

- эмитента ценных бумаг;
- андеррайтера ценных бумаг, эмиссия которых приостановлена;
- регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев именных ценных бумаг, эмиссия которых приостановлена;
- организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Возобновление эмиссии ценных бумаг осуществляется по специальному решению регистрирующего органа. Эмиссия ценных бумаг может быть возобновлена только по результатам рассмотрения отчета эмитента об устранении нарушений, повлекших приостановление эмиссии ценных бумаг.

Признание выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг несостоявшимся.

Выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан несостоявшимся на любом этапе процедуры эмиссии ценных бумаг до даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг. Признание выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг осуществляется по решению регистрирующего органа.

Признание выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг недействительным.

Выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан недействительным после государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Выпуск (дополнительный выпуск) эмиссионных ценных бумаг может быть признан недействительным на основании решения суда по иску Банка России, регистрирующего органа или органа, осуществляющего государственную регистрацию юридических лиц, а также по иску участника (акционера) эмитента или владельца эмиссионных ценных бумаг эмитента того же вида, категории (типа), что и эмиссионные ценные бумаги выпуска (дополнительного выпуска).";

Срок исковой давности для признания недействительным выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг составляет три месяца с момента государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг

⁵⁰ Федеральный закон от 2 июля 2013 № 251-ФЗ « О внесении изменений в ФЗ «О банках и банковской деятельности»

Выпуск (дополнительный выпуск) ценных бумаг может быть признан несостоявшимся на любом этапе процедуры эмиссии ценных бумаг до даты государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг. Признание выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг осуществляется по решению регистрирующего органа.

Согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг», недобросовестной эмиссией является нарушение установленной процедуры эмиссии.

Ответственность за ущерб, причиненный эмитентом владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в зарегистрированном проспекте ценных бумаг недостоверной, неполной и или вводящей в заблуждение инвестора информации несет единоличный исполнительный орган эмитента и другие лица, подписавшие проспект ценных бумаг, в том числе и оценщик.

Согласно Кодексу Российской Федерации об административных правонарушениях⁵¹, недобросовестная эмиссия влечет наложение штрафа:

- на должностных лиц эмитента в размере от 10 000 до 30 000 рублей
- на юридических лиц в размере от 500 000 до 700 000 рублей.

Если размер ущерба, причиненного гражданам, организациям или государству, от размещения эмитентом эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию составляет свыше одного миллиона рублей, возникает уголовная ответственность в отношении должностных лиц такого эмитента.

Максимальное уголовное наказание в виде лишения свободы на срок до трех лет возможно за размещение эмиссионных ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию.

Оценщику необходимо помнить, что признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным влечет за собой необходимость возврата всех поступивших средств от размещения ценных бумаг инвесторам и, следовательно, определенные риски при оценке ценных бумаг этого эмитента.

Эту информацию можно получить на сайтах информационных агентств, аккредитованных ФСФР России и на сайте Банка России.

Также оценщику необходимо знать, что в соответствии с ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»⁵² совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами ***до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается***, за исключением случаев, установленных федеральными законами. Таким образом, уже на стадии заключения договора, надо разобраться - являются ли, представленные на оценку, ***ценные бумаги – объектом оценки.***

2.2. Учет и оформление перехода прав собственности на эмиссионные ценные бумаги

Все операции с ценными бумагами после завершения их эмиссии объединяет термином «обращение». Обращение ценных бумаг возможно только на вторичном рынке, когда в качестве отчуждателя выступают инвесторы, а не эмитенты.

Здесь важным моментом является момент перехода права собственности на ценные бумаги.

Эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться как в документарной, так и бездокументарной форме, могут быть именованы или на предъявителя.

⁵¹ Статьи 15, 17 Федерального закона от 09.02.2009 № 9-ФЗ «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях в части усиления административной ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации об акционерных обществах, Обществах с ограниченной ответственностью, о Рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах» и федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части уточнения определения и конкретизации признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг»

⁵² Федеральный закон от 05.03.99 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев предусмотренных федеральными законами.

Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.

В соответствии со ст. 28 ФЗ «О рынке ценных бумаг», права владельцев на эмиссионные ценные бумаги документарной формы выпуска удостоверяются сертификатами (если сертификаты находятся у владельцев), либо сертификатами и записями по счетам депо в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитарию).

Сертификат эмиссионных ценных бумаг - это документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в сертификате количество ценных бумаг⁵³.

Под учетной системой на рынке ценных бумаг понимается совокупность учетных институтов:⁵⁴ организаций, осуществляющих депозитарную деятельность, и организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг. Учетная система на рынке ценных бумаг выполняет функции подтверждения прав на ценные бумаги, а также подтверждения прав, закрепленных ценными бумагами, в целях передачи этих прав и их осуществления.

Учет и оформление перехода прав собственности на эмиссионные ценные бумаги, как впрочем, и на все ценные бумаги, зависит от того, является ли ценная бумага предъявительской или именной⁵⁵.

Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги документарной (предъявительские) формы выпуска удостоверяются сертификатами (если сертификаты находятся у владельца), либо сертификатами и записями по счетам депо в депозитариях (если сертификаты переданы на хранение в депозитарию).

Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги бездокументарной формы (именные) выпуска удостоверяются в системе ведения реестра – записями на лицевых счетах у держателя реестра или в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарию - записями по счетам депо в депозитариях.

Передача прав на предъявительские ценные бумаги осуществляется путем простого вручения документа приобретателю.

Передача прав на именные ценные бумаги требует соблюдения определенных формальностей, что затрудняет их оборот и делает их менее оборотоспособными по сравнению с предъявительскими.

Ст. 29 ФЗ «О рынке ценных бумаг» указывает, что право на именную документарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- **в случае учета прав приобретателя на ценные бумаги в системе ведения реестра** - с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету;
- **в случае учета прав приобретателя на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность**, с депонированием сертификата ценной бумаги у депозитария - с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя.

Что касается вопроса об операциях с бездокументарными ценными бумагами, то ГК РФ и ФЗ «О рынке ценных бумаг» решают его однозначно.

⁵³ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39 ФЗ «О рынке ценных бумаг»

⁵⁴ **Постановление ФКЦБ** от 16 октября 1997 г. N 36. «Об утверждении положения о депозитарной деятельности в российской федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения»

⁵⁵ Статья 7 Постановление ФКЦБ России от 2 октября 1997 г № 27 «Об утверждении положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг».

Главным для определения момента перехода прав к приобретателю является время внесения соответствующей записи по счету депо, либо по счету приобретателя в системе ведения реестра.

Деятельность по ведению реестра.

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.⁵⁶

Деятельность по ведению реестра включает в себя:

- ведение лицевых счетов зарегистрированных лиц;
- ведение учета ценных бумаг на эмиссионном и лицевом счете эмитента;
- ведение регистрационного журнала отдельно по каждому эмитенту по всем ценным бумагам эмитента;
- хранение и учет документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр;
- учет запросов, полученных от зарегистрированных лиц, и ответов по ним;
- учет начисленных доходов по ценным бумагам.

Реестр владельцев ценных бумаг (далее - реестр) - формируемая на определенный момент времени система записей о лицах, которым открыты лицевые счета (далее - зарегистрированные лица), записей о ценных бумагах, учитываемых на указанных счетах, записей об обременении ценных бумаг и иных записей в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Для ценных бумаг на предъявителя реестр не ведется.

Держатель реестра осуществляет свою деятельность в соответствии с федеральными законами, нормативными правовыми актами регулятора по рынку ценных бумаг, а также с правилами ведения реестра, которые обязан утвердить держатель реестра.

Передача прав на бездокументарные ценные бумаги от отчуждателя к приобретателю осуществляется посредством списания бездокументарных ценных бумаг со счета лица, совершившего ее отчуждение, и зачисления их на счет приобретателя на основании данного распоряжения лицом, совершившим отчуждение.

Солидарную ответственность за убытки, причиненные в результате нарушения порядка учета прав, порядка совершения операций по счетам, утраты учетных данных, предоставления недостоверной информации об учетных данных, несут лицо, выпустившее бездокументарную ценную бумагу, и **лицо, осуществляющее по его поручению учет прав на такие ценные бумаги.**

Такие лица должны быть указаны в решении о выпуске ценной бумаги или в ином предусмотренном законом акте лица, выпустившего ее.

Держатель реестра составляет на определенную дату список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, содержащий

- сведения о владельцах ценных бумаг, а также об иных лицах, которые в соответствии с федеральными законами осуществляют права по ценным бумагам;
- сведения о количестве ценных бумаг, принадлежащих лицам, включенным в указанный список, а также иные сведения в соответствии с требованиями, установленными федеральными законами и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В список лиц также включается:

⁵⁶Федеральный закон от 7 декабря 2011 № 415-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона « О центральном депозитарии»

- учредитель доверительного управления включается в список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, если сведения о нем предоставлены управляющим.
- лицо, которому открыт депозитный лицевой счет (депозитный счет депо), включается в список лиц, имеющих право на получение доходов и иных выплат по ценным бумагам.

Держателем реестра могут быть только лица, имеющие соответствующую лицензию (регистратор) на основании договора с эмитентом.

Выделяют следующие виды зарегистрированных лиц:

- **лицевой счет владельца** (осуществляется учет прав собственности и иных вещных прав на ценные бумаги);
- **лицевой счет доверительного управляющего** (осуществляется учет прав управляющего в отношении ценных бумаг, находящихся в доверительном управлении);
- **лицевой счет номинального держателя** (осуществляется учет прав на ценные бумаги, в отношении которых депозитарий (номинальный держатель) не является их владельцем и осуществляет их учет в интересах своих депонентов);
- **лицевой депозитный счет** (осуществляется учет прав на ценные бумаги, переданные в депозит нотариуса или суда);
- **казначейский лицевой счет эмитента** (осуществляется учет прав эмитента, лица, обязанного по ценным бумагам, на выпущенные (выданные) им ценные бумаги);
- **лицевой счет номинального держателя Центрального депозитария**
- иные счета, предусмотренные федеральными законами.

Порядок открытия и ведения лицевых счетов, а также иных счетов определяется нормативно-правовым актом регулятора рынка ценных бумаг.⁵⁷ Зарегистрированные лица обязаны соблюдать предусмотренные правилами ведения реестра требования к предоставлению информации и документов держателю реестра.

Держатель реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг также открывает эмиссионный счет и может открыть счет неустановленных лиц, которые не предназначены для учета прав на ценные бумаги.

Держатель реестра обязан по требованию зарегистрированного лица предоставить выписку из реестра по его лицевому счету в течение трех рабочих дней.

Выписка из реестра должна содержать установленную нормативными правовыми актами ФСФР России информацию на дату, указанную в этой выписке. При размещении ценных бумаг выписка из реестра предоставляется владельцу ценных бумаг бесплатно.

Важным институтом в системе ведения реестра является номинальный держатель ценных бумаг. Определение данного понятия в ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг».

«Номинальный держатель ценных бумаг - депозитарий, на лицевом счете (счете депо) которого учитываются права на ценные бумаги, принадлежащие иным лицам. В случаях, предусмотренных федеральными законами, номинальным держателем ценных бумаг в реестре может быть только центральный депозитарий.

Номинальный держатель ценных бумаг обязан по требованию лица, у которого ему открыт лицевой счет (счет депо) номинального держателя ценных бумаг, представить этому лицу составленный на определенную дату список, содержащий сведения:

⁵⁷ Постановление ФКЦБ России от 2 ОКТЯБРЯ 1997 № 27 «Об утверждении положения о ведении реестра именных ценных бумаг»

- 1) о своих депонентах, подлежащих включению в список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, в том числе об учредителях доверительного управления, представленных управляющим в случаях, предусмотренных Федеральным законом⁵⁸;
- 2) о лицах, подлежащих включению в список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, полученные номинальным держателем от своих депонентов;
- 3) о количестве ценных бумаг, принадлежащих лицам, включенным в список;
- 4) иные сведения в соответствии с требованиями, установленными федеральными законами и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Номинальный держатель предоставляет также информацию о номинальных держателях, об иностранных номинальных держателях, не предоставивших сведения, подлежащие включению в список, а также о ценных бумагах, учтенных номинальными держателями на счетах *неустановленных лиц*.

Список всех владельцев ценных бумаг и иных лиц, которые в соответствии с федеральными законами осуществляют права по ценным бумагам, представляется держателю реестра *в течение пяти рабочих дней* после дня направления соответствующего требования держателем реестра.

Держатели реестра могут открывать и вести счета, которые не предназначены для учета прав на ценные бумаги, в том числе:

- эмиссионный счет (счет открываемый эмитенту(эмиссионный счет), для зачисления на него ценных бумаг, выпуск, которых зарегистрирован в установленном порядке и их последующего списания при размещении погашении);
- счет неустановленных лиц.

Кроме того, в реестре так же должна содержаться информация:

- об эмитенте;
- о регистраторе;
- о всех выпусках ценных бумаг эмитента;
- о зарегистрированных лицах, виде, количестве, категории, номинальной стоимости, индивидуальном государственном регистрационном номере выпусков ценных бумаг, учитываемых на их лицевых счетах и об операциях по лицевым счетам.

Информация об эмитенте содержит:

- полное наименование;
- краткое наименование;
- наименование государственного органа, осуществившего регистрацию эмитента;
- номер и дата государственной регистрации эмитента;
- место нахождения, почтовый адрес;
- размер уставного капитала;
- номер телефона, факса;
- руководитель исполнительного органа эмитента;
- ИНН.

К информации о каждом выпуске ценных бумаг эмитента относится:

- дата государственной регистрации и государственный номер выпуска ценных бумаг, наименование регистрирующего органа, осуществившего государственную регистрацию выпуска ценных бумаг;
- вид, категория ценных бумаг;

⁵⁸ Федеральный закон Российской Федерации от 21 ноября 2011 г. N 327-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "Об организованных торгах"

- номинальная стоимость одной ценной бумаги;
- количество ценных бумаг;
- форма выпуска ценных бумаг;
- размер дивиденда или процента.

Для ведения реестра регистратор использует следующие документы:

- анкету зарегистрированного лица;
- передаточное распоряжение;
- залоговое распоряжение;
- выписку из реестра;
- журнал учета входящих документов;
- регистрационный журнал.

Передаточное распоряжение содержит указание регистратору внести в реестр запись о переходе прав собственности на ценные бумаги. Передаточное распоряжение должно быть подписано зарегистрированным лицом, передающим ценные бумаги, или его уполномоченным представителем.

В залоговом распоряжении содержится указание регистратору внести в реестр запись о залоге или о прекращении залога.

Сверка подписи зарегистрированного лица на распоряжениях, предоставляемых регистратору, осуществляется посредством сличения подписи зарегистрированного лица с имеющимся у регистратора образцом подписи в анкете зарегистрированного лица.

Регистратор обязан внести изменения в реестр независимо от того, зарегистрирована сделка профессиональным участником или нет.

Однако если сделка совершена не профессиональным участником рынка ценных бумаг, реестродержателю, помимо передаточного распоряжения, предоставляется еще и договор (копия).

Если права на ценные бумаги переходят в результате иных действий или событий, требуется предоставление *документов, подтверждающих факт перехода права собственности* на ценные бумаги в результате этих действий и событий. Такими документами могут быть: подлинник или нотариально удостоверенная копия свидетельства о праве на наследство, копия решения суда, вступившего в законную силу, заверенная судом и др.

При отсутствии у регистратора претензий к перечню и надлежащему оформлению представленных документов он вносит в реестр запись о переходе прав на ценные бумаги от отчуждателя к приобретателю. Это действие должно быть совершено **не позднее трех дней** с момента представления регистратору документов.

Заключать договоры купли - продажи эмиссионных ценных бумаг могут как предприниматели, так и иные лица, не занимающиеся предпринимательской деятельностью. Однако если деятельность по покупке или продаже ценных бумаг носит постоянный, систематический характер, то заниматься ею могут только профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента.

Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска удостоверяются в системе ведения реестра – записями на лицевых счетах у держателя реестра.

Важным правоподтверждающим документом⁵⁹ для оценщика из системы ведения реестра является выписка из реестра акционеров.

Согласно статье 8 ФЗ «О рынке ценных бумаг» выписка из системы ведения реестра это 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.

⁵⁹ Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г № 254 Об утверждении федерального стандарта оценки «требования к отчету об оценке(ФСО-№3)»

Таким образом, *выписка из системы ведения реестра не является ценной бумагой, это информационный документ*, который удостоверяет запись ценных бумаг в реестре акционеров на зарегистрированное лицо на определенную дату и иную информацию.

Выписка из системы ведения реестра выдается эмитентом или регистратором зарегистрированному лицу по его требованию на любую дату⁶⁰.

Лицо, выдавшее указанную выписку, несет ответственность за полноту и достоверность сведений, содержащихся в ней.

Выписка из реестра должна содержать следующие данные:

- полное наименование эмитента, место нахождения эмитента, наименование органа, осуществившего регистрацию, номер и дата регистрации;
- ФИО (полное наименование) зарегистрированного лица;
- дата, на которую выписка из реестра подтверждает записи о ценных бумагах, учитываемых на лицевом счете зарегистрированного лица, с указанием количества ценных бумаг, обремененных обязательствами или в отношении которых осуществлено блокирование операций;
- вид зарегистрированного лица (владелец, номинальный держатель, доверительный управляющий, залогодержатель);
- полное наименование регистратора;
- наименование органа, осуществившего регистрацию;
- номер и дата регистрации;
- место нахождения и телефон регистратора;
- указание на то, что выписка не является ценной бумагой;
- печать и подпись должностного лица регистратора.

Выписка из реестра предоставляется регистратором по распоряжению зарегистрированного лица или его уполномоченного представителя в течение пяти рабочих дней.

Оценщику необходимо запросить выписку из реестра акционеров у заказчика при заключении договора на оценку ценных бумаг, с целью удостоверения прав на ценную бумагу. Именно из этого документа оценщик может почерпнуть информацию о ценных бумагах еще до начала заключения договора.

Выписка из системы ведения реестра должна содержать отметку о всех ограничениях или фактах обременения ценных бумаг, на которые выдается выписка, обязательствами, зафиксированными на дату составления в системе ведения реестра⁶¹.

Выписки из системы ведения реестра, оформленные при размещении ценных бумаг, выдаются владельцам бесплатно.

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

Для получения иной информации из реестра обратившееся лицо предоставляет регистратору распоряжение на выдачу информации из реестра.

В число лиц, имеющих право на получение информации из реестра, входят: эмитент, зарегистрированные лица, уполномоченные представители государственных органов.

Информация из реестра предоставляется в письменной форме в течение десяти дней по письменному запросу.

Зарегистрированные лица имеют право получить информацию:

- о внесенной в реестр информации о нем и учитываемых на его лицевом счете ценных бумагах,
- всех записях на его лицевом счете;
- процентном соотношении общего количества принадлежащих ему ценных бумаг к уставному капиталу эмитента и общему количеству ценных бумаг данной категории (типа);
- эмитенте, его учредителях,
- о размере объявленного и оплаченного уставного капитала, регистраторе, других данных в соответствии с законодательством РФ.

По требованию зарегистрированного лица регистратор обязан также предоставить ему справку об операциях по его лицевому счету за любой указанный период времени.

⁶⁰ См. Приложение 6

⁶¹ Приложение 6.

В справке должно быть указано:

- номер записи в регистрационном журнале;
- дата получения документа;
- дата исполнения операции;
- тип операции;
- основание для внесения записи в реестр;
- количество, государственный регистрационный номер выпуска ценных бумаг, вид, категория(тип) ценных бумаг;
- номер лицевого счета, фамилия, имя, отчество (полное наименование) лица, передающего ценные бумаги;
- номер лицевого счета, фамилия, имя, отчество (полное наименование) лица, на лицевой счет которого должны быть зачислены ценные бумаги.

Также зарегистрированное лицо может получить справку о наличии на его счете указанного в распоряжении количества ценных бумаг определенного вида, категории (типа) при условии, что это количество не превышает, учитываемых на его лицевом счете.

Регистратор обязан предоставить зарегистрированным в реестре владельцам и номинальным держателям ценных бумаг, владеющим более чем 1% голосующих акций эмитента, данные из реестра об именах владельцев (полном наименовании) владельцев, количестве, категории (типе) и номинальной стоимости принадлежащих им ценных бумаг.

Регистратор также обязан доводить до зарегистрированных лиц информацию, предоставляемую эмитентом и информировать о правах, закрепленных ценными бумагами, и о способах и порядке их осуществления.

Информация об утраченных учетных записях, удостоверяющих права на бездокументарные ценные бумаги, должна быть незамедлительно опубликована лицом, осуществляющим учет прав, в СМИ, в которых подлежат опубликованию сведения о банкротстве (например, в газете "Коммерсантъ"), и далее следует обратиться в суд с заявлением о восстановлении данных учета прав в порядке, установленном процессуальным законодательством.

Депозитарная деятельность.

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги⁶².

Объектами депозитарной деятельности являются:

- ценные бумаги, выпущенные резидентами Российской Федерации в соответствии с требованиями федеральных законов и иных нормативных правовых актов;
- ценные бумаги, выпущенные нерезидентами в соответствии с законодательством государства, в юрисдикции которого они находятся, если это не противоречит требованиям федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации.

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

Депозитарная деятельность включает в себя обязательное предоставление клиентам (депонентам) услуг по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, учету и удостоверению передачи ценных бумаг, включая случаи обременения ценных бумаг обязательствами. Передача сертификатов ценных бумаг на хранение в депозитарий, сопровождающаяся учетом и удостоверением прав на указанные ценные бумаги в депозитарии, влечет за собой изменение способа удостоверения прав на ценные бумаги: удостоверение прав с помощью сертификата заменяется на удостоверение прав с помощью записи на счете депо, открытом в депозитарии.

⁶² Постановление ФКЦБ от 16 октября 1997 г. № 36 «Об утверждении Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации»

Передача ценных бумаг клиентом депозитарию и заключение депозитарного договора не влекут за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги клиента.

Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами клиента, а также осуществлять права по ценным бумагам, иначе как по письменному поручению клиента или уполномоченного им лица, включая попечителя счета, выдаваемому в порядке, предусмотренном депозитарным договором.

Предметом депозитарного договора является предоставление депозитарием клиенту услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, учету и удостоверению прав на ценные бумаги путем открытия и ведения депозитарием счета депо клиента, осуществления операций по этому счету. Предметом депозитарного договора является также оказание депозитарием услуг, содействующих реализации владельцами ценных бумаг прав по принадлежащим им ценным бумагам.

Депозитарная деятельность осуществляется в соответствии с Постановлением ФКЦБ России⁶³ и Письмом ФКЦБ России⁶⁴.

Учет прав депонентов на ценные бумаги в депозитарии может проводиться открытым, закрытым или маркированным способом.

При открытом способе учета депонент может давать поручения депозитарию только по отношению к определенному количеству ценных бумаг, учитываемых на счете депо, без указания их индивидуальных признаков (таких, как номер, серия, разряд) и индивидуальных признаков удостоверяющих их сертификатов.

При закрытом способе учета депозитарий обязуется принимать и исполнять поручения депонента в отношении любой конкретной ценной бумаги, учтенной на его счете депо, или ценных бумаг, учтенных на его счете депо и удостоверенных конкретным сертификатом.

При маркированном способе учета депонент, отдавая поручение, кроме количества ценных бумаг указывает признак группы, к которой отнесены данные ценные бумаги или их сертификаты. Группы, на которые разбиваются ценные бумаги данного выпуска, могут определяться условиями выпуска или особенностями хранения конкретных групп ценных бумаг и (или) удостоверяющих их сертификатов.

Депозитарий вправе самостоятельно определить применяемые им способы удостоверения прав на ценные бумаги, если только использование конкретного способа не является обязательным условием организации учета выпуска ценных бумаг, обслуживаемого депозитарием.

К материалам депозитарного учета относятся:

- поручения, служащие основанием для выполнения депозитарных операций;
- учетные регистры депозитария (анкеты и журналы);
- выписки⁶⁵ и отчеты — документы депозитария, содержащие информацию о результатах исполнения поручений и о состоянии учетных регистров депозитария.

Депозитарный учет ценных бумаг ведется в штуках. Дополнительно допускается учет ценных бумаг в тех единицах, в которых определена номинальная стоимость ценных бумаг данного выпуска, а также отражение *рыночной стоимости ценных бумаг*, удостоверение прав на которые осуществляется депозитарием.

В целях корректного ведения депозитарного учета одной ценной бумагой (одной штукой) следует считать минимальный номинал обращающихся ценных бумаг данного выпуска, если иное не определено условиями их выпуска.

⁶³ Постановление ФКЦБ от 16 октября 1997 г. № 36 «Об утверждении Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации»

⁶⁴ Письмо ФКЦБ № ИБ-09/2176 от 26 апреля 1999 г. «Об осуществлении функций номинального держателя профессиональными участниками рынка ценных бумаг»

⁶⁵ Приложение 5

В состав материалов депозитарного учета включены следующие учетные регистры:

- операционный журнал счета депо;
- анкета счета депо;
- анкета клиента (депонента);
- анкета выпуска ценных бумаг;
- журнал принятых поручений;
- журнал операций;
- журнал отправленных отчетов и выписок.

Клиентам (депонентам) предоставляются выписки двух типов:

- о состоянии счета на дату, указанную в запросе;
- о проведенных операциях.

Выписки первого типа могут быть нескольких видов:

- по одному виду ценных бумаг;
- по всем видам ценных бумаг одного эмитента;
- по наличию конкретного количества ценных бумаг определенного вида.

Выписки второго типа могут быть:

- по единичной операции;
- за определенный период.

Депозитарий должен предоставить выписку в сроки, установленные регламентом депозитария, но не позднее трех дней после поступления соответствующего запроса.

Основаниями для предоставления выписки являются:

- запрос клиента (депонента) или лица, им уполномоченного;
- запрос должностных лиц государственных или иных органов в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации.

Информация, содержащаяся в выписке, должна строго соответствовать записям по счетам депо и запросу клиента (депонента).

Выписка по счету депо является правоподтверждающим документом на ценные бумаги, учитываемые в депозитарии.

Для учета прав на ценные бумаги депозитарии могут открывать все счета открываемые регистратором, а также дополнительные счета⁶⁶:

Счет депо иностранного номинального держателя (может быть открыт иностранной организации с местом учреждения в государствах, определенных в Федеральном Законе «О рынке ценных бумаг», действующей в интересах других лиц, если такая организация в соответствии с ее личным законом вправе осуществлять учет и переход прав на ценные бумаги);

Счет депо иностранного уполномоченного держателя (может быть открыт иностранной организации с местом учреждения в государствах, указанных в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» и если такая организация в соответствии с личным законом вправе, не являясь собственником ценных бумаг, осуществлять от своего имени и в интересах других лиц любые юридические и фактические действия с ценными бумагами, а также осуществлять права по ценным бумагам. Иностраный уполномоченный держатель ценных бумаг осуществляет права, закрепленные ценной бумагой);

⁶⁶ Приказ ФСФР России от 30 августа 2012 № 12-78/пз-н « Об утверждении Порядка открытия и ведения депозитариями счетов депо и иных счетов»

Счет депо депозитарных программ (может быть открыт только в российской депозитарии, которому открыт счет депо номинального держателя в центральной депозитарии).

4) *торговый счет депо*⁶⁷;

5) *клиринговый счет депо*;

6) *транзитный счет депо*.

Иностраный номинальный держатель обязан предоставлять депозитарию информацию о владельцах ценных бумаг и лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, учтенных на счете депо иностранного номинального держателя, в случаях, порядке и сроки, которые предусмотрены федеральными законами и нормативными правовыми актами ФСФР России для номинальных держателей.

Лицо, которому открыт счет депо депозитарных программ, осуществляет право на участие в общем собрании акционеров по акциям, права, в отношении которых удостоверяются ценными бумагами иностранного эмитента, принадлежащими владельцам, давшим указания голосовать определенным образом на общем собрании акционеров. *При этом право на участие в общем собрании осуществляется только при условии предоставления российскому эмитенту информации о владельцах ценных бумаг иностранного эмитента с указанием количества акций.*

Если не открыт счет депозитарных программ, то это лицо не включается в список лиц, имеющих право получения дивидендов, подлежащих выплате по акциям, права в отношении которых удостоверяются ценными бумагами иностранного эмитента, а выплата дивидендов осуществляется только лицу, которому открыт счет депо депозитарных программ, и только по акциям, права в отношении которых удостоверяются ценными бумагами иностранного эмитента, информация о владельцах которых предоставлена эмитенту акций.

Требования к порядку предоставления лицом, которому открыт счет депо депозитарных программ, информации о владельцах ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении акций российского эмитента, а также о количестве принадлежащих им ценных бумаг иностранного эмитента устанавливаются нормативными правовыми актами ФСФР России.

Счет депо может быть открыт на основании депозитарного договора и если порядок их открытия и ведения определен в условиях осуществления депозитарной деятельности, утвержденных депозитарием.

Российский эмитент обязан *не реже одного раза в квартал* составлять список владельцев ценных бумаг иностранного эмитента.

Иностраный номинальный держатель, иностранный уполномоченный держатель обязаны предоставлять информацию соответственно о владельцах ценных бумаг, лицах, в интересах которых иностранный уполномоченный держатель осуществляет владение ценными бумагами, по требованию эмитента, судов, арбитражных судов (судей), Банка России, а при наличии согласия руководителя следственного органа - по требованию органов предварительного следствия по делам, находящимся в их производстве, а также органов внутренних дел при осуществлении ими функций по выявлению, предупреждению и пресечению преступлений в сфере экономики. При этом эмитент вправе требовать предоставления указанной информации, если это необходимо для исполнения требований законодательства Российской Федерации.

Держатели реестра и депозитарии обязаны обеспечить конфиденциальность информации о лице, которому открыт лицевой счет (счет депо), а также информации о таком счете, включая операции по нему.

"В случае размещения акций при учреждении акционерного общества зачисление акций на счета депо осуществляется по состоянию на дату государственной регистрации акционерного общества, созданного путем учреждения.

В случае размещения эмиссионных ценных бумаг путем конвертации в них других ценных бумаг при реорганизации зачисление эмиссионных ценных бумаг на счета депо или на счет неустановленных лиц осуществляется по состоянию на дату государственной регистрации эмитента,

⁶⁷ В соответствии со статьей 15 ФЗ от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»

созданного в результате реорганизации, а в случае реорганизации в форме присоединения - на дату внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного эмитента.";

Оценщику необходимо помнить, что сведения из реестра и депозитария могут быть предоставлены только лицу, которому открыт счет зарегистрированного лица, или его представителю, а также иным лицам в соответствии с федеральными законами.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое эмиссия ценных бумаг?
2. Кто несет ответственность за исполнение обязательств, удостоверенных эмиссионной ценной бумагой?
3. Кем регистрируется решение о выпуске ценных бумаг?
4. Назовите способы размещения акций общества в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах?
5. Какой документ является правоустанавливающим для эмиссионных ценных бумаг?
6. Что удостоверяет выписка из реестра акционеров?
7. В каких случаях обязательно регистрировать проспект ценных бумаг?
8. Какая информация в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» должна содержаться в проспекте ценных бумаг?
9. Укажите случаи недобросовестной эмиссии?
10. Где и как удостоверяются права на бездокументарные именные ценные бумаги?

Тесты для самопроверки:

1. Установленная Законом «О рынке ценных бумаг» последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг называется:
 - 1) эмиссией ценных бумаг;
 - 2) выпуском эмиссионных ценных бумаг;
 - 3) размещением эмиссионных ценных бумаг.
2. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» эмитентами могут являться:
 - 1) физическое лицо;
 - 2) юридическое лицо;
 - 3) орган исполнительной власти.
3. За исполнение обязательств, удостоверяемых эмиссионной ценной бумагой, несет ответственность:
 - 1) эмитент;
 - 2) должностные лица органов управления эмитента, на которые уставом и (или) учредительными документами возложена обязанность отвечать за полноту и достоверность информации, содержащейся в документах, поданных для регистрации выпуска ценных бумаг;

3) орган, осуществивший регистрацию выпуска ценных бумаг.

4. По истечении какого срока с момента государственной регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг аннулируется индивидуальный номер (код) дополнительного выпуска?

- 1) 1 месяц;
- 2) 3 месяца;
- 3) 6 месяцев.

5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг совпадает с государственной регистрацией выпуска эмиссионных ценных бумаг в случае размещения:

- 1) эмиссионных ценных бумаг посредством подписки;
- 2) биржевых облигаций;
- 3) ценных бумаг при реорганизации юридических лиц в форме преобразования.

6. Размещение акций осуществляется:

- 1) посредством распределения среди учредителей при учреждении общества;
- 2) посредством конвертации в акции иных ценных бумаг общества;
- 3) посредством распределения среди акционеров при уменьшении уставного капитала.

7. Решением о выпуске ценных бумаг является документ:

1) содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой;

2) содержащий информацию, состав и объем которой соответствует требованиям Закона о рынке ценных бумаг, предъявляемым к проспекту ценных бумаг, за исключением информации о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг.

3) содержащий требование о внесении записи в реестр и (или) предоставлении информации из реестра владельцем ценных бумаг.

8. Какая информация в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» должна содержаться в проспекте ценных бумаг?

- 1) сведения о работниках;
- 2) сведения об участниках (акционерах) эмитента, владеющих не менее чем 1% его уставного (складочного) капитала;
- 3) информация о планах будущей деятельности.

9. Проспект ценных бумаг акционерного общества подписывается:

- 1) единоличным исполнительным органом общества;

- 2) членами совета директоров;
- 3) аудитором.

10. Из какого документа оценщик может получить информацию о финансово-хозяйственной деятельности общества:

- 1) бухгалтерского баланса;
- 2) проспекта ценных бумаг;
- 3) решения о выпуске.

Глава 3. Правовые основы оценки ценных бумаг

3.1. Нормативно-правовая база оценки ценных бумаг в России.

Правовая основа деятельности оценщика по оценке ценных бумаг определена в Федеральном законе «Об оценочной деятельности Российской Федерации»⁶⁸, а также приказами Минэкономразвития России:

1. Приказ Минэкономки России от 20 июля 2007 № 256 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки» (ФСО № 1);

2. Приказ Минэкономки России от 20 июля 2007 № 255 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО № 2);

3. Приказ Минэкономки России от 20 июля 2007 № 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке» (ФСО № 3);

4. Приказ Минэкономразвития России от 29 сентября 2006 № 303 «Об утверждении Положения о порядке проведения экспертизы отчета об оценке ценных бумаг, требованиях о порядке выбора саморегулируемой организации оценщиков, осуществляющих проведение экспертизы».

5. Приказ Минэкономразвития России от 4 июля 2011 г № 328 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО-5)»

6. Приказ Минэкономразвития России от 7 ноября 2011 № 628 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков (ФСО№ 6)».

5. Приказ Минэкономразвития России от 29 сентября 2006 г. № 303 «Об утверждении Положения о порядке проведения экспертизы отчета об оценке ценных бумаг, требованиях о порядке выбора саморегулируемой организации оценщиков, осуществляющих проведение экспертизы» и др.

Основой оценки стоимости ценных бумаг является действующее законодательство по ценным бумагам: международные договоры Российской Федерации по ценным бумагам⁶⁹, Конституция РФ, Гражданский кодекс РФ, Арбитражно-процессуальный кодекс, Налоговый кодекс РФ, Федеральные законы, Постановления Правительства Российской Федерации, Приказы Минэкономразвития России, нормативно - правовые акты Банка России.

Конституцией РФ (статья 71) установлено, что в ведении Российской Федерации находятся установление правовых основ единого рынка, финансовое регулирование.

Федеральные конституционные законы:

«О Правительстве Российской Федерации» от 17 декабря 1997 года « 2-ФКЗ – установлено, что в сфере финансовой политики Правительство Российской Федерации уполномочено принимать меры по регулированию рынка ценных бумаг».

Кодексы

Гражданский Кодекс РФ (ГК РФ) от 30.11.1994 N 51-ФЗ – устанавливает в сфере финансового рынка положения о лицах, объектах гражданских прав, сделках, представительстве, о праве собственности и иных вещных правах. Определяет обязательственные права.

Арбитражный процессуальный кодекс РФ (АПК РФ) от 24.07.2002 N 95-ФЗ – стоит на страже правосудия в сфере предпринимательской и иной экономической деятельности.

Налоговый кодекс РФ (НК РФ) часть 1 от 31.07.1998 N 146-ФЗ о налогообложении операций с ценными бумагами, определение налоговой базы профессиональных участников.

⁶⁸ Федеральный закон «Об оценочной деятельности» от 29.07.1998 № 135-ФЗ

⁶⁹ Федеральный закон от 15 июля 1995 № 101-ФЗ «О международных договорах Российской Федерации» (если международным договором установлены иные правила, чем предусмотренные законом, то применяются правила международного договора)

Указы Президента Российской Федерации

Указ Президента Российской Федерации от 21 мая 2012 г. № 636 «Вопросы структуры федеральных органов исполнительной власти».

Указ Президента Российской Федерации от 25 июля 2013 № 645 « Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации»

Федеральные законы:

« О внесении изменений в подраздел 3 раздела 1 части первой гражданского Кодекса РФ» от 2 июля 2013 г № 142-ФЗ

«О внесении изменений в ФЗ «О банках и банковской деятельности» от 2 июля 2013 г № 251 – о передачи полномочий ФСФР России Банку России.

«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 29.12 2012 № 282-ФЗ

«О рынке ценных бумаг», от 22 апреля 1996 № 39-ФЗ - регулирует основные процессы профессиональной деятельности, формирует понятия, дает характеристику роли, значения и механизма действия фондового рынка, ФСФР России и её региональных представителей, а также характеризует понятие раскрытия информации и ответственности на рынке ценных бумаг, предусматривает возможность регулирования на основе международных договоров следующих вопросов : обмен конфиденциальной информацией, допуск к размещению и публичному обращению в Российской Федерации ценных бумаг иностранных эмитентов.

«Об акционерных обществах», от 26.12.1995 №208-ФЗ - регламентирует деятельность акционерного общества на рынке ценных бумаг. Он дает характеристику возможного содержания ряда фондовых операций акционерного общества, определяет права и обязанности владельцев акций, облигаций, правила регистрации ценных бумаг и некоторые вопросы определения рыночной стоимости акций.

«О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 № 46-ФЗ - регламентирует вопросы раскрытия информации и порядок защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг, установил, что независимый оценщик и аудитор, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарно с иными лицами, подписавшими проспект эмиссии, субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб, причиненный инвестору эмитентом, вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной и (или) вводящей в заблуждение инвестора информации и подтвержденной ими.

«О переводном и простом векселе» от 11.03.1997 № 48-ФЗ - согласно ему на территории Российской Федерации применяется постановление ЦИК и СНК от 7 августа 1937 г. «О введении в действие Положения о простом и переводном векселе», регламентирует деятельность, связанную с векселями, дает понятие векселя, понятие оборота и т.д. ФЗ еще раз подчеркнул, что вексель строго письменная ценная бумага, составленная на бумажном носителе, а потому не может быть бездокументарных векселей. Определение векселя содержится и в ст. 815 ГК РФ.

«Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 № 102-ФЗ - именно с этим законом связано возрождение такой ценной бумаги как закладная. В ГК РФ нет указаний на закладную как ценную бумагу. Определение её дано в Законе. Передача прав по закладной осуществляется путем заключения сделки в простой письменной форме, при этом лицо, передающее право по закладной производит на закладной отметку о новом владельце.

«Об особенностях эмиссии и обращении государственных и муниципальных ценных бумаг» от 15.07.1998 № 31-ФЗ, устанавливает правовое регулирование ценных бумаг, эмитентом которых выступает Российская федерация, субъекты федерации и муниципальные образования. В законе четко установлено, что срок погашения государственного займа не должен превышать 30 лет, краткосрочных 1 года, среднесрочных от 1 года до 5 лет и долгосрочных от 5 до 30 лет. Долговые обязательства муниципального образования погашаются в сроки, не превышающие 10 лет. В ФЗ также установлено, что предельные объемы государственного внутреннего долга, в том числе и

государственных ценных бумаг, которые могут быть выпущены в течение года и которые остаются на конец года, утверждаются вместе с бюджетом на соответствующий год. В законе также установлено правило, что ценные бумаги, эмитированные третьими лицами, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, субъектом федерации, муниципальным образованием, не являются государственными или муниципальными ценными бумагами. Следовательно, правовое регулирование по госзайму осуществляется не только ГК РФ, вышеназванным законом, но и Бюджетным кодексом РФ.

«О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21.12.2001 № 178-ФЗ - дает понятие «Золотой акции», рассматривает вопросы приватизации и регулирования продажи ценных бумаг, принадлежащих Российской Федерации .

«Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ - регулирует отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты. Дается понятие инвестиционного фонда. Инвестиционный фонд - находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляется управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления. Исключительным видом деятельности этого фонда является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные в вышеназванном законе. Фонд не вправе заниматься другими видами деятельности. В этом же законе дается определение паевого инвестиционного фонда, управляющей компании и все моменты, связанные с их деятельностью.

«Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ - ввел понятия «ипотечные ценные бумаги», «облигации с ипотечным покрытием», «ипотечный сертификат участия».

«О защите конкуренции» от 26.07.2006 № 135-ФЗ - по новому раскрывает понятие группы лиц, существенно расширяет круг лиц, занимающих доминирующее положение на рынке определенного товара; раскрывает порядок предоставления государственной и муниципальной помощи, порядок согласования слияний и реорганизаций коммерческих организаций. Обязанность запрашивать согласие антимонопольного органа на создание коммерческой организации, дает определение хозяйствующих субъектов.

« Об организованных торгах» от 22.11.2011 № 325 –ФЗ систематизирована и уточнена действующая нормативная база, регулирующая деятельность бирж и организаторов торгов, в том числе определена единая терминология, применяемая в данной сфере.

«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «Об организованных торгах» от 21.11.2011 № 327-ФЗ. В ряд законодательных актов, в ФЗ « Об оценочной деятельности в РФ», ФЗ «О рынке ценных бумаг», ФЗ «Об акционерных обществах» внесены изменения и уточнена терминология. Организации, имеющие на 1 января 2013 года лицензии организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в том числе лицензии фондовых бирж, а также лицензии товарных и валютных бирж, обязаны получить или прекратить осуществление деятельности организатора торговли до 1 января 2014 года.

«О клиринге и клиринговой деятельности» от 07.02.2011 №7-ФЗ устанавливает правовые основы осуществления клиринга, государственного контроля за его осуществлением.

«О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» от 27 июля 2012 г. № 224-ФЗ. Согласно этому закону, оценщики, составившие отчет по ценным бумагам эмитента, обращающихся на организованном рынке, попадают под понятие инсайдер, как лица, имеющие доступ к инсайдерской информации и как лица, имеющие доступ к информации о направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении акций и, соответственно, несут все последствия, определенные Законом об инсайте и нормативными правовыми актами ФСФР России.

«О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» от 07.08.2001 № 115-ФЗ

«О центральном депозитарии» от 07.12.2011 № 414-ФЗ и Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 415-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием федерального закона «О центральном депозитарии» определили понятия правоподтверждающих документов на объекта оценки . В частности, изменился состав счетов, которые могут быть открыты депозитариями и держателями реестра

Федеральный закон от 02.12.90 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» регулирует выпуск ценных бумаг кредитных организаций.

Федеральный закон Российской Федерации от 18 июля 2009 № 181-ФЗ «Об использовании

государственных ценных бумаг Российской Федерации для повышения капитализации банков»

Постановления Правительства

Постановление Правительства Российской Федерации от 05.02.2013 № 88 «Об утверждении стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах Российской Федерации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг Российской Федерации и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг».

Постановление Правительства Российской Федерации от 05.06.2008 № 432 «О Федеральном агентстве по управлению государственным имуществом». Управление и контроль за федеральной собственностью, в том числе и акциями, принадлежащими Российской Федерации, а также продажа акций.

Постановление Правительства РФ от 15.07.2013 N 600 "Об утверждении Типовых правил доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом".

Постановление Правительства РФ от 22.01.2013 г № 23 «Об утверждении правил разработки, утверждения и применения профессиональных стандартов».

Постановление Правительства Российской Федерации от 21.12.2005 № 792 «Об организации проведения учета и анализа финансового состояния стратегических предприятий и организаций и их платежеспособности», устанавливает обязанность МНС РФ проводить анализ финансового состояния всех стратегических предприятий и организаций.

Постановление Правительства Российской Федерации от 26.12.2005 № 806 «Об утверждении правил разработки прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества и внесение изменений в правила подготовки и принятия решений об условиях приватизации федерального имущества», определяет структуру, содержание, порядок и сроки разработки прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества в текущем году, а также порядок и сроки рассмотрения итогов исполнения программы за отчетный год.

Постановление Правительства Российской Федерации от 03.12.2004 № 738 «Об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие Российской Федерации в управлении открытыми акционерными обществами (золотой акции)», регламентирует работу исполнительных органов власти в акционерных обществах, устанавливает обязанность подготовки директив для представителей государства по наиболее важным вопросам, принимаемым в обществе.

Постановление Правительства Российской Федерации от 04.10.1999 №1116 «Об утверждении порядка отчетности руководителей федеральных государственных унитарных предприятий и представителей Российской Федерации в органах управления открытых акционерных обществ» обязывает представителей Российской Федерации в органах управления акционерного общества ежегодно представлять одновременно с годовым отчетом доклад о финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества.

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.12.2008 № 2043 – р «План первоочередных мероприятий по реализации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года»

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.05.2006 № 774. «О совершенствовании управления находящимися в федеральной собственности акциями акционерных обществ». Определена позиция федерального органа исполнительной власти по выплатам дивидендов, распределения чистой прибыли.

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 12 ноября 2012 № 2083-р « Об изменении в распоряжение Правительства РФ от 29.05 2006 г.№ 774-р». – о направлении на выплату дивидендов не менее 25 процентов чистой прибыли.

Действия участников рынка ценных бумаг регламентируются специальными нормативно - правовыми актами Банка России (ранее Федеральной службы по финансовым рынкам)

Приказ ФСФР России от 02.02.2012 № 12-6/пз-н « Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров».

Приказ ФСФР России от 28 декабря 2010 № 10-78 /пз-н «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

Приказ ФСФР России от 28 декабря 2011 № 11-71/пз-н «Об утверждении методических рекомендаций по установлению критериев существенного отклонения спроса и предложения ликвидных и низколиквидных ценных бумаг».

Приказ ФСФР России от 28 декабря 2011 № 11-70/пз-н «Об утверждении методических рекомендаций по установлению критериев существенного отклонения объема торгов ликвидными и низколиквидными ценными бумагами».

Приказ ФСФР России от 24 января 2012 № 12/4 пз-н « Об утверждении методических рекомендаций по установлению критериев ликвидности существенного отклонения цены, спроса, предложения и объема торгов неликвидными ценными бумагами».

Приказ ФСФР России от 28.06.2012 № 12-49/пз-н «Об утверждении методических рекомендаций по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации».

Приказ ФСФР России от 28.06.2012 № 12-59 /пз-н « Об утверждении Порядка учета в реестре владельцев ценных бумаг залога именных эмиссионных ценных бумаг и внесения в реестр изменений, касающихся перехода прав на заложенные именные эмиссионные ценные бумаги».

Приказ ФСФР от 08.02.2007 № 07-13/пз-н «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

Приказ ФСФР России от 28.02.2012 № 12-9 /пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках раскрытия инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1-4,11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Приказ ФСФР России от 30 августа 2012 № 12-78/пз-н «Об утверждении Порядка открытия и ведения депозитариями счетов депо и иных счетов»

Приказом ФСФР России от 11 июня 2013 г. № 13-48/пз-н «Об утверждении порядка присвоения и аннулирования государственных регистрационных номеров или идентификационных номеров выпускам (дополнительным выпускам) эмиссионных ценных бумаг».

Приказ ФСФР России от 04.07.2013 N 13-55/пз-н "Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг.

Приказ ФСФР России от 23 июля 2013 г № 13-60/пз-н «О внесении изменений в Положение о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 20.07.2010 № 10-49/пз-н».

Приказ ФСФР России от 30.07.2013 N 13-62/пз-н" О Порядке допуска ценных бумаг к организованным торгам".

Приказ ФСФР от 04.10.2011 № 11-46-пз-н «Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

Постановление ФКЦБ России «Об утверждении положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» от 02.10.1997 № 27.

Постановлением ФКЦБ от 16.10.1997 № 36 «Положение о депозитарной деятельности в Российской Федерации».

Постановление ФКЦБ от 17 октября 1997 № 37 «Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».

Распоряжение ФКЦБ РФ от 30.04.2003 № 03-849/р «О методических рекомендациях по составу и форме представления сведений о соблюдении кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ».

Информационное письмо ФСФР России от 18.01.2007 № 07-ОВ-03/902 «Об уведомлении о праве требовать выкупа ценных бумаг и требования о выкупе ценных бумаг открытых акционерных обществ в соответствии со статьей 7 Федерального закона от 05.01.2006 № 7-ФЗ «О внесении изменений в федеральный закон «Об акционерных обществах и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»».

Информационное письмо ФСФР РФ от 19.01.2012 N 12-ДП-02/1668 "О представлении в ФСФР России информации о структуре собственности, расчета собственных

средств, сведений о квалифицированных инвесторах, уведомлений о заключении/прекращении действия (расторжении) договора с эмитентом на ведение реестра владельцев ценных бумаг".

Некоторые виды ценных бумаг регламентируются инструкциями Центрального банка РФ и другими документами :

«Инструкция от 22.07.2002 № 102-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации»

Приказ Министерства регионального развития Российской Федерации от 17 апреля 2010 г № 173 «Об утверждении Методики расчета показателей абсолютной и относительной финансовой устойчивости, которым должны руководствоваться коммерческие организации, желающие участвовать в реализации проектов, имеющих общегосударственное, региональное и межрегиональное значение, с использованием бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации».

Приказ ФСФР России от 30 июля 2013 №13-61 /пз-н «О внесении изменений в Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда».

Приказ Росимущества от 26.08.2013 № 254 «Об утверждении Методических рекомендаций по организации проверочной деятельности Ревизионных комиссий акционерных обществ с участием Российской Федерации»

При оценке ценных бумаг Оценщик обязан руководствоваться не только федеральными законами и нормативными актами федерального уровня, но и нормативно-правовыми актами законодательных и исполнительных органов субъектов Федерации и органов местного самоуправления.

Вопросы для самопроверки:

1. В каком законодательном документе дается определение закладной?
2. Каким нормативным документом регулируется деятельность регистраторов?
3. Кто осуществляет полномочия по регулированию рынка ценных бумаг?
4. Предусмотрены ли в ФЗ «Об акционерных обществах» случаи обязательной оценки?
5. Каким законом оценщик будет руководствоваться при определении такой ценной бумаги как инвестиционный пай?
6. Предусматривает ли ФЗ «Об исполнительном производстве» случаи обязательной оценки ценных бумаг?
7. Какой Федеральный Закон определяет деятельность муниципальных ценных бумаг?
8. Какой нормативный документ регулирует деятельность по контролю за финансовой деятельностью акционерных обществ, находящихся в собственности Российской Федерации?
9. Каким документом утвержден Кодекс корпоративного поведения?
10. В каком законодательном документе оценщик может найти показатели, оказывающие существенное влияние на стоимость ценных бумаг?

Тесты для самопроверки:

1. Понятие «золотой акции» определено:

- 1) в ФЗ «Об акционерных обществах»;
 - 2) в ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 3) в ФЗ «О приватизации».
2. Определение эмиссионной ценной бумаги дается:
- 1) в ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 2) в ФЗ «Об акционерных обществах»;
 - 3) в ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
3. Требования к выписке из реестра можно найти в:
- 1) ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 2) ФЗ «Об акционерном обществе»;
 - 3) в Постановлении ФКЦБ России.
4. Понятие правоустанавливающего документа на эмиссионные ценные бумаги дано:
- 1) в ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 2) в ФЗ «Об акционерном обществе»
 - 3) в Постановлении ФКЦБ России.
5. Требования к финансово-экономическим показателям, финансово-хозяйственным показателям эмитента можно найти:
- 1) в ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 2) в Приказе ФСФР России;
 - 3) в ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
6. Случаи обязательной оценки ценных бумаг предусмотрены:
- 1) при заключении концессионных соглашений;
 - 2) при вступлении в наследство;
 - 3) при приватизации.
7. Каким документом определены функции Росимущества по управлению пакетами акций, принадлежащих Российской Федерации:

- 1) Постановлением Правительства РФ;
 - 2) Указом Президента РФ;
 - 3) Федеральным законом.
8. Требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг определены:
- 1) ФЗ «О рынке ценных бумаг»;
 - 2) ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»;
 - 3) ФЗ «Об акционерных обществах».
9. Требования к порядку проведения экспертизы отчета об оценке ценных бумаг определены:
- 1) приказом Минэкономразвития России;
 - 2) ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»;
 - 3) ФЗ «О рынке ценных бумаг».
10. Понятие раскрытия информации дается:
- 1) в ФЗ «О рынке ценных бумаг»
 - 2) в Приказе ФСФР России;
 - 3) ФЗ «Об акционерных обществах».
11. Каким документом за Минэкономразвития России закреплены функции по обеспечению оценщиков нормативными документами:
- 1) ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»;
 - 2) Указом Президента РФ;
 - 3) Постановлением Правительства РФ.

Глава 4. Основные принципы функционирования рынка ценных бумаг

4.1. Понятие «рынок ценных бумаг»

Понятие рынка ценных бумаг (РЦБ) включает в себя:

- технологии выпуска, купли-продажи и других операций с ценными бумагами;
- принципы функционирования различных сегментов – биржевого и внебиржевого;
- способы торговли и правила игры на них;
- методы государственного регулирования торговли ценными бумагами;
- определение состава профессиональных участников рынка;
- назначение каждого вида ценных бумаг.

Рынок – это институт, или механизм, купли-продажи товаров, услуг, заключения сделок, где сходятся продавцы и покупатели. Рынок ценных бумаг отличается от всех видов своим товаром – ценными бумагами. Именно товар определяет состав участников рынка, порядок функционирования, правила регулирования и т.д.

Рынок ценных бумаг определяется как совокупностью экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумаг между его участниками. Объектом рынка ценных бумаг является ценная бумага.

Рынок ценных бумаг выполняет ряд функций, важнейшими из которых являются следующие:

- финансовое посредничество - перераспределение денежных ресурсов, свободный, хотя и регулируемый, перелив капитала в наиболее эффективные сферы хозяйствования, отрасли и предприятия;
- функция аккумуляции и мобилизации свободных денежных средств и сбережений частного сектора экономики в интересах макроэкономического накопления;
- функция концентрации и централизации капиталов — укрупнения бизнеса;
- функция определения степени эффективности направления и использования средств;
- информационная функция;
- функция перераспределения прав собственности и разделения сфер влияния между обладателями денежных капиталов;
- функция экспорта-импорта капитала;
- выполнение специфических функций. Например, в период приватизации через ценные бумаги происходило разгосударствление собственности и формирование прав собственности на средства производства у частных физических и юридических лиц.

Необходимо отметить, что рынок ценных бумаг не отвечает за ценообразование как на денежные ресурсы так и на ценные бумаги. Рынок ценных бумаг по сути устанавливает цены в отношении комплекса прав, именуемых ценными бумагами.

Рынок ценных бумаг – система экономических отношений, опосредствующих движение капитала во всех его функциональных формах (денежной, производительной и товарной), с помощью особого экономико-правового инструмента (экономико-социального института) – ценной бумаги⁷⁰.

Одним из важных вопросов при анализе рынка ценных бумаг является вопрос о его классификации по различным основаниям. Анализ структуры рынка служит решению острейшей практической задачи — сегментации рынка, выбору своей ниши на рынке для эффективной деятельности в условиях острой и возрастающей конкуренции.

Рынок ценных бумаг есть отношения по поводу выпуска, обращения и гашения ценных бумаг, или он есть единство эмиссионных и инвестиционных отношений между участниками рынка, или он есть отношения по поводу кругооборота ценных бумаг.

Отношения, связанные исключительно с выпуском ценной бумаги в обращение, называются

⁷⁰ Криничанский К.В. «Рынок ценных бумаг» М. Дело и Сервис, 2007 г

первичным рынком.

Первичный рынок есть всегда отношения только между эмитентом и инвестором (инвесторами), то есть, эмиссионные отношения.

Вторичный рынок есть отношения только между инвесторами по поводу ценной бумаги, или инвестиционные отношения. На вторичном рынке ценная бумага продается и покупается, отдается займы и т.д.

Гашение ценной бумаги, то есть прекращение её существования, не рассматривается как какой-то особый вид рынка ценных бумаг.

Изъятие ценной бумаги из обращения — это временное выбытие ценной бумаги из обращения. В этом случае её возврат инвестором обратно эмитенту не сопровождается прекращением существования конкретной ценной бумаги, а означает лишь её временное выбытие из сферы обращения, или временное прекращение существования в качестве ценной бумаги.

Кругооборот ценной бумаги — это единство отношений по поводу её выпуска, обращения и гашения.

Передача ценной бумаги — это любой рыночный (обычно купля-продажа или отдача займы) или нерыночный (например, дарение, наследование, конфискация) способ перемещения ценной бумаги от одного участника рынка к другому.

Рынок есть всегда определенного рода совокупность отношений между людьми. Поэтому рынок ценных бумаг состоит из трех частей, из которых складываются любые социальные отношения.

К ним относятся: участники рынка, или его субъекты; ценные бумаги, или объекты рынка; действия, совершаемые участниками рынка, или различные виды отношений между ними.

Участниками рынка ценных бумаг являются физические лица и организации - продавцы и покупатели ценных бумаг, а также фирмы, обслуживающие эту торговлю.

Эмитенты (заемщики) – лица, испытывающие недостаток в денежных средствах и привлекающие их за счет выпуска ценных бумаг – государство, местные органы власти, компании, предприятия, банки.

Инвесторы – лица, владеющие свободными денежными средствами и вкладывающие их в ценные бумаги – население, банки, компании, пенсионные, паевые, страховые фонды.

Профессиональные участники - зарегистрированные юридические лица, осуществляющие организующую и посредническую деятельность на рынке ценных бумаг: дилеры, брокеры, депозитарии, управляющие.

Государственные регулирующие органы – Правительство России в лице Минфина России, Минэкономразвития России, Банка России, Федеральной налоговой службы.

Классификация рынков ценных бумаг

По виду ценных бумаг рынок подразделяется на относительно самостоятельные рынки каждой отдельной ценной бумаги:

- рынки акций;
- рынки облигаций;
- рынки векселей и т. п.

В зависимости от вида эмитента рынок ценных бумаг подразделяется на рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги — это ценные бумаги, эмитентом которых является государство в лице соответствующих органов государственной исполнительной власти.

В свою очередь, рынок государственных ценных бумаг в нашей стране делится на рынок федеральных ценных бумаг, рынок ценных бумаг субъектов Федерации и рынок муниципальных

ценных бумаг.

Рынок корпоративных ценных бумаг — это рынок ценных бумаг, выпускаемых коммерческими организациями (корпорациями).

Отраслевые рынки ценных бумаг. С позиций отраслевого деления экономики любой страны бывает востребованным и такой аспект рынка ценных бумаг.

Отраслевой рынок ценных бумаг — это рынок всех видов ценных бумаг, которые выпущены коммерческими структурами конкретной отрасли. В зависимости от состояния дел в отрасли может иметь место перераспределение капитала не только между отраслями, но и перевод его из одних видов ценных бумаг данной отрасли в другие их виды этой же отрасли. Следовательно, существует потребность уже в структуре отраслевого рынка выделять рынки отдельных видов ценных бумаг, эмитируемых компаниями отрасли.

Мировой и национальный рынки. По критерию масштабности рынок ценных бумаг подразделяется на мировой и национальные рынки. В свою очередь, мировой рынок ценных бумаг может рассматриваться и как совокупность национальных рынков ценных бумаг, и как международный (межнациональный) рынок определенного вида ценных бумаг. Национальный рынок (особенно крупных стран) может подразделяться, с одной стороны, на общенациональный и на региональные (территориальные) рынки, а с другой — на национальную и интернациональную его части.

Существуют многочисленные классификации рынка ценных бумаг, в которых отражаются его различные стороны.

Наиболее общепринятыми классификациями является деление этого рынка по видам ценных бумаг:

- биржевой и небиржевой;
- организованный и неорганизованный;
- публичный и компьютеризированный;
- мировой и национальный и др.

Рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой (небиржевой) в зависимости от степени концентрации (сосредоточения) отношений эмитентов и инвесторов (с позиций места, времени, процессов и т. п.).

В юридическом плане **биржевой рынок** — это рынок, имеющий юридический статус «биржи».

В экономическом плане биржевой рынок — это рынок, который в силу концентрации (сосредоточения) однотипных сделок ценными бумагами в определенном месте (в том числе в определенной электронной торговой системе) позволяет обеспечить единство цены на одну и ту же ценную бумагу в один и тот же момент времени.

Внебиржевой рынок — это рынок, характеризующийся хаотичностью процесса заключения сделок купли-продажи ценных бумаг во времени и пространстве, а потому и отсутствием единой цены на одну и ту же ценную бумагу в данный момент времени. В организационном плане этот рынок не существует как единое целое, а рассредоточен по стране и по участникам.

Организованный и неорганизованный рынки. С точки зрения наличия твердо установленных правил торговли, фиксированных вплоть до утверждения их государством, рынок ценных бумаг исторически делится на организованный и неорганизованный рынки.

Организованный рынок — это рынок, функционирующий по обязательным для всех его участников правилам. Понятие организованного рынка в настоящее время автоматически включает и его регулирование со стороны государства, поскольку указанные правила должны быть обязательно утверждены государством. Биржевой рынок всегда есть организованный рынок.

Неорганизованный рынок — это рынок без правил и без государственного регулирования.

Для современного высокоразвитого рынка ценных бумаг деление на организованный и неорганизованный фактически устарело и перестало быть актуальным. В настоящее время рынок ценных бумаг во всех своих аспектах есть в большей или меньшей степени организованный рынок,

который просто немыслим без соответствующих правил работы на нем.

Публичный и компьютеризированный рынки. В зависимости от способа заключения сделок рынок ценных бумаг может быть публичным или компьютеризированным (электронным).

Публичный рынок — это рынок, на котором купля-продажа ценных бумаг осуществляется публично, то есть в присутствии профессиональных торговых участников рынка. Публичный рынок ценных бумаг есть не только присутственный рынок, но и гласный рынок, где информация о сделках и торгах является открытой для всех участников любого рынка независимо от их местонахождения.

Компьютеризированный (электронный) рынок — это рынок, на котором процесс купли-продажи ценных бумаг осуществляется путем электронного контакта (по электронным сетям) между продавцами и покупателями. Эта форма организации рынка быстро развивается и постепенно вытесняет публичный рынок.

Другие классификации.

В зависимости от вида заключаемых сделок рынок ценных бумаг подразделяется на кассовый и срочный, инвестиционный и спекулятивный, наличный и долговой (маржинальный) и т.д. Подробнее об этих сторонах рынка ценных бумаг говорится в специальной литературе.

Фондовая биржа - это особый организованный рынок, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого инвестиционного качества, операции на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг. *Фондовая биржа - это лучший рынок, создаваемый для лучших ценных бумаг.* Операции на бирже совершаются только теми профессиональными участниками рынка, которые именно на данной бирже зарегистрированы. Биржевые сделки, как правило, заключаются на стандартные количества акций (чаще всего – 100 штук). Они называются «лоты».

Функционирование фондовых бирж в России регламентируется Законом «Об организованных торгах»⁷¹, а также приказами ФСФР России⁷².

Международная федерация фондовых бирж разработала требования к фондовым биржам - членам Федерации. В частности, в них говорится, что биржевой рынок должен быть направлен на развитие акционерного капитала, быть существенным фактором в развитии экономики, содействовать привлечению долгосрочного капитала, преследовать цели, соответствующие общественным интересам.

Юридическое лицо в России может осуществлять деятельность фондовой биржи, если оно является исключительно акционерным обществом. Это юридическое лицо должно получить лицензию организатора торговли - лицензию биржи⁷³. Фирменное наименование биржи должно содержать слово биржа.

Фондовая биржа - это торговое, профессиональное и технологическое ядро рынка ценных бумаг. Сама биржа не продает и не покупает ценные бумаги и цены на них не устанавливает. Все операции совершают только участники торгов.

К участию в организованных торгах могут быть допущены: дилеры, управляющие и брокеры, которые имеют лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, центральный контрагент, Банк России. Иные лица могут совершать операции исключительно при посредничестве брокеров.

Признаки классической фондовой биржи:

- фиксированное место торговли;
- единые правила;
- единая торговая сеть;
- листинг ценных бумаг, то есть процедура включения ценных бумаг биржей в котировальные списки.

⁷¹ Федеральный закон от 21 ноября 2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»

⁷² Приказ ФСФР от 28 декабря 2010 г. № 1—78/пз-н «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»

⁷³ Федеральный закон от 21 ноября 2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»

В Настоящее время отношения, возникающие на организованных торгах на товарном и (или) финансовом рынках, требования к организаторам и участникам таких торгов, основы государственного регулирования указанной деятельности и контроля за ее осуществлением определяются исключительно Федеральным законом Российской Федерации от 21 ноября 2011 г. N 325-ФЗ "Об организованных торгах". В связи с этим, в ФЗ «О рынке ценных бумаг» внесены изменения⁷⁴.

Вышеуказанным законом введены и используются следующие основные понятия, знание которых необходимо при оценке ценных бумаг:

- биржевые торги - организованные торги, проводимые биржей;
- контролирующее лицо - лицо, имеющее право прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) распоряжаться в силу участия в подконтрольной организации и (или) на основании договоров доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерного соглашения, и (или) иного соглашения, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) подконтрольной организации, более 50 процентами голосов в высшем органе управления подконтрольной организации либо право назначать (избирать) единоличный исполнительный орган и (или) более 50 процентов состава коллегиального органа управления подконтрольной организации;
- маркет-мейкер - участник торгов, который на основании договора, одной из сторон которого является организатор торговли, принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товаром на условиях, установленных таким договором;
- организатор торговли - лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии 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;
- подконтрольное лицо (подконтрольная организация) - юридическое лицо, находящееся под прямым или косвенным контролем контролирующего лица;
- участник торгов - лицо, которое допущено к участию в организованных торгах;
- финансовая организация - профессиональный участник рынка ценных бумаг, клиринговая организация, управляющая компания инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда, специализированный депозитарий инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда, акционерный инвестиционный фонд, кредитная организация, страховая организация, негосударственный пенсионный фонд, организатор торговли.

Законом определены требования к учредителям организатора торговли, а именно им не может быть лицо,

- имеющее право прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договорами доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) организатора торговли, *распоряжаться 5 и более процентами голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал организатора торговли,*

⁷⁴ Федеральный закон от 21.11.2011 № 327 – ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «Об организованных торгах»

- юридическое лицо, зарегистрированное в государствах или на территориях, предоставляющих *льготный налоговый режим и (или)* не предусматривающих раскрытия и предоставления информации при проведении финансовых операций (*офшорные зоны*), перечень которых утверждается Министерством финансов Российской Федерации;
- юридическое лицо, у которого за совершение нарушения была *аннулирована (отозвана) лицензия* на осуществление соответствующего вида деятельности финансовой организации;
- физическое лицо, *являющееся членом совета директоров (наблюдательного совета), членом коллегиального исполнительного органа организатора торговли*). При этом, эти лица должны отвечать следующим требованиям: истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации; они не должны иметь судимость за преступления в сфере экономической деятельности или преступления против государственной власти; они не должны иметь аннулированный квалификационный аттестат, выданный федеральным органом исполнительной власти в области финансовых рынков.

Организатором торгов может являться также и торговая система, получив на это соответствующую лицензию – лицензию торговой системы.

Фирменное наименование торговой системы должно содержать словосочетания "**торговая система**" или "**организатор торговли**". Торговая система не вправе совершать действия и оказывать услуги, которые могут совершаться (оказываться) только биржей. Однако, нормативными правовыми актами ФСФР России могут быть предусмотрены случаи, когда услуги по проведению организованных торгов, на которых заключаются отдельные виды договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, могут оказываться торговой системой. При совмещении своей деятельности с клиринговой деятельностью, торговая система не вправе совмещать такую деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью на рынке ценных бумаг, деятельностью по управлению ценными бумагами.

Лицензия биржи и лицензия торговой системы выдаются Банком России без ограничения срока действия указанных лицензий. Лицензия выдается лицу, которое намерено ее получить (при соблюдении следующих лицензионных требований и условий:

- к организационно-правовой форме;
- к наличию одного или нескольких отдельных структурных подразделений, созданных для осуществления деятельности по проведению организованных торгов, в случае совмещения указанной деятельности с иными видами деятельности;
- к собственным средствам;
- к лицам, имеющим право прямо или косвенно (через подконтрольных им лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договорами доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) организатора торговли, распоряжаться 5 и более процентами голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал соискателя лицензии (лицензиата);
- к лицу, осуществляющему функции единоличного исполнительного органа, членам совета директоров (наблюдательного совета), членам коллегиального исполнительного органа, руководителю службы внутреннего контроля (контролеру), главному бухгалтеру или иному должностному лицу организатора торговли, на которое возлагается ведение бухгалтерского учета, руководителю филиала организатора торговли, должностному лицу, ответственному за организацию системы управления рисками (руководителю отдельного структурного подразделения, ответственного за организацию системы управления рисками), а в случае совмещения деятельности по организации торгов с иными видами деятельности также к руководителю структурного подразделения, созданного для осуществления деятельности по организации торгов;
- к правилам организованных торгов;

- к порядку организации мониторинга организованных торгов, а также контроля за участниками торгов и иными лицами в соответствии с требованиями федеральных законов и принятых в соответствии с ними нормативных правовых актов;
- к организации внутреннего контроля;
- к документу (документам), определяющему (определяющим) меры, направленные на снижение рисков деятельности по организации торгов.

Требования к размеру собственных средств организатора торговли:

- лица, оказывающего услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании **лицензии биржи, должен составлять не менее 100 миллионов рублей,**
- лица, оказывающего услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании **лицензии торговой системы, - не менее 50 миллионов рублей.**

Состав собственных средств⁷⁵ организатора торговли должен соответствовать требованиям, которые устанавливаются Банком России, с учетом видов деятельности, с которыми совмещается деятельность по проведению организованных торгов.

Организатор торговли должен соблюдать нормативы ликвидности, нормативы достаточности собственных средств, величина и методика определения которых в настоящее время установлена ФСФР России.⁷⁶

Организации, имеющие на 1 января 2013 года лицензии организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в том числе лицензии фондовых бирж, а также лицензии товарных и валютных бирж, обязаны получить предусмотренную Федеральным законом⁷⁷ лицензию или прекратить осуществление деятельности организатора торговли до 1 января 2014 года.

Федеральным законом Российской Федерации от 21 ноября 2011 г. N 327-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "Об организованных торгах" введено определение публичного размещения и публичного обращения ценных бумаг, в частности:

"Публичное размещение ценных бумаг - размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на организованных торгах. Не является публичным размещение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах";

"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".

Ценные бумаги допускаются к организованным торгам путем осуществления их листинга. Биржа вправе осуществлять листинг ценных бумаг путем их включения в котировальные списки, являющиеся частью списка допущенных к организованным торгам ценных бумаг.

Правила включения ценных бумаг в котировальные списки и их исключения из котировальных списков должны соответствовать требованиям нормативных правовых актов ФСФР России.⁷⁸ При

⁷⁵ Приказ ФСФР России от 23 июля 2013 г № 13-60/пз-н «О внесении изменений в Положение о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 20.07.2010 № 10-49/пз-н».

⁷⁶ Приказ ФСФР России от 24 мая 2011 г. N 11-23/пз-н « Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов

⁷⁷ ФЗ от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»

⁷⁸ Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 28 декабря 2010 г. N 10-78/пз-н "Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг" (с изменениями и дополнениями)

этом биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки.

Листинг ценных бумаг - включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список.

В соответствии с требованиями ФСФР России⁷⁹, при прохождении процедуры листинга ценные бумаги *включаются в котировальные списки:*

- «А» (первого и второго уровней),
- «Б»,
- «В»,
- «И», при этом в котировальный список «И» включаются только акции.

Делистинг ценных бумаг - исключение ценных бумаг организатором торговли из списка ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, в том числе исключение ценных бумаг биржей из котировального списка.

Торговая система не вправе осуществлять листинг ценных бумаг путем их включения в котировальные списки. Организатор торговли вправе оказывать услуги, способствующие выдаче инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда. Организатор торговли вправе без объяснения причин отказать в допуске ценных бумаг к организованным торгам или прекратить допуск ценных бумаг к организованным торгам.

Продажа акций открытых акционерных обществ на биржевых торгах

Акции открытых акционерных обществ могут продаваться на биржевых торгах в соответствии с правилами торгов, установленными биржей.

Для продажи акций открытых акционерных обществ на биржевых торгах могут привлекаться брокеры в порядке, установленном Правительством Российской Федерации.

Условия договоров с брокерами о продаже акций открытых акционерных обществ на биржевых торгах должны предусматривать продажу указанных акций по цене, которая не может быть ниже установленной такими договорами начальной цены.

Информация о продаже акций открытых акционерных обществ на биржевых торгах должна быть опубликована в соответствии с правилами, установленными биржей.

Информация о результатах сделок купли-продажи акций открытых акционерных обществ на биржевых торгах *подлежит ежемесячной публикации в официальных информационных бюллетенях и (или) других средствах массовой информации.*

Биржа вправе включать в котировальные списки федеральные государственные ценные бумаги и ценные бумаги, эмитентом которых является она сама, без заключения договора с эмитентом ценных бумаг.

Раскрытие информации, необходимой для совершения и исполнения сделок с акциями открытых акционерных обществ, осуществляется биржей в установленном ею порядке.

Нарушение лицом, являющимся участником (учредителем), членом органа управления организатора торговли, требований и ограничений, установленных в отношении указанных лиц законодательством об организованных торгах, -

- влечет наложение административного штрафа на граждан в размере от *одной тысячи до двух тысяч рублей;*
- на должностных лиц - *от десяти тысяч до двадцати тысяч рублей;*
- на юридических лиц - *от трехсот тысяч до пятисот тысяч рублей.*

⁷⁹ Приказ ФСФР России от 28.12.2010 № 10-78/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»

Основные российские торговые площадки

- Московская биржа ММБВ-РТС (Московская биржа);
- Фондовая биржа «Санкт-Петербург» (ФБ СП);

Московская Биржа

Московская Биржа – крупнейшая в России и Восточной Европе по объему торгов и количеству клиентов биржевая Группа. Образована 19 декабря 2011 года в результате слияния бирж ММБВ и РТС.

Входит в ТОП-20 ведущих мировых площадок по объему торгов ценными бумагами и суммарной капитализации торгуемых акций. Занимает 9-ое место в ТОП-10 крупнейших бирж в мире по торговле производными финансовыми инструментами.

На Московской Бирже участникам доступна современная инфраструктура по торговле акциями, облигациями, валютой, инвестиционными паями, товарами, производными финансовыми инструментами на все виды активов.

Торги ценными бумагами проводятся на Фондовом рынке Московской Биржи в четырех секторах:

- **рынок T+2**, (все акции, РДР, ОФЗ, инвестиционные паи, неликвидные ценные бумаги с обеспечением и т.д.),
- **основной рынок** (включает в себя все существовавшие ранее режимы торгов фондового рынка ММБВ),
- **рынок Standard** - биржевой рынок акций и паев ПИФов с Центральным контрагентом, предоставляющий дополнительные возможности участникам фондового рынка для повышения эффективности операций и снижения различных видов риска;
- **рынок Classica** (является перенесенным на ММБВ классическим рынком РТС).

Производные финансовые инструменты торгуются на Срочном рынке FORTS.

Торги иностранной валютой проходят на валютном рынке в системе электронных торгов, которые объединяют в рамках единой торговой сессии (ЕТС) региональные технические центры.

Торги на Денежном рынке проходят в двух секциях: секция РЕПО с государственными ценными бумагами и инструменты денежного рынка, а также секция РЕПО с акциями и облигациями.

Также Московская Биржа реализует проекты по организации и развитию биржевых товарных рынков через ЗАО "Национальная товарная биржа".

Организаторами торгов в рамках Группы **выступают ОАО Московская Биржа и ЗАО "Фондовая биржа ММБВ"**.

Расчеты и депозитарное обслуживание осуществляет НКО ЗАО "Национальный расчетный депозитарий" (НКО ЗАО НРД) .

Клиринговые услуги оказывает ЗАО "Национальный клиринговый центр".

ЗАО "ММБВ – Информационные технологии" является оператором ЭТП ММБВ "Госзакупки" – одной из пяти электронных площадок, определенных Министерством экономического развития Российской Федерации и Федеральной антимонопольной службой для проведения электронных аукционов в интересах государственных и муниципальных заказчиков.

Группа "Московская Биржа" также включает: НКО "Расчетная палата РТС" (ЗАО), КЦ РТС, ЗАО "ДКК".

Внебиржевой рынок

Внебиржевой рынок ценных бумаг подразумевает механизм заключения сделок с ценными бумагами вне фондовой биржи. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг в качестве организатора торговли (торговая система) регулируются федеральными законами и документами ФСФР России.

В западной практике через этот рынок осуществляются:

- большая часть первичных эмиссий;
- торговля ценными бумагами худшего качества по сравнению с допущенными к обращению на фондовых биржах.

Под внебиржевым организованным рынком понимают организованную электронную торговлю ценными бумагами.

На них также существует процедура допуска ценных бумаг к котировке и отбора участников торгов, хотя требования несколько мягче, чем на фондовых биржах.

Это организованная электронная торговля ценными бумагами (по аналогии с электронными фондовыми биржами). Торговля проходит в определенные часы, в соответствии с определенными правилами торговли. Заключение сделок осуществляется уполномоченными сотрудниками - участниками торгов с компьютерных терминалов из офисов (режим удаленного торгового доступа). Торговля осуществляется трейдерами (специалистами компаний, уполномоченными заключать сделки).

Самый крупный внебиржевой рынок ценных бумаг – американский, представлен самой крупной автоматизированной системой котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров - NASDAQ. NASDAQ является дилерским рынком. Это означает, что неограниченное число зарегистрированных маркет-мейкеров может одновременно выставлять предложения о покупке или продаже блоков котироваемых на бирже акций, играя друг против друга в целях получения потока приказов. NASDAQ не имеет торгового зала, вместо этого она поддерживает связь с более 11000 трейдеров, работающих в 790 фирмах.

Другими примерами внебиржевых торговых систем являются:

- канадская система внебиржевой автоматизированной торговли - COATS;
- система автоматической котировки при Сингапурской фондовой бирже - SESDAQ.

Фондовые (биржевые) индексы

Развитие фондового рынка и экономики в целом отражают фондовые (биржевые) индексы, являющиеся обобщающим показателем динамики курсов ценных бумаг. Это средневзвешенная цена курсов акций определенного количества компаний, действующих в различных сферах национальной экономики. Биржевые индексы позволяют оценить общее состояние отдельных сегментов рынка ценных бумаг, фиксируя изменение котировок рынка ценных бумаг.

Индекс сам по себе формула, базирующаяся на ценах акций нескольких десятков (сотен) главных промышленных компаний, наиболее полно характеризующих положение экономики и промышленности страны.

Любой фондовый индекс показывает то, что в него заложили разработчики путем определения выборки составляющих и метода расчета. Чем шире выборка, тем индекс ближе к индикатору состояния экономики или определенной отрасли. Поэтому для подсчета индексов обычно выбираются наиболее крупные компании, деятельность которых связана с положением экономики в стране.

Несмотря на разнообразие фондовых индексов, в основе их расчетов лежат три метода:

- средняя арифметическая движения курсов акций;
- средняя геометрическая движения курсов акций;
- средняя арифметическая взвешенная движения курсов акций.

Взвешенные по цене индексы. При вычислении индексов используют цены акций, котирующихся на бирже. Такие индексы представляют собой среднюю арифметическую цену акций, объединенных в выборку.

Фондовые индексы являются индикаторами состояния и динамики фондового рынка страны, так, например:

- американский рынок акций характеризуется промышленным фондовым индексом ДООУ-Джонса (30 промышленных компаний);
- германский рынок акций - индексом семейства DAX (30 наиболее сильно торгуемых акций).

В России наиболее авторитетным является индексы Московской Биржи .

Основные индексы Московской Биржи (Индекс ММВБ и Индекс РТС) представляют собой ценовые, взвешенные по рыночной капитализации (free-float) композитные индексы российского фондового рынка, включающие **наиболее ликвидные акции крупнейших** и динамично развивающихся российских эмитентов, куда входит **50 наиболее** капитализированных и ликвидных акции российских компаний с самым высоким уровнем капитализации, среди которых – «ГАЗПРОМ», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Магнит», ОАО «НК Роснефть» «Норильский никель», «Сургутнефтегаз», ОАО «Мобильные телесистемы и др.

Методикой расчета Индексов Московской Биржи предусмотрен четкий и прозрачный механизм формирования базы расчета индексов, в том числе включающий ежеквартальный пересмотр значений индексов. Отбор акций для включения в Индексы Московской Биржи осуществляется при участии Индексного комитета ЗАО "Фондовая биржа ММВБ" – совещательного органа, в состав которого входят ведущие аналитики российского финансового рынка и представители профессионального сообщества. Расчет Индекса ММВБ осуществляется на основе цен акций, выраженных в рублях Российской Федерации, а расчет Индекса РТС - на основе цен акций, выраженных в долларах США.

Индекс ММВБ является фондовым индексом, используемым в целях приостановления торгов акциями на Бирже в порядке, установленном Правилами проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО "Фондовая биржа ММВБ", в случаях, предусмотренных Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 28 декабря 2010 года N 10–78/пз-н (с изменениями и дополнениями).

Организатор торговли обязан в случаях, установленных нормативными правовыми актами Банка России рассчитывать цены, индексы и иные показатели, основанные на информации о договорах, заключенных на организованных торгах, и (или) иной информации. Порядок и сроки расчета указанных показателей определяются Приказами ФСФР России⁸⁰ а также методиками, утвержденными организаторами торговли.

При расчете показателей, организатор торговли вправе использовать информацию, полученную в ходе и (или) результате проведения организованных торгов, информацию, в отношении которой он на основании федерального закона или договора получил право использовать ее, а также вправе использовать общедоступную информацию, включая информацию, раскрытую в соответствии с федеральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами.

Организатор торговли обязан обеспечить раскрытие следующей информации и документов:

- своих учредительных документов;
- правил организованных торгов;
- положения о биржевом совете (совете секции);
- годовых отчетов организатора торговли с приложением аудиторских заключений в отношении содержащейся в годовых отчетах годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, а также в отношении содержащейся в указанных годовых отчетах консолидированной финансовой отчетности;
- размера стоимости оказания услуг организатора торговли;

⁸⁰ Приказ ФСФР России от 28.12. 2010 № 10-78 /пз-н « Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»,

- времени проведения организованных торгов, если в правилах организованных торгов содержится порядок его определения;
- решения биржевого совета (совета секции);
- иной информации, раскрытие которой предусмотрено Федеральным законом,⁸¹ иными федеральными законами и нормативными правовыми актами Банка России. Информация и документы раскрываются организатором торговли путем размещения на его сайте в информационно-телекоммуникационных сетях (в том числе в сети "Интернет"). В случае внесения изменений в правила организованных торгов, в том числе принятия правил организованных торгов в новой редакции, указанные изменения (новая редакция правил) подлежат (подлежит) размещению на сайте организатора торговли в информационно-телекоммуникационных сетях (в том числе в сети "Интернет") после их (ее) регистрации в Банке России.

Организатор торговли несет ответственность за убытки, возникшие в связи с использованием недостоверной и (или) неполной информации, раскрытой (предоставленной) организатором торговли, если использование такой информации обязательно в силу федеральных законов и принятых в соответствии с ними нормативных правовых актов или договора.

Ценные бумаги Российского фондового рынка

К торгам у организатора торговли могут быть допущены:

- эмиссионные ценные бумаги (в процессе их размещения и обращения) , а именно:
 - акции обыкновенные, привилегированные
 - облигации корпоративные;
 - государственные облигации и облигации субъектов федерации,
 - облигации муниципальных образований,
 - облигации Центрального банка Российской Федерации;
 - биржевые облигации;
 - еврооблигации;
 - облигации международных финансовых организаций;
 - российские депозитарные расписки;
- инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов (в процессе их выдачи и обращения всех типов фондов);
- ипотечные сертификаты участия (в процессе их выдачи и обращения);
- ценные бумаги, выпущенные от имени иностранных государств.

4.2. Органы регулирования финансового рынка

Регулирование рынка ценных бумаг государство осуществляет путем выпуска различных законов и нормативных актов, обеспечивающих единое понимание операций с ценными бумагами участниками торговли, создание единой системы налогообложения, учета и отчетности по операциям с ценными бумагами

Роль органов государственного регулирования финансового рынка в России следующая:

1. На Правительство Российской Федерации возложены функции общего регулирования рынка ценных бумаг.

⁸¹Федеральный закон от 21 ноября 2011 г. N 325-ФЗ"Об организованных торгах"

2. **Центральный банк Российской Федерации (Банк России)** во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и проводит политику развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации. Банк России не менее двух раз в год публикует обзор финансовой стабильности.

В соответствии с Указом Президента РФ⁸² и Федеральным законом⁸³ Банк принял на себя принял на себя полномочия по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков" с 1 сентября 2013 г. Банк России является правопреемником Федеральной службы по финансовым рынкам .

Банк России не вправе участвовать в капитале открытого акционерного общества "Московская Биржа ММВБ-РТС" и закрытого акционерного общества "Санкт-Петербургская Валютная Биржа" с 1 января 2016 года, за исключением случаев, предусмотренных статьей 39 Федерального закона от 10 июля 2002 года N 86-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)".

Совет директоров Банка России, в срок до 1 ноября 2013 года должен быть сформирован в новом составе в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Для обеспечения исполнения Банком России функций по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков с 1 сентября 2013 года образована **Служба Банка России по финансовым рынкам**. Служба Банка России по финансовым рынкам будет осуществлять функции упраздненной ФСФР России.⁸⁴

В настоящее время в компетенции Банка России:

- государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг;
- порядок ведения реестра и ведет реестр эмиссионных ценных бумаг, содержащий информацию о зарегистрированных им выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг и об аннулированных индивидуальных номерах (кодах) выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг, а также о выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг, не подлежащих государственной регистрации.;
- изменения в реестр эмиссионных ценных бумаг;
- государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг (Банк России рассматривает отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг в течение 14 дней и при отсутствии связанных с эмиссией ценных бумаг нарушений регистрирует его. Банк России несет ответственность за полноту зарегистрированного им отчета);
- регулирование деятельности в области негосударственного пенсионного обеспечения, обязательного пенсионного страхования и профессионального пенсионного страхования. Надзор и контроль за указанной деятельностью"
- регулирование выпуска ипотечных ценных бумаг, деятельности ипотечных агентов и управляющих ипотечным покрытием, а также надзор за их деятельность
- регулирование, контроль и надзор в сфере финансовых рынков за некредитными финансовыми организациями и (или) сфере их деятельности в соответствии с

⁸² Указ Президента Российской Федерации от 25 июля 2013 года N 645 « Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации».

⁸³ Федеральный закон от 2 июля 2013 года N 251-ФЗ « О внесении изменений в ФЗ О банках и банковской деятельности».

⁸⁴ Центральный банк России Департамент внешних и общественных связей. Информация от 5 июля 2013.

федеральными законами.⁸⁵;

- осуществляет регулирование, контроль и надзор за соблюдением эмитентами требований законодательства Российской Федерации об акционерных обществах и ценных бумагах, а также регулирование, контроль и надзор в сфере корпоративных отношений в акционерных обществах в целях защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов и др.

Банк России вправе проводить проверки деятельности эмитентов и участников корпоративных отношений, направлять им обязательные для исполнения предписания об устранении выявленных нарушений законодательства Российской Федерации об акционерных обществах и ценных бумагах, а также применяет иные меры, предусмотренные федеральными законами. Порядок проведения проверок и порядок применения иных мер устанавливаются нормативными актами Банка России.

В целях информирования инвесторов и предупреждения их о совершенных и возможных правонарушениях на рынке ценных бумаг Банк России на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети "Интернет" размещает информацию:

- об аннулировании или о приостановлении действия лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- о саморегулируемых организациях профессиональных участников (далее - саморегулируемые организации);
- об административных взысканиях, наложенных Банком России;
- о судебных решениях, вынесенных по искам Банка России." и др.

2. **Министерство финансов Российской Федерации**, устанавливает правила совершения операций на рынке с государственными ценными бумагами, регистрирует выпуски государственных ценных бумаг.

Помимо этого, определенные функции по регулированию российского рынка ценных бумаг осуществляют:

- Министерство Экономического Развития Российской Федерации,
- Федеральное агентство по управлению государственным имуществом,
- Федеральная антимонопольная служба.

⁸⁵ Некредитными финансовыми организациями в соответствии с настоящим Федеральным законом признаются лица, осуществляющие следующие виды деятельности:

- 1) профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- 2) управляющих компаний инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда;
- 3) специализированных депозитариев инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда;
- 4) акционерных инвестиционных фондов;
- 5) клиринговую деятельность;
- 6) деятельность по осуществлению функций центрального контрагента;
- 7) деятельность организатора торговли;
- 8) деятельность центрального депозитария;
- 9) деятельность субъектов страхового дела;
- 10) негосударственных пенсионных фондов;
- 11) микрофинансовых организаций;
- 12) кредитных потребительских кооперативов.
- 13) жилищных накопительных кооперативов;
- 14) бюро кредитных историй;
- 15) актуарную деятельность;
- 16) рейтинговых агентств;
- 17) сельскохозяйственных кредитных потребительских кооперативов

Саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг

На российском рынке ценных бумаг действуют две крупные саморегулируемые организации - Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) и Профессиональная ассоциация регистраторов, трансферт агентов и депозитариев (ПАРТАД).

ПАРТАД и НАУФОР являются официально признанными организациями, имеют лицензию ФСФР России.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) — общероссийская саморегулируемая организация, объединяющая профессиональных участников фондового рынка — брокеров, дилеров, управляющих ценными бумагами и депозитариев. Ассоциация объединяет более 400 компаний. Филиалы НАУФОР действуют в 14 крупных городах России.

Целями и задачами ассоциации являются развитие и совершенствование системы регулирования рынка ценных бумаг, обеспечение условий деятельности членов НАУФОР, установление правил и стандартов деятельности членов НАУФОР и контроль за их соблюдением, осуществление мониторинга деятельности своих членов, принятие мер к урегулированию конфликтов.

НАУФОР является аффилированным членом IOSCO (англ.) — международной организации, объединяющей государственные органы по регулированию рынка ценных бумаг.

Важнейшее достижение НАУФОР - это внедрение РТС (системы внебиржевой торговли ценными бумагами).

Профессиональная Ассоциация Регистраторов, Трансфер-Агентов и Депозитариев (ПАРТАД), осуществляет свою деятельность уже более 13 лет. ПАРТАД является с 1997 года саморегулируемой организацией регистраторов, депозитариев, с 2000 года, - и клиринговых организаций, а с 2003 года - регулирует и деятельность специализированных депозитариев по контролю за институтами коллективного инвестирования (как сопутствующую депозитарной деятельности). **В ПАРТАД созданы единственные информационные базы данных: «Депозитории России»⁸⁶, «Регистраторы России» и «РЭТАН»- база данных по регистраторам, эмитентам, трансфер-агентам и номинальным держателям⁸⁷.**

Благодаря работе ПАРТАД в целом достигнута унификация правил ведения реестров ценных бумаг и внесения в них изменений.

В настоящее время основными направлениями деятельности ПАРТАД являются:

- участие в лицензировании регистраторов и депозитариев,
- сбор информации,
- контроль за деятельностью членов ассоциаций,
- реализация программ укрепления регистраторов,
- гарантии подписи и ряд других программ.

В соответствии с требованиями ПАРТАД учетные институты – члены ассоциации обязаны соблюдать требования к системе мер по снижению рисков их профессиональной деятельности, предоставлять в ПАРТАД договоры страхования своей профессиональной деятельности для прохождения процедуры регистрации, разработать документы, определяющие систему мер по снижению рисков в их профессиональной деятельности.

Для защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг саморегулируемые организации имеют право направлять материалы по жалобам инвесторов в правоохранительные органы, создавать компенсационные фонды в целях возмещения понесенного инвесторами физическими лицами ущерба в результате действий профессиональных участников.

Саморегулируемой организацией для доверительных управляющих в России является некоммерческое партнерство «Национальная лига управляющих» (НЛУ), объединяющее на добровольной основе компании, управляющие активами паевых инвестиционных фондов, инвестиционных фондов, пенсионными резервами, осуществляющие деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, а также инвестиционные фонды. Лига была зарегистрирована 26 января 2001 года.

⁸⁶ <http://www.rusdepo.ru>

⁸⁷ <http://www.retan.ru>

Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР)⁸⁸ является негосударственной некоммерческой организацией. АУВЕР учреждена 15 октября 1996 года по инициативе Банка России 141 банками и предприятиями с целью упорядочения вексельного рынка и обеспечения возможности Банку России производить операции переучета векселей.

Функции Ассоциации направлены на обеспечение условий деятельности участников вексельного обращения, соблюдение профессиональной этики на вексельном рынке, установление правил и стандартов проведения операций с векселями, обеспечивающих эффективную деятельность на вексельном рынке, и контроль за их соблюдением, защита прав членов Ассоциации, а также координация деятельности членов Ассоциации, способствующей созданию и развитию национального вексельного рынка.

Деятельность АУВЕР сконцентрирована на рынке таких финансовых продуктов и инструментов долгового рынка, как: векселя, складские свидетельства, облигации, ипотечные бумаги, срочные контракты и другие производные этих финансовых и товарных активов, а также технологии и схемы с их применением.

В ряду стандартов одними из важнейших являются Стандарты выдачи и погашения, передачи векселей. Единый вексельный бланк АУВЕР выдается организациям, неукоснительно соблюдающим правила и стандарты АУВЕР, как в части рекомендательной, так и обязательной.

4.3. Инфраструктура российского рынка ценных бумаг

Под инфраструктурой рынка предполагается понимать совокупность финансовых институтов⁸⁹, осуществляющих по отношению к институциональным и иным инвесторам, а также к операторам рынка функции по обслуживанию сделок с финансовыми инструментами, совершаемых с участием или в интересах последних.

В рамках инфраструктуры можно выделить её основные составляющие:

- **торговая система**, включающая биржи и иных организаторов торговли, обеспечивающих куплю-продажу финансовых инструментов;
- **расчетная система**, включающая банки и небанковские кредитные и клиринговые организации, обеспечивающая клиринг сделок с финансовыми инструментами, ведение денежных счетов участников торговли финансовыми инструментами и их клиентов и осуществление расчетов по её результатам;
- **учетная система**, включающая регистраторов и депозитариев, обеспечивающая фиксацию и учет перехода прав собственности на финансовые инструменты в результате их обращения.
- **информационная система**, включающая информационные и аналитические агентства, аналитические издания и финансовую прессу, эмитенты, фондовые биржи и внебиржевые площадки, коллективные инвесторы, банки и пр.

Инфраструктурные институты, собственно, и образуют структуру рынка, устанавливая на рынке определенный порядок. Именно с понятиями биржи, брокеров, дилеров, инвестиционных фондов у большинства людей ассоциируется образ фондового рынка.

Так на развитом (идеальном) рынке инвестору, любому потребителю достаточно обратиться за услугой в одно из звеньев инфраструктуры, чтобы получить полный комплекс «финансового продукта».

Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Профессиональные участники рынка ценных бумаг - это юридические лица, которые осуществляют определенные виды деятельности на рынке ценных бумаг. Лицензии на профессиональную деятельность выдает Банк России.⁹⁰

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг лицензируется двумя видами лицензий.⁹¹

⁸⁸ Ассоциация участников вексельного рынка <http://www.auver.ru>

⁸⁹ Федеральный закон от 2 июля 2013 года N 251-ФЗ « О внесении изменений в ФЗ О банках и банковской деятельности».

⁹⁰ Приказ ФСФР России от 20.07.2010 № 10-49/пз-н « Об утверждении положения о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг»

⁹¹ В соответствии с изменениями в ФЗ «О рынке ценных бумаг» на основании ФЗ от 21 ноября 2011 г № 327

- деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг,
- лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра,

Лицензия выдается на каждый вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг⁹².

На осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг выдаются следующие виды лицензий:

- 1) лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление:
 - брокерской деятельности или брокерской деятельности только по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является товар;
 - дилерской деятельности;
 - деятельности по управлению ценными бумагами;
 - депозитарной деятельности;
- 2) лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра."

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг

К этому виду лицензии относится: брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарная деятельность, деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг).

Брокерская деятельность - это совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании доверенности или договора поручения или комиссии.

Дилерская деятельность - это совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен на покупку и продажу этих ценных бумаг по объявленным ценам. Дилером могут быть только юридические лица, являющиеся коммерческой организацией.

Деятельность по управлению ценными бумагами⁹³ - это осуществление от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления имуществом, переданным ему во владения и принадлежащим другому лицу, в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц. Такой профессиональный участник называется управляющим.

Депозитарная деятельность⁹⁴ - это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги.

Лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг – это сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг⁹⁵.

Лицензия на деятельность организатора торговли

Лицензия биржи⁹⁶. Согласно действующему российскому законодательству фондовая биржа относится к участникам рынка ценных бумаг, организующим их куплю-продажу, непосредственно способствующим заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами. Биржа не вправе

⁹² Приказ ФСФР России от 23 июля 2013 г № 13-60/пз-н «О внесении изменений в Положение о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 20.07.2010 № 10-49/пз-н».

⁹³ Постановление ФКЦБ от 17.10.1997 № 37 «Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».

⁹⁴ Постановление ФКЦБ от 16.10.1997 № 36 «Положение о депозитарной деятельности в РФ».

⁹⁵ Постановление ФКЦБ от 02.10.1997 № 27 «Положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг».

⁹⁶ Приказ ФСФР России от от 28.декабря 2010 № 10-78 /пз-н « Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

совмещать свою деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью и с деятельностью по управлению ценными бумагами.

Лицензия торговой системы – организатор торговли, который не вправе совершать действия и оказывать услуги, которые может совершать только биржа. При совмещении своей деятельности с клиринговой деятельностью, торговая система не вправе совмещать такую деятельность с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью, деятельностью по управлению ценными бумагами.

Лицензия на клиринговую деятельность

Клиринговая деятельность - это деятельность по оказанию клиринговых услуг в соответствии с утвержденными клиринговой организацией правилами клиринга, зарегистрированными в установленном порядке федеральным органом исполнительной власти⁹⁷. Клиринг – определение подлежащих исполнению обязательств, возникающих из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовка документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств.

ФСФР России устанавливает требования к уровню квалификации специалистов данных организаций⁹⁸ и к отчетности, и к размеру собственного капитала профессиональных участников. Накладываются ограничения на совмещение профессиональной деятельности участника рынка с другими видами деятельности⁹⁹. Требования к профессиональным участникам в зависимости от вида профессиональной деятельности к собственному капиталу представлены в таблице 5.

Таблица 5

Требования к профессиональным видам деятельности

Вид профессиональной деятельности	Норматив достаточности собственных средств, млн.руб.
Дилерская деятельность	35
Брокерская деятельность	35
Деятельность по управлению ценными бумагами	35
Депозитарную деятельность	60
Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг -	100
Специальные виды лицензии	
Деятельность расчетного депозитария	250
Деятельность специализированного депозитария ¹⁰⁰	80
Деятельность депозитария, являющегося эмитентом российских депозитарных расписок	200

⁹⁷Федеральный закон от 7 февраля 2011 № 7 «О клиринге и клиринговой деятельности»

⁹⁸Приказ ФСФР России от 05.11.2008 № 08-45 /пз-н «Об утверждении программы специализированного квалификационного экзамена для специалистов финансового по организации торговли на рынке ценных бумаг (деятельность фондовой биржи) и клиринговой деятельности (экзамен второй серии)».

⁹⁹Приказ ФСФР России от 6 марта 2007 г. № 07-21/пз-н «Об утверждении порядка лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

¹⁰⁰ Приказ ФСФР России от 24 мая 2011 г. N 11-23/пз-н « Об утверждении нормативов достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов

Вопросы для самопроверки

1. Что представляет собой система регулирования рынка ценных бумаг?
2. Что такое «инфраструктура рынка ценных бумаг», и каковы её главные сегменты?
3. Какие виды лицензий выдаются профессиональным участникам рынка ценных бумаг?
4. Назовите участников рынка ценных бумаг?
5. Что понимается под учетной системой рынка ценных бумаг?
6. В чем разница между биржевым и внебиржевым рынком?
7. Какие саморегулируемые организации действуют на рынке ценных бумаг в России?
8. Что такое доверительное управление ценными бумагами и может ли заказать оценку доверительный управляющий?
9. Может ли заказать оценку ценных бумаг номинальный держатель ценных бумаг?
10. Каким образом происходит взаимодействие инфраструктурных институтов на рынке ценных бумаг?

Тесты для самопроверки:

1. Рынок, на котором происходит торговля ценными бумагами, минуя фондовую биржу, называют:

- 1) компьютеризированным;
- 2) неорганизованным;
- 3) внебиржевым.

2. Профессиональные участники рынка ценных бумаг это:

- 1) эмитент;
- 2) брокеры;
- 3) дилеры.

3. Государственные органы регулирующие рынок ценных бумаг это:

- 1) Банк России;
- 2) Правительство России;
- 3) ФСФР России.

4. Обеспечение условий деятельности участников вексельного обращения, соблюдение профессиональной этики на вексельном рынке, установление правил и стандартов проведения операций с векселями обеспечивает саморегулируемая организация:

- 1) НАУФОР;
- 2) ПАРТАД;

3) АУВЕР.

5. Центральный депозитарий «Национальный депозитарный центр» является основным расчетным депозитарием на...

- 1) ММВБ
- 2) Московской бирже
- 3) Фондовой бирже «Санкт-Петербург».

6. В основе расчетов фондовых индексов лежит метод:

- 1) средней арифметической движения курсов акций;
- 2) средней геометрической движения курсов акций;
- 3) средней взвешенной курсов.

7. Банк России в соответствии с законом вправе:

- 1) выдавать генеральные лицензии на осуществление лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- 2) осуществлять контроль на рынке ценных бумаг;
- 3) устанавливать новые ценные бумаги.

8. Брокерская деятельность это:

- 1) совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента;
- 2) совершение гражданско-правовых сделок от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом;
- 3) совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам.

9. Инвестору, любому потребителю чтобы получить полный комплекс «финансового продукта» достаточно обратиться за услугой:

- 1) в аналитические издания и финансовую прессу;
- 2) на фондовую биржу;
- 3) клиринговую структуру.

10. Сбор, сверку, корректировку информации по сделкам осуществляет:

- 1) регистратор;
- 2) номинальный держатель;
- 3) клиринговые структуры.

Глава 5. Основы фундаментального и технического анализа ценных бумаг

Оценочная деятельность является экспертной оценкой, основанной на профессиональных знаниях, опыте и интуиции эксперта-оценщика. Таким образом, его деятельность по оценке ценных бумаг с одной стороны, должна быть основана на интуитивном (экспертном) подходе, с другой стороны на прогнозировании тенденций изменений текущей стоимости акций с помощью методов фондового рынка.

При прогнозировании тенденций изменений текущей стоимости ценной бумаги можно использовать следующие методы:

- фундаментальный анализ,
- технический анализ,
- анализ на основе теории рефлексивности.

5.1. Метод фундаментального анализа.

Фундаментальный анализ используется для определения реальной стоимости ценных бумаг, предполагает отслеживание и учет целого ряда существенных в отношении компании-эмитента и рынка её ценных бумаг факторов.

Цель фундаментального анализа - определение внутренней, фундаментальной стоимости ценных бумаг.

Фундаментальный анализ основывается на предположении о «двойственности» стоимости ценной бумаги, об одновременном существовании двух значений данной стоимости, значимость расхождения между которыми, кроме прочего, характеризуется степенью эффективности соответствующего рынка. Чем выше эффективность рынка, тем меньше эта разница и меньше возможная амплитуда изменения фактической рыночной цены.

Охарактеризуем два вида стоимости ценной бумаги (относящихся к одному и тому же моменту времени).

Одним из них является *рыночная стоимость бумаги*, складывающаяся в результате конкурентного торга, официальная и единая для всех наблюдателей.

Другим – фундаментальная, «справедливая» (*истинная*) или *внутренняя стоимость* – стоимость определяемая ожиданиями относительно будущих денежных потоков, которые сулит владение рассматриваемой ценной бумагой

Ожидания, о которых идет речь в определении внутренней стоимости, могут формироваться под воздействием восприятия определенного рода информации об уже существующих событиях, факторах, параметрах, на базе оценок будущих событий, в результате прогноза параметров.

Внутренняя стоимость ценной бумаги это стоимость определенная экспертным путем с помощью анализа влияния со стороны фундаментальных факторов.

Фундаментальный анализ исходит из того, что «истинная» (или внутренняя) стоимость любого финансового актива равна приведенной стоимости всех денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем.

Таким образом, проблема выявления объективно обоснованной внутренней стоимости и сравнения её с рыночной ценой ценных бумаг - является центральной в фундаментальном анализе.

Основными задачами фундаментального анализа являются:

- определение инвестиционной привлекательности страны, региона, отрасли, предприятия по экономическим показателям;
- исследование ликвидности ценных бумаг;
- определение финансово-экономических показателей;
- расчет «внутренней, фундаментальной» стоимости компании и ее сравнение с рыночной капитализацией;
- моделирование цены, при которой целесообразно инвестирование.

Фундаментальный анализ базируется на постулатах:

- компания не прекратит, равно как, и не сменит профиль своей деятельности в течение прогнозного периода;
- компания имеет объективно обоснованную «внутреннюю стоимость», которую можно определить путем анализа данных о финансовой и производственной деятельности;
- внутренняя стоимость может игнорироваться рынком в краткосрочном периоде;
- внутренняя стоимость будет признана рынком в течение прогнозного периода (в долгосрочном периоде).

Методология фундаментального анализа основывается на определении и объяснении зависимости следующих показателей: стоимости, доходности, волатильности ценных бумаг. Стоимостная характеристика ценных бумаг отражается в таких показателях как цена, курс и процентная ставка.

Однако далеко не всегда обнаружение фундаментального события влечет за собой изменение цен на рынке, нередко на рынке, несмотря на отсутствие какой-либо значимой информации, происходят существенные сдвиги ценовых уровней.

Основной недостаток фундаментального анализа заключается в том, что он не учитывает изменений, колебаний цен и предполагает, что стоимость ценных бумаг стабильная или равномерно изменяющаяся.

Фундаментальный анализ обычно состоит из трех стадий.

На первой стадии под фундаментальным анализом понимается исследование таких макроэкономических факторов как процентных ставки, объем ВВП, темп инфляции, уровень безработицы, уровень товарных запасов и т.д. с целью прогнозирования направления дальнейшего развития экономики.

Макроэкономический анализ проводится оценщиком с целью определить инвестиционную привлекательность страны, что важно для прогнозирования курсов, и для определения риска инвестиций в ценные бумаги данной страны.

Зависимость курсов ценных бумаг от названных выше факторов довольно сложная: они являются взаимозависимыми, поэтому трудно отделить влияние одного без учета влияния другого.

Состав факторов:

- Валовой внутренний продукт (ВВП)
- Денежная база (МО); резервные деньги
- Международные (золотовалютные) резервы (ЗВР)
- Импорт
- Инвестиции в основной капитал
- Индекс деловой активности
- Индекс цен производителей
- Инфляция
- Промышленное производство
- Реально располагаемые денежные доходы
- Ставка рефинансирования
- Торговый баланс
- Индекс потребительских цен (ИПЦ)
- Уровень безработицы
- Экспорт.

Вторая стадия фундаментального анализа включает анализ положения в отрасли, к которой принадлежит эмитент, с учетом политической и экономической ситуации в стране и международной обстановки.

Микроэкономическая интерпретация фундаментального анализа, а именно, исследование показателей производственной и финансовой деятельности компаний для предсказания будущей стоимости их ценных бумаг также является необходимым условием фундаментального анализа.

Третья стадия предполагает собственный анализ и диагностику финансово-хозяйственной деятельности эмитента дает возможность с достаточной точностью оценить финансовую и производственную деятельность компании на основе прогнозирования будущих дивидендов и прибыли и предполагает последовательное изучение деятельности конкретной компании, отрасли, в которой она действует и экономики в целом.

Детально вторая и третья стадии фундаментального анализа описаны в разделе «Оценка стоимости бизнеса»). В этой разделе дается краткая характеристика фундаментального анализа в оценке ценных бумаг.

Фундаментальная оценка может быть выполнена для любой ценной бумаги, независимо от наличия ликвидного рынка (при условии наличия достоверных данных).

Необходимо провести также анализ региональной принадлежности компании, то есть, в какой степени внешние и отраслевые риски увеличиваются (понижаются) за счет пребывания в определенном регионе, например в «горячих точках», в регионах с угнетенной экономикой и т.д.

Все указанные выше факторы анализируются с позиций того, какое влияние они оказывают на капитализацию эмитента, на восприятие рынком рисков оцениваемой компании.

В основе количественного анализа – анализ финансовых коэффициентов за 3-5 последних лет, оценка их динамики (положительная, отрицательная), сравнение их величины с нормативным уровнем.

Главная цель количественного анализа – выяснить степень покрытия ликвидными активами и обязательств эмитента, оценить его способность генерировать денежные средства, дать количественный прогноз в этой области. С этой целью делается прогнозная оценка того, как сложатся в течение ближайших 2-3 лет ключевые производственные и финансовые показатели (прежде всего для покрытия долга). Оценка в фундаментальном анализе качественных показателей должна проводиться в комплексе факторов количественных показателей, учитывать их взаимозависимость и «рефлексивность».

Методы фундаментального анализа являются разновидностями классического экономического и финансового анализа, опирающиеся на вполне рациональные представления о причинах и факторах изменения цен.

Однако фундаментальному анализу присуща значительная доля субъективизма в оценках и выводах, что объясняется невозможностью охватить все множество факторов ценообразования и вытекающей отсюда неполнотой используемых экономико-математических моделей. Приведенные выше примеры распространенных финансовых коэффициентов, используемых в анализе, далеко неполные. Это только часть методики анализа. Вычисленные значения сравниваются с нормативами или пороговыми величинами показателей, установленными для каждой категории, по отраслям. Отраслевая специфика сильно влияет на значения финансовых коэффициентов, например, рейтинговая оценка системы оценки ценных бумаг банка существенно отличается от рейтинга облигаций промышленных предприятий.

Учитывая вышеизложенное, отметим, что фундаментальный анализ – чрезвычайно сложный и трудоемкий процесс, требующий серьезной работы в информационном пространстве, так как информационная составляющая оценки стоимости ценных бумаг очень важна. При этом, оценщику необходимо решить для себя несколько важных вопросов, напрямую связанную с его возможностями получения информации:

- минимально необходимый объем информации для принятия решения;
- оперативность и стоимость этой информации.

В соответствии с ФСО-3¹⁰¹ - оценщик должен определить количественные и качественные характеристики объекта оценки, собрать сведения об имущественных правах, обременениях,

¹⁰¹ Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО №3).

информацию о текущем использовании, другие факторы и характеристики, относящиеся к объекту оценки, существенно влияющие на стоимость.

Под другими факторами и характеристиками в том числе подразумеваются:

- котировки акций, поступающие с торговых площадок организатора торгов, новости рынка;
- различные услуги аналитических и консультационных фирм и агентств;
- аналитические и финансовые отчеты компании-эмитента.

Для финансового анализа предприятий, вполне достаточно сведений, которые можно получить в бесплатных источниках, на сайтах самих компаний. Закон¹⁰² обязывает публичные корпорации, имеющих внешних акционеров публиковать информацию, относящуюся к их деятельности, в форме определяемой нормативно-правовым актом ФСФР России¹⁰³ или на **сайтах информационных агентств, аккредитованных при ФСФР России¹⁰⁴ (Скрин, Прайм-Тасс, Интерфакс, АЗИПИ, АК&М).**

Самый простой способ найти информацию (не только финансовую) – это запросить ее у заказчика (инвестора), либо у самого эмитента. Эмитент, в соответствии с Федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвестора¹⁰⁵» обязан предоставить инвестору информацию, определенную законодательством Российской Федерации¹⁰⁶, в частности **в соответствии со статьей 91 Федерального закона «Об акционерных обществах», эмитент обязан обеспечить акционерам (инвесторам) доступ к документам, предусмотренным пунктом 1 статьи 89.**

Полезную информацию может дать исследование объектов оценки не только с помощью специальных коэффициентов, но и на основе традиционного отслеживания истории котировок акций. Это, в частности *делается в целях нахождения тех или иных зависимостей между финансовыми показателями компаний и ценами ценных бумаг, что позволяет понять какие фундаментальные критерии были определяющими.*

Сравнительный анализ фундаментальных показателей дает более полное представление оценщику об объекте инвестирования, оценивая степень инвестиционной привлекательности того или иного предприятия, отрасли, благоприятности инвестиционной атмосферы в данном регионе.

5.2. Использование инструментального анализа в процессе оценки стоимости финансовых инструментов.

Инструментальный анализ фондового рынка построен на анализе рынков отдельных финансовых инструментов, взаимозависимости их при оценке ценных бумаг. В основе инструментального анализа лежит теория рефлексивности, которая не заменяет фундаментального анализа, но дополняет его за счет ввода в модель анализа *новых факторов, воздействующих на состояние фондового рынка.*

Фундаментальный анализ позволяет определить, каким образом фундаментальная (внутренняя) стоимость акций отражена в их котировках, а теория рефлексивности показывает, каким образом котировки акций влияют на внутреннюю стоимость акций.

Теория рефлексивности основана на двух обобщениях:

1) Котировки фондового рынка в некоторой степени воздействуют на макроэкономическую ситуацию, вызывая спады и подъемы на уровне макроэкономики. Например, если участники рынка считают наиболее привлекательным какой-то финансовый инструмент, то увеличивается приток денежных средств на рынок этого инструмента. Усиление влияния субъективного фактора приводит к увеличению размера денежных средств, направленных в сегмент финансового рынка. С другой стороны, возникновение свободных денежных средств требует их оперативного размещения на финансовом рынке, что отразится на ценах продажи таких финансовых инструментов.

¹⁰² Федеральный закон от 22 апреля № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

¹⁰³ Приказ ФСФР России от 4 октября 2011 № 11-46 «Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами»

¹⁰⁴ Приказ ФСФР России от 30.03.2006 № 06-32/пз-н «Об утверждении Положения об аккредитации Федеральной службой по финансовым рынкам информационных агентств/или иных организаций, имеющих статус средства массовой информации.

¹⁰⁵ Статья 6 Федерального закон от 5 марта 1999 г № 46 « О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»

¹⁰⁶ Статья 91 Федерального закона от 26.12.2005 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

2) Оценка ситуации на фондовом рынке его участниками содержит ошибочные представления о возможных изменениях цен на акции, которые влияют на развитие фондового рынка, обуславливая движение от спада к подъему, достижению точки экстремума и само усиливающийся процесс в обратном направлении. С одной стороны, на фондовом рынке всегда присутствуют предпочтения того или иного направления, с другой стороны, рынок может воздействовать на ход предвосхищаемых им событий.

На фондовом рынке теория рефлексивности проявляется в том, что изменения на фондовом рынке могут повлиять на стоимость акционерного капитала компании. Котировки акций напрямую влияют на стоимость акций, лежащие в их основе: через продажу и выкуп акций и других финансовых инструментов. Котировки акций влияют на её кредитоспособность, отношение клиентуры, доверие к управляющему персоналу.

Позитивные предпочтения участников фондового рынка ведут к росту котировок акций компании и росту рыночной стоимости её акционерного капитала.

Негативные предпочтения - к падению котировок акций и снижению рыночной стоимости акционерного капитала компании.

5.3. Место и значение технического анализа фондового рынка.

Однако, на рынке не может существовать такая ценная бумага, цена которой бы учитывала всю существенную информацию, оказывающую влияние на ее формирование, и не испытывала бы влияния со стороны пространства факторов. Технический анализ в данных вопросах – прямая противоположность фундаментального анализа.

Технический анализ – совокупность методов исследования соотношения спроса и предложения на биржевых и квазибиржевых рынках на основе изучения временных рядов цен, а также некоторых других показателей (например, объемов торговли, числа заключенных сделок, количества открытых контрактов).

Под термином движение рынка аналитики понимают три основных вида информации:

- цена,
- объем торговли,
- открытый интерес.

Ценой может быть как действительная цена товаров, продаваемых на бирже, так и значение валютных и других индексов.

Объем торговли - общее количество заключенных контрактов за определенный промежуток времени.

Открытые интересы - количество позиций, не закрытых на конец торгового дня, и главный из них - цена.

Технический анализ основывается на трех аксиомах:

Аксиома 1. Движение рынка учитывает все.

Технический анализ исходит из постулата, что все объективные данные о компании-аналоге уже заложены в текущую цену акции. Поэтому предполагается, что динамика рыночной стоимости акции не является непосредственной реакцией на текущие события, а зависит только от оценки этих событий участниками рынка.

Аксиома 2. Цены движутся в виде устойчивых трендов.

Все теории и методики технического анализа основаны на том, что тренд двигался в одном направлении, пока не подаст особых знаков о развороте.

Аксиома 3. История повторяется.

Технический анализ основан на том, что изменения рыночной стоимости акций в будущем можно прогнозировать на основе анализа изменения рыночной стоимости в прошлом и в настоящем периодах, проследив тенденции из изменения.

Искусство технического анализа заключается в определении изменений тренда на ранних стадиях и удержании соответствующей инвестиционной позиции до тех пор, пока не станет очевидным, что тренд изменил направление.

Долгое время технический анализ развивался как метод визуального исследования ценовых графиков. Позднее были разработаны математические модели анализа и прогнозирования динамики цен (так называемые технические индикаторы) широкое применение которых стало возможным с приходом на финансовые рынки компьютерной техники. Современный технический анализ практически полностью компьютеризирован, что дает возможность использовать в практической деятельности новейшие технологии искусственного интеллекта: экспертные системы, нейронные сети и генетические алгоритмы.

Существует три основных метода технического анализа:

- Метод Хетча;
- Метод, основанный на предположении об относительной устойчивости роста стоимости ценных бумаг;
- Метод графического и фактографического анализа основан на предположении о том, что тенденции изменения цен в прошлом будут повторяться в будущем.

Метод Хетча - основан на правилах, которыми пользуются для того, чтобы отличить краткосрочные колебания цен акций от изменения долгосрочного развития. Аналитик должен определить, в каком процентном изменении цены акций означают не краткосрочные колебания цен, а изменение тенденции развития.

Метод, основанный на предположении об относительной устойчивости роста стоимости ценных бумаг основан на допущении, что если цены на акции какой-либо компании начинают расти, то рост будет продолжаться на протяжении какого-то промежутка времени. Затем информация об относительной устойчивости роста цен поступает к инвесторам, курсовая цена акций в результате повышенного спроса, начинает превышать внутреннюю стоимость акций компании, затем цены падают.

Метод графического анализа является наиболее распространенным техническим методом, который основан на предположении о том, что тенденции изменения цен в прошлом будут повторяться в будущем.

Графический анализ рынка ценных бумаг базируется на трех основополагающих принципах:

- 1) принцип отражения,
- 2) принцип тренда,
- 3) принцип повторяемости.

Принцип отражения заключается в том, что все происходящие события (экономические, политические, социальные и даже психологические) получают свое отражение в ценах. Технический аналитик фактически не озабочен теми причинами, которые вызвали то или иное колебание цен.

Принцип тренда (тренд - означает определенное направление движений цен) утверждает, что изменение цен происходит в соответствии с определенным преобладающим направлением. Кроме того, поддающиеся выделению направления и представляют собой нормальное описание рынка. Стихийные подъемы и падения занимают гораздо меньше места в рыночной системе по сравнению с трендами.

Соотношение предложения и спроса создает тренд. Тренд остается стабильным до появления противоположной тенденции. Рыночные цены изменяются таким же образом. Сначала они начинают свое движение в одном направлении, например, вверх, создавая тем самым повышенный тренд. Этот тренд остается господствующим до тех пор, пока скорость изменений не начинает снижаться, что предупреждает о предстоящей смене направления. В это время уже начинается новый тренд.

Сторонники технического анализа считают, что тренд - наилучший инструмент для анализа фондового рынка. Следуя определенному тренду, можно значительно повысить вероятность получения положительного результата от проводимых операций.

Для успешной деятельности на биржевом рынке нет необходимости предсказывать будущие значения цены. Применение технического анализа позволяет получить ответы на три главных вопроса, достаточных для принятия адекватного и своевременного инвестиционного решения:

- какая из групп – покупатели (быки) или продавцы (медведи) в настоящий момент доминируют на рынке;
- какова сила доминирующей группы;
- имеются ли основания считать существующую ценовую тенденцию устойчивой.

Принцип повторяемости кратко можно сформулировать так: все события, происходящие на рынке, повторяются. Время от времени на рынке появляются определенные, сохраняющиеся в течение какого-то периода модельные ситуации. Они позволяют интерпретировать уже произошедшие изменения и прогнозировать будущие движения цен. С другой стороны, человеческая природа такова, что люди, как правило, действуют в соответствии с уже приобретенным ими опытом и поэтому стараются воспроизводить наиболее удачные схемы и способы действий.

Из века в век человеческая психология в основе своей неизменна, таким образом, главный «двигатель» цен - социально-массовое, эмоциональное настроение. Оно повторяется на протяжении всей истории и отражается в графиках движений рынка.

Технический анализ можно использовать при анализе любых инвестиций. Технический аналитик может анализировать весь набор обращающихся на рынке ценных бумаг (акций, облигаций, опционов и т.д.) с **целью определения момента для их покупки или продажи.**

Единственный момент, где требуется известная корректировка применения технического анализа, состоит в разном подходе к инвестициям, обусловленном различными положениями инвесторов (отношением к риску, суммой свободного капитала и т.д.) Отсюда следуют различия в инвестиционном поведении инвесторов.

Технический анализ дает возможность оценить краткосрочные и долгосрочные инвестиционные альтернативы и определить вероятное движение цен на основе их динамики в ретроспективном и в настоящем периоде.

Основные показатели фондового рынка, используемые в техническом анализе:

- стоимость,
- доходность,
- рискованность,
- ликвидность,
- средние цены продажи, покупки и другие.

Инструменты и методы технического анализа

К числу инструментов технического анализа относятся:

- линии трендов;
- линии поддержки и сопротивления;
- скользящие средние;
- ценовые графики и фигуры;
- осцилляторы;
- индикаторы объема.

Достоинства и недостатки технического анализа.

Самый серьезный недостаток технического анализа – субъективизм выводов, получаемых с помощью методов технического анализа. Отсутствие фундаментальной теоретической концепции,

которая была бы в состоянии объяснить силу формаций и индикаторов с точки зрения современных представлений о механизмах ценообразования на финансовых рынках.

К достоинствам следует отнести стандартный характер и доступность анализируемых данных: значения цен и объемов торгов являются официальной биржевой информацией. Важным преимуществом технического анализа является учет фактора времени, что позволяет осуществить покупку или продажу ценных бумаг в близкие к оптимальному моменты времени.

Необходимым условием применения технического анализа является наличие высоколиквидного биржевого или (электронного) рынка ценных бумаг, который сводит на одной площадке множество продавцов и покупателей, предоставляя им общую информационную структуру. Без ликвидного рынка – нет технического анализа.

Эффективность технического анализа зависит от комплексности использования различных методов, опыта исследователя, доступности и полноты биржевой информации и наличия специального программного обеспечения. Оценщик практически не использует технический анализ при определении стоимости, но может ориентироваться на данные технического анализа при выборе и обосновании весов при согласовании результатов.

Вопросы для самопроверки

1. Что понимается под фундаментальным анализом?
2. Факторы, исследуемые при фундаментальном анализе?
3. Назовите основные недостатки фундаментального анализа?
4. Методы оценки ценных бумаг при использовании фундаментального анализа?
5. Сущность модели нулевого роста?
6. Сущность модели постоянного роста?
7. Какие статистические показатели, используются для отбора акций?
8. Какие показатели предприятия рассматриваются при оценке компании в рамках фундаментального анализа?
9. Какие аксиомы используются в техническом анализе?
10. Какие методы используются в техническом анализе?

Тесты для самопроверки

1. К методам фондового рынка относятся:
 - 1) фундаментальный анализ;
 - 2) технический анализ;
 - 3) финансовый анализ.
2. Фундаментальный анализ базируется на постулатах:
 - 1) компания не прекратит, равно как и не сменит профиль своей деятельности в течение прогнозного периода;
 - 2) компания имеет объективно обоснованную справедливую стоимость;
 - 3) внутренняя стоимость может игнорироваться рынком в краткосрочном периоде;
3. В техническом анализе используются следующие тренды:

- 1) бычий;
- 2) медвежий;
- 3) диагональный.

4. Основные показатели фондового рынка, используемые в техническом анализе:

- 1) стоимость,
- 2) доход;
- 3) рискованность.

5. Под термином движение рынка аналитики понимают следующие виды информации:

- 1) цена,
- 2) объем торговли,
- 3) предложения.

6. Одними из самых важных финансовых показателей, влияющих на рост стоимости компании являются:

- 1) объем реализации продукции,
- 2) доходность,
- 3) размеры дивиденда на акцию.

7. Если отношение цены акции к балансовой стоимости активов на акцию оказывается меньшим, рентабельность собственного капитала — более высокой, а соотношение всех заемных средств и собственного капитала находится на одном уровне при сравнении с показателями аналогичных компаний, — то налицо:

- 1) недооцененные акции;
- 2) переоцененные акции;
- 3) акции, соответствующие справедливой рыночной стоимости.

8. Основным недостатком фундаментального анализа заключается в том,

- 1) что он не учитывает изменений, колебаний цен;
- 2) что предполагает, что стоимость ценных бумаг стабильная или равномерно изменяющаяся;
- 3) что не учитывает объем реализации продукции.

9. Метод капитализации дохода:

1) предполагает, что истинная или внутренне присущая стоимость любого капитала основана на финансовом потоке, который инвестор ожидает получить в будущем в результате обладания этим капиталом;

2) предполагает, справедливая рыночная стоимость любого капитала основана на финансовом потоке, который инвестор ожидает получить в будущем в результате обладания этим капиталом;

3) предполагает, что истинная или внутренне присущая стоимость ценной бумаги основана на финансовом потоке, который инвестор ожидает получить от неё в будущем.

10. Модель постоянного роста:

1) это модель, в которой предполагается, что дивиденды будут расти от периода к периоду в одной пропорции, т.е. с одинаковым темпом роста;

2) это модель, в которой предполагается, что размер дивидендов остается неизменным;

3) это модель, в которой темп роста дивидендов постоянно меняется.

Глава 6. Информационная база оценки ценных бумаг

Информационная база является основой для проведения оценочных работ¹⁰⁷, от её качества (полноты, достоверности, точности, адекватности задачам оценки) в конечном итоге зависит достоверность итоговой стоимости ценной бумаги, качество суждения оценщика. В зависимости от характеризуемого объекта, источника, свойства получаемых оценщиком данных выделяют различные виды информации.

Основу информационной базы оценки стоимости ценных бумаг составляет информационная инфраструктура представленная в виде:

- публичной информации
- информации, необходимой для оценки ценных бумаг через оценку бизнеса.

Публичная информация представляет собой информацию для оценки рыночной стоимости ценной бумаги и информацию для оценки теоретической стоимости ценной бумаги.

Информация для оценки рыночной стоимости ценной бумаги включает в себя:

- данные торговых систем;
- данные внебиржевых торговых систем;
- данные организаторов торговли на рынке ценных бумаг;
- данные регулятора рынка ценных бумаг;
- сведения, раскрываемые Банком России;
- данные Минфина России;
- данные независимых организаций и ассоциаций;
- данные ассоциаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и саморегулируемых организаций;
- данные рейтинговых агентств; данные международных организаций;
- информация Росимущества о продажах акций, принадлежащих Российской Федерации.

Информация для оценки теоретической стоимости ценной бумаги включает в себя:

- информацию о ценной бумаге;
- эмиссионные документы
- исторические данные об эмитенте;
- прогнозные сведения;
- сведения о смежных рынках (в случае необходимости).

Информация, необходимая для оценки ценных бумаг через оценку бизнеса состоит из внешней информации и внутренней информации.

Внешняя информация это:

- макроэкономическая информация;
- темпы инфляции;
- политические риски;
- стабильность национальной валюты;
- стабильность законодательства;
- информация об отрасли;
- сведения о состоянии отрасли в целом;
- специфика регулирования, лицензирования; налогообложения.
- уровень конкуренции;
- информационный фон вокруг эмитента;
- публично раскрываемая информация;

¹⁰⁷ Пункт 8 Приказа Минэкономразвития России от 20 июля 2007 № 254 «Требования к отчету об оценке» (ФСО-№ 3).

- частота и характер упоминаний в прессе;
- сведения о корпоративных конфликтах и участие в судебных разбирательствах.

Внешняя (публичная информация) информация

Для ее получения оценщику нет необходимости устанавливать контакт с эмитентом, что в ряде случаев является несомненным достоинством, поскольку существенно облегчает задачу получения информации.

Источником внешней информации о макроэкономической среде и положения в отрасли, к которой относится компания выступающая предметом оценки служат данные Правительства РФ, данные министерств и служб (Минэкономразвития России, Минфина России, Центрального банка РФ, данные Государственной Думы РФ, экономические, в том числе отраслевые и региональные, периодические издания: «Эксперт», «Деньги», «Вопросы экономики», «Деньги и кредит», «Финансы», «Нефть России», «Национальная металлургия», «Строительство», «Эксперт-Урал», «Северо-Запад», «Финансы городов и регионов», «Рынок ценных бумаг» «Акционерное общество» и др. Отраслевые информационные бюллетени, обзоры, средства массовой информации, периодические издания по оценке: «Вопросы оценки», «Российский оценщик» и т.д. Наиболее важные источники приведены в приложении 7.

Внутренняя информация это информация, получаемая по специализированному запросу непосредственно от эмитента, дающая детальное представление о положении дел самого эмитента, его текущем уровне деятельности, загруженности, конкурентоспособности, обеспеченности активами, системах маркетинга, сбыта и т.д., а также об основных планах по развитию. Базовый запрос информации у предприятия-эмитента представлен в приложении 8.

Вся вышеназванная информация позволяет оценщику собрать максимально полные и достоверные сведения о состоянии внешней среды, общих условиях работы на рынке ценных бумаг, основных действующих факторах, ценовых трендах и т.д., а также получить представление об эмитенте.

Частью информационной инфраструктуры, существующей на рынке ценных бумаг, является система раскрытия информации эмитентами. Требования к содержанию наиболее важных документов изложены в Приказе ФСФР России¹⁰⁸. В частности в этом документе представлены требования к проспекту ценных бумаг, к ежеквартальному отчету эмитента ценных бумаг, к годовому отчету акционерного общества.

Раскрытие информации является эффективным средством защиты интересов инвесторов, поскольку позволяет им принимать взвешенные инвестиционные решения.

ФЗ «О рынке ценных бумаг» определяет раскрытие информации как обеспечение её доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей её нахождение и получение. Раскрытой информацией на рынке ценных бумаг признается информация, в отношении которой приведены действия по ее раскрытию.

Под представлением информации понимается обеспечение ее доступности определенному кругу лиц в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и получение этим кругом лиц.

Помимо Приказа ФСФР России «Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», необходимо указать законы «О рынке ценных бумаг» и «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», акты, связанные со статусом акционерного общества, например Закон «Об акционерных обществах», акты сферы антимонопольного регулирования, например, Закон «О защите конкуренции»; акты, посвященные сводной бухгалтерской отчетности, например, Приказ Минфина России «О методических рекомендациях по составлению и предоставлению сводной бухгалтерской отчетности»; акты, связанные с бухгалтерской и налоговой отчетностью, Закон «О бухгалтерском учете», «Налоговый кодекс РФ».

¹⁰⁸ Приказ ФСФР России от 04.10.2011 № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»

Среди актов, регламентирующих вопросы раскрытия информации, особое место занимает имеющий рекомендательный характер «Кодекс корпоративного поведения»¹⁰⁹, воспринявший многие идеи признанных в международной практике принципов корпоративного управления, разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), которые гласят, что структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся корпорации.

Кодекс корпоративного поведения дает подробные рекомендации по формированию информационной политики акционерного общества, формам раскрытия информации, её предоставлению и т.д. Кодекс определяет цель раскрытия информации, основные принципы её раскрытия.

Цель раскрытия информации акционерного общества Кодекс определяет как донесение этой информации до сведения всех заинтересованных в её получении лиц в объеме, необходимом для принятия взвешенного решения об участии в обществе или совершения иных действий, способных повлиять на финансово-хозяйственную деятельность общества.

К основным принципам раскрытия информации об обществе Кодекс относит:

- регулярность и оперативность её предоставления;
- доступность такой информации для большинства акционеров и иных заинтересованных лиц;
- достоверность и полнота её содержания;
- соблюдение разумного баланса между открытостью общества и соблюдением коммерческой тайны.

Достоверность, оперативность и полнота информации - эти требования определены в Приказе ФСФР России¹¹⁰. Положением предусматривается не только раскрытие информации с момента принятия решения о размещении бумаг и до момента государственной регистрации отчета об итогах выпуска, но и определены правила раскрытия информации об эмитенте и его ценных бумагах на регулярной основе уже после завершения эмиссии.

Источниками раскрытия информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг являются:

- лента новостей, то есть информационный ресурс в сети Интернет, обновляемый в режиме реального времени (он-лайн);
- страница в сети Интернет (возможно использование сайта эмитента либо иного сайта при опубликовании информации на котором, эмитент смог бы обеспечить свободный доступ к такой информации, а также мог сообщать по требованию заинтересованных лиц адреса страниц, на которых осуществляется опубликование информации);
- периодическое печатное издание (газета, журнал с соответствующими требованиями к тиражу определяемыми в соответствии с требованиями федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг и др.).

В результате тендера среди информационных агентств были определены пять – **(ЗАО «АК&М», АНО «АЗИПИ», ЗАО «Интерфакс», ЗАО «Прайм-Тасс», ЗАО «Скрин».**

С 1 сентября 2012 г. ФСФР России обязывает эмитента размещать документы, подлежащие раскрытию, на странице в сети Интернет одного из уполномоченных распространителей информации на рынке ценных бумаг. То есть теперь эмитент должен завести страницу со всеми документами на сайте уполномоченного информационного агентства, таким образом, и инвестору и иным лицам нет необходимости искать информацию в разрозненных источниках.

Важное значение придается срокам раскрытия информации:

- в ленте новостей она должна быть раскрыта не позднее 1дня, следующего за днем наступления события,
- в Интернете – не позднее 2 дней,
- в печатном издании – не позднее 10 дней.

¹⁰⁹ Распоряжение ФКЦБ России от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» (вместе с «Кодексом корпоративного поведения»от 05.04.2002).

¹¹⁰ Приказ ФСФР России от 04.10.2011 № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг.

Причем эти требования действуют как на этапах процедуры эмиссии ценных бумаг, так и для сообщений о существенных фактах после завершения эмиссии.

Раскрывается информация и обо всех действиях эмитента, связанных:

- с размещением ценных бумаг,
- о приостановлении размещения,
- если вносятся изменения, о возобновлении размещения,
- если изменения зарегистрированы или отказано в регистрации изменений,
- о завершении размещения, если истек срок или все бумаги размещены до истечения этого срока.

При этом обязанность эмитента осуществлять раскрытие информации в форме:

- годового отчета акционерного общества¹¹¹;
- годовой бухгалтерской отчетности акционерного общества;
- устава и иные внутренних документов акционерного общества, регулирующие деятельность его органов;
- сведений об аффилированных лицах акционерного общества;
- ежеквартального отчета;
- сообщений о существенных фактах
- сведений, которые могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг.

Распространяется на эмитентов, в отношении ценных бумаг которых осуществлена регистрация хотя бы одного проспекта ценных бумаг; эмитентов.

Обязанность по раскрытию информации лежит на самом эмитенте, соответственно на его уполномоченном органе. Если нераскрытие информации, или же её раскрытие с нарушением происходит на этапе эмиссии ценных бумаг, ФСФР России вправе приостановить процедуру эмиссии и назначить проверку. При обнаружении серьезных нарушений, которые повлекли за собой убытки, ущерб со стороны инвесторов, а также нарушение их прав, комиссия может признать их выпуск несостоявшимся или аннулировать эмиссию. Во всех других случаях предусмотрена административная ответственность. Если нераскрытие, либо раскрытие недостоверной информации повлекло серьезный ущерб со стороны инвесторов, виновные лица могут быть привлечены к уголовной ответственности.

Сообщения о существенных фактах

Сообщениями о существенных фактах признаются следующие сведения:

- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществах;
- о фактах, повлекших за собой разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 %;
- о фактах, повлекших за собой разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10 %;
- о фактах разовых сделок эмитента, размер которых или стоимость имущества по которым составляет не менее 10 % активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- об этапах процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг, о приостановлении, возобновлении эмиссии эмиссионных ценных бумаг, о признании выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;
- о включении в реестр акционеров эмитента акционера, владеющего не менее чем 5 % обыкновенных акций эмитента, а также любом изменении, в результате которого доля обыкновенных акций эмитента, а также любом изменении, в результате которого доля принадлежащих акционеру таких акций стала более или менее 5,10,15,20,25,30,50,75 % размещенных обыкновенных акций;
- о дате закрытия реестра акционеров эмитента, сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами, решениях общих собраний;
- о начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента;
- о поступившем эмитенту – добровольном или обязательном предложении о приобретении более 30 % общего количества его голосующих акций.

¹¹¹ Приказ ФСФР России от 02.02.2012 № 12-б/пз-н «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»

— о поступившем эмитенту – уведомлении о праве требовать выкупа ценных бумаг или требовании о выкупе ценных бумаг, направленных лицом, которое самостоятельно или с участием своих аффилированных лиц приобрело более чем 95 % общего количества голосующих акций эмитента и другие.

Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» определено пятьдесят существенных фактов, которые в случае их раскрытия или предоставления могут оказать существенное влияние не только на котировки эмиссионных ценных бумаг и на их стоимость.

Федеральный закон от 27 июля 2010 года N 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» определил понятие инсайдерской информации.

Инсайдерская информация - точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров.

Приказом ФСФР России от 12 мая 2011 № 11-18/пз-н утвержден перечень информации, относящийся к инсайдерской информации эмитентов.

Информация, доступная собственнику эмитента ценных бумаг

Необходимо помнить, что любой потенциальный заказчик оценки акций (акционер) может в соответствии со статьей 91 ФЗ «Об акционерных обществах», запросить информацию, которую общество хранит в соответствии со статьей 89¹¹², а акционер, владеющий в совокупности 25 % голосующих акций, может дополнительно запросить документы бухгалтерского учета и протоколы правления общества, что позволит оценщику более детально определить денежные потоки и риски при оценке ценных бумаг данного эмитента. Эта информация доступна акционерам любого типа акционерного общества (ОАО, ЗАО).

В случае если оценку ценных бумаг (облигаций) заказывает собственник общества ограниченной ответственности, то в соответствии с ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» он как участник общества, может запросить также документы бухгалтерского учета и отчетности, а также протоколы совета директоров и собраний и документы по выпуску ценных бумаг (облигаций).

Биржевая информация

Информация о качестве ценных бумаг может поступать и через биржевую информацию. Информация с фондовых рынков является обязательной составной частью большинства зарубежных солидных газет. The Financial Times - самая влиятельная деловая газета в мире, без которой не мыслится серьезная фондовая деятельность. Печатаются курсы акций, имеющие листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, информация по биржевой торговле облигациями, производными ценными бумагами, разнообразные фондовые индексы.

Российский фондовый рынок не имеет богатой истории, как рынок США или других развитых стран, не имеет он и устоявшихся информационные источники.

За последние пять-шесть лет только несколько центральных газет публикуют сводки с российских фондовых бирж, но в достаточно сжатом виде и не ежедневно. Наиболее доступной можно считать информацию в газете «Коммерсантъ» и в Интернете. В газете «Коммерсантъ биржевая информация дается в разделе «Фондовые рынки» в рубрике «Курсы акций российских эмитентов» Данные приводятся по состоянию на предыдущий день и включают следующие сведения:

эмитент – (в этом же столбце отмечаются операции с привилегированными акциями);

сроч (долл./руб.) – выраженная в долларах США или рублях цена, по которой покупатели согласны приобрести акции. Внизу таблицы для читателей дается информация, что для РТС котировки даны в долларах США, а для остальных бирж – в рублях;

предл. (долл./руб.) – цена, по которой продавцы согласны продать акции;

¹¹² Федеральный закон от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

мин. (долл., руб) – минимальная цена акции за данный торговый день;
макс. (долл., руб) максимальная цена акции за данный торговый день;
посл. (долл, руб.) последняя цена, предложенная в течение торговой сессии;
изм. –(%) дается в процентах изменение курса акции по сравнению с предыдущим торговым днем;

объем сделок (шт.) – объем сделок в штуках;

сделки – количество проведенных сделок;

див. (руб.) – дивиденды, выплачиваемые по акциям данной компании;

мин.52 нед. (долл.,руб.) – минимальная цена акции за последние 52 недели;

макс. 52 недели (долл., руб.) – максимальная цена акции за последние 52 недели .

Можно получать информацию о торгах на Московской Бирже (Биржевая информация) через дистрибьюторов, осуществляющих поставку финансовой информации в режиме реального времени своим подписчикам¹¹³.

Коммерсантъ» публикует также «Курс акций зарубежных эмитентов»¹¹⁴ составленный по данным агентства Рейтер . Информация в газете дается по фондовой бирже Московской бирже ММВБ-РТС, Московской фондовой бирже и некоторым другим источникам. Представлена информация о компаниях, ведущих основной бизнес на территории России и имеющих листинг на зарубежных площадках.

Поставщиками информационных ресурсов также являются:

- государственные организации: Росстат (<http://www.gks.ru>) , Банк России (<http://www.cbr.ru/>);
- компании, специализирующиеся на предоставлении котировок реального времени по Интернету, Межбанковский финансовый дом (<http://mfd.ru/>), агентство «Финмаркет» (<http://www.finmarket.ru/>) и др;

- крупнейшие общемировые службы финансовых, политических, экономических, светских и др. новостей и информации о рынка: на английском языке CNN (финансовый сайт службы – <http://cnnfn.com>), Reuters (www.reuters.com), Bloomberg (www.bloomberg.com) и др. На русском языке – Росбизнесколсантинг (www.rbc.ru), Прайм-Тасс(www.prime-tass.ru) и др.

Пожалуй, следует сказать, что *кроме российских интернет-порталов, есть смысл обращаться и на западные сайты.* Во-первых, глобальные новости у них могут оказаться быстрее, а во-вторых, Россия давно и прочно интегрирована в мировое сообщество и даже акции многих крупных российских эмитентов торгуются на иностранных биржах, в виде АДР (американские депозитарные расписки)¹¹⁵. Поэтому может оказаться полезным сравнить два источника информации – российский и западный. Самым известным интернет-порталом является Yahoo (www.yahoo.com) или <http://finance.yahoo.com>).

Вопросы для самопроверки

1. Что понимается под раскрытой информацией?
2. Укажите формы раскрытия информации?
3. Укажите способы раскрытия информации?
4. Какая информация публикуется в печатных средствах массовой информации?
5. Назовите информационные агентства по раскрытию информации?
6. Что включает в себя ежеквартальная отчетность?

¹¹³ <http://moex.com/>

¹¹⁴ <http://stocks.investfunds.ru/foreign/> Рынок акций российских эмитентов, выпущенных за рубежом

¹¹⁵ Американская депозитарная расписка – это сертификат на акции иностранной компании, депонированные в американском (иностранном) банке, имеющие отделение или корреспондента в стране эмитента.

7. Сколько должны находиться в открытом доступе уставы общества и решения о выпуске?
8. Какие факты оказывают влияние на стоимость ценных бумаг?
9. Каким образом раскрывается информация о существенном факте?
10. Укажите, распространяется ли действие нормативного документа ФСФР России по раскрытию информации на Банк России и на государственные и муниципальные ценные бумаги?

Тесты для самопроверки

1. В каких нормативно-правовых актах оценщик сможет найти информацию об этапах эмиссии ценных бумаг, о дополнительной эмиссии ценных бумаг:

- 1) ФЗ «О рынке ценных бумаг»
- 2) ФЗ «Об акционерных обществах»
- 3) Приказ ФСФР от 4 июля 2013 г. № 13-55/пз-н.

2. Какие из ниже перечисленных документов дают оценщику информацию о корпоративном управлении в обществе:

- 1) устав;
- 2) учредительный договор;
- 3) Положение о совете директоров.

3. В каком нормативном документе оценщик сможет найти коэффициенты, учитывающие скидки, в зависимости от размера пакета акций:

- 1) Постановление Правительства РФ от 14.02.2006 г. № 87;
- 2) Приказ Минэкономразвития России № 303 от 29.09.2006 г.
- 3) Нет такого документа.

4. В каком нормативном документе оценщик сможет найти информацию о существенных фактах ?

- 1) Приказ ФСФР от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н;
- 2) Приказ ФСФР от Приказ ФСФР от 4 июля 2013 г. № 13-55/пз-н
- 3) Распоряжение ФКЦБ от 18 июня 2003 г. № 03-1169/р.

5. Если из представленной информации оценщик информирован о том, что при принятии определенных решений были нарушены права акционеров (акции которых он оценивает):

- 1) он должен отказаться от оценки;
- 2) учесть это в ставке дисконтирования;

3) учесть это в скидках и премиях.

6. В процессе анализа представленной информации оценщик выявил нарушения в оформлении протоколов совета директоров, общих собраний акционеров, по которым были приняты решения о крупных сделках, либо реорганизации общества, он должен:

- 1) отказаться от оценки;
- 2) учесть это в ставке дисконтирования;
- 3) учесть это в скидках и премиях.

7. Должен ли оценщик руководствоваться нормативно-правовыми актами органов субъекта федерации и органов местного самоуправления:

- 1) обязательно;
- 2) рекомендательно;
- 3) ни в коем случае.

8. В каком нормативном документе отражен факт того, что независимый оценщик и аудитор, подписавшие проспект ценных бумаг несут солидарно с иными лицами, субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб, причиненный инвестору, вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной информации:

- 1) ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
- 2) ФЗ «Об акционерных обществах»
- 3) ФЗ «О рынке ценных бумаг».

9. Укажите, что из ниже перечисленного оказывает влияние на стоимость ценных бумаг в сторону увеличения:

- 1) наличие в совете директоров «независимых директоров»;
- 2) наличие в совете директоров исполнительных директоров;
- 3) наличие в совете директоров представителей субъекта федерации.

10. Укажите, каковы действия оценщика, если при экспертизе документов он выявил факт приостановления лицензии на основной вид деятельности:

- 1) откажется от оценки;
- 2) учтет данный факт в ставке дисконтирования;
- 3) учтет данный факт в формировании денежного потока.

Глава 7.

Оценка долговых ценных бумаг (облигаций)

7.1. Общая характеристика и классификация облигаций.

Долговые ценные бумаги – это обязательства, размещенные эмитентом на фондовом рынке для заимствования денежных средств. Наряду с кредитами они составляют основу заемного капитала. Значительное место среди долговых ценных бумаг занимают облигации.

В соответствии со статьей 816 Гражданского кодекса Российской Федерации, облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право её держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет её держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

К отношениям между лицом, выпустившим облигацию, и её держателем правила, установленные ГК РФ для займа, применяются постольку, поскольку иное не предусмотрено законом или в установленном им порядке.

Статьей 33 ФЗ «Об акционерных обществах» установлено, что «облигация удостоверяет право её владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки. В решении о выпуске облигаций должны быть определены форма, сроки и иные условия погашения облигаций».

Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая, в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг», право её владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок её номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право её владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Стандартами эмиссии ценных бумаг предусмотрены следующие виды размещения облигаций:

Размещение путем открытой и закрытой подписки. Способ размещения облигаций (в том числе конвертируемых в акции) – открытая и закрытая подписка – должен быть определен решением о размещении.

Размещение облигаций осуществляется путем конвертации:

- в облигации конвертируемых ценных бумаг;
- при реорганизации.

Облигации могут быть конвертируемы в облигацию и в акцию. При этом одна облигация должна быть конвертирована в одну облигацию, представляющую те же права.

Решением о размещении облигаций, конвертируемых в акции, должно быть предусмотрено, что конвертация осуществляется:

- по требованию владельцев облигаций;
- по наступлении срока (календарная дата, период времени или событие, которое должно неизбежно наступить); и (или) при наступлении обстоятельств, указанных в решении о размещении.

Облигации могут выпускаться в форме именных бездокументарных или предъявительских документарных ценных бумаг.

Различают две формы размещения выпуска:

- разовое размещение выпуска;
- заимствование в форме траншей (последовательное размещение выпуска «партиями»).

В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» приведены обязательные реквизиты лишь сертификата предъявительской облигации, причем в перечень реквизитов сертификата включены «другие реквизиты, предусмотренные законодательством Российской Федерации для конкретного вида эмиссионных ценных бумаг».¹¹⁶

Сертификат – эмиссионной ценной бумаги должен содержать следующие обязательные реквизиты¹¹⁷:

- полное наименование эмитента, место его нахождения и почтовый адрес;
- вид, категорию (тип) эмиссионных ценных бумаг;
- государственный регистрационный номер выпуска эмиссионных ценных бумаг и дату государственной регистрации;
- права владельца, закрепленные эмиссионной ценной бумагой;
- условия исполнения обязательств лицом, предоставившем обеспечение, и сведения об этом лице в случае выпуска облигаций с обеспечением;
- указание количества эмиссионных ценных бумаг, удостоверенных данным сертификатом;
- указание общего количества эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- указание о том, подлежат ли эмиссионные ценные бумаги обязательному централизованному хранению, и если подлежат - наименование депозитария, осуществляющего их централизованное хранение;
- указание на то, что эмиссионные ценные бумаги являются эмиссионными ценными бумагами на предъявителя;
- подпись лица, осуществляющего функции исполнительного органа эмитента, и печать эмитента;
- другие реквизиты, предусмотренные законодательством Российской Федерации для конкретного вида эмиссионных ценных бумаг.

В настоящее время обязательные реквизиты облигаций законодательно не установлены.

Эмиссия облигаций некоммерческими организациями допускается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, при наличии обеспечения, определенного указанными нормативными актами.

Доход облигации как абсолютный показатель может быть выражен в виде:

- периодически получаемых по купонам процентов;
- дисконта - разницы между ценой продажи (номиналом, выкупной ценой или рыночной ценой) и ценой приобретения облигации.

Облигация имеет базовые характеристики (параметры), задаваемые эмитентом в решении об их выпуске (правоустанавливающим документе):

- номинал (номинальную стоимость);
- купонная ставка;
- срок до погашения;
- оговорка об отзыве (предусмотренное конструкцией облигации право, дающее возможность эмитенту выкупить выпуск облигаций до наступления срока погашения).

¹¹⁶ Информационное письмо от 15 января 2013 г. № 13-СХ-03/542 «О некоторых особенностях регулирования отношений, связанных с документарными облигациями на предъявителя с обязательным централизованным хранением»

¹¹⁷ Статья 18. ФЗ «О рынке ценных бумаг»

Перечисленные характеристики во многом определяют ценовой уровень облигации в период их обращения на вторичном рынке.

Купонная ставка и срок до погашения являются определяющими характеристиками облигации, так как они позволяют рассчитать размеры и временные характеристики денежного потока, обещанного эмитентом держателю облигации.

К основным рыночным характеристикам облигаций, складывающимся в результате котирования их на рынке можно отнести:

- **эффективную доходность (доходность к погашению);**
- **ликвидность облигаций.**

Рыночные характеристики не являются константами и могут изменяться в зависимости от ряда обстоятельств.

Особой характеристикой облигации, связанной с их начальными параметрами, а также с положением дел эмитента и текущей ситуацией на рынке, является риск облигаций.

На любой момент времени структура рыночных цен облигаций, различающихся по значениям отдельных параметров, может быть описана в терминах доходности к погашению.

Характеристика доходности к погашению облигаций, в значительной мере зависит от параметра срока до погашения.

Разница доходности у двух облигаций обычно называется спредом процентных ставок.

Чаще всего она используется при сравнении анализируемой облигации с аналогичной безрисковой облигацией (государственной ценной бумагой с теми же сроками погашения и купонной ставкой).

Спред процентных ставок зачастую измеряется в базисных пунктах. Пункт - сотая часть процента (0,01%).

Например, если доходность к погашению для одной облигации составляет 12,16%, а для другой 12,90%, то спред процентных ставок равен 74 базисным пунктам (то есть, 1% -100 б.п.).

Исторически « нормальным» для американского рынка считается спред в 400 б.п. между доходностью государственных облигаций и высокодоходных долговых бумаг корпораций. Если эта разница падает до 30 б.п., инвесторы избегают вкладов в такие облигации. Это ведет к падению курсовых цен на них и, как следствие, росту ставок доходности.

Ликвидность облигаций всегда можно определить по разнице между ценами покупки и продажи, устанавливаемыми дилерами или трейдерами. У облигаций, пользующихся большим спросом, но имеющих высокое предложение, эта разница меньше, чем у тех, торговля которыми ведется пассивно. Поэтому облигации, которые активно покупаются и продаются, должны иметь более низкую доходность к погашению (соответственно их риску, определяемую ликвидностью) и более высокую внутреннюю стоимость, чем пассивные облигации при прочих равных условиях (нужно иметь в виду, что изменения ставки процента могут вызывать финансовые потери по пассивным облигациям).

Доходность облигаций как относительный показатель характеризуется несколькими индикаторами. Различают:

- купонную ставку;
- текущую доходность;
- доходность к погашению.

Доходность к погашению носит также название эффективной, реальной доходности, полной доходности, ставки общего дохода, ставки помещения и обещанной доходности.

Купонная доходность – определяется при выпуске облигации, и, следовательно, нет необходимости ее рассчитывать.

Текущая доходность характеризует отношение текущих поступлений по облигации в данном году к зафиксированной на момент измерения показателя рыночной стоимости облигации.

Параметр текущей доходности как правило, непригоден при сравнении инвестиционных качеств разных видов облигаций, так как он не учитывает все элементы денежного потока по облигации, в том числе наиболее значимый – номинальную или выкупную цену, уплачиваемую эмитентом в конце срока.

Текущая доходность не лучший показатель еще и потому, что ее измерение актуально лишь для купонных облигаций. Облигации с нулевым купоном имеют текущую доходность, равную нулю (за исключением последнего перед погашением года). В то же время такие облигации могут быть весьма привлекательными и доходными.

Показатель доходности к погашению наиболее информативный параметр для оценки инвестиционной привлекательности и анализа облигаций.

Именно этот показатель пригоден для оценки финансовой эффективности в облигации в виде годовой сложной процентной ставки ссудных процентов (эффективной ставки) и может использоваться при сравнении доходности инвестиций в различные облигации и другие ценные бумаги.

Доходность к погашению, или полная доходность, измеряет эффективность инвестиций в облигацию для инвестора в виде годовой ставки сложных ссудных процентов.

Облигация не предоставляет прав на управление предприятием. Благодаря своему долговому характеру облигации представляют собой более надежные вложения, чем акции. Будучи аналогом кредита, они являются «старшими» бумагами по отношению к акциям, то есть дают преимущественное право при выплате дохода или возврате денежных средств в случае банкротства или ликвидации эмитента.

Более высокая надежность облигаций и обеспечивает им популярность среди инвесторов, что привело к широкому разнообразию облигаций на рынке.

Облигации классифицируются по различным основаниям.

В зависимости от способа выплаты процентов:

1) процентные облигации:

- купонные (облигации с периодическими выплатами купона),
- облигации с кумулятивным купоном (при погашении инвестор получает номинальную стоимость облигации и совокупный купонный доход),

2) бескупонные (дисконтные) облигации (облигации с нулевым купоном).

3) выигрышные облигации (доход выплачивается в виде выигрыша).

Купонные облигации. В этом случае доход выплачивается в виде процентов к её номинальной стоимости при предъявлении эмитенту инвестором купона, вырезаемого из специального листа, представляющего либо одно целое с бланком облигации, либо прилагающегося к ней. На купоне указан тот доход, который должен получить владелец облигации. При этом число купонов равно количеству выплат дохода. Например, если облигация выпущена сроком на 5 лет, а периодичность выплат дохода 2 раза в год, то к облигации будет прикладываться 10 купонов.

Бескупонные (дисконтные облигации). По этим облигациям инвестор получает доход в виде дисконта: разницу между номиналом облигации и ценой приобретения. Эти облигации размещаются по цене ниже номинала, а выкупаются эмитентом по номиналу. Например, облигация сроком на 1 год номиналом в 100 руб. была размещена по рыночной стоимости 90 руб. В этом случае доход будет равен 10 руб. (100-90), или 10% годовых (10:100·100%). Как правило, это государственные краткосрочные (до 1 года) облигации. Доходность по таким облигациям уменьшается с приближением срока погашения. В нашем примере, если до окончания срока облигации осталось 6 месяцев, эта облигация уже будет неоднократно продана, и в данный момент её приобрели уже, например, за 95 руб. В этом случае доход составит 5 руб., а доходность облигации составит 5% годовых.

Выигрышные облигации. Доход по таким облигациям выплачивается в виде выигрыша. Эмитент определяет выигрышный фонд, в зависимости от обозначенного процента по облигации и проводит розыгрыш облигаций. Владельцы выигравших облигаций получают соответствующий доход и номинал облигации, другие же получают лишь номинал облигации. Как правило, такие облигации

эмитирует государство для населения.

Основными покупателями облигаций выступают страховые и инвестиционные компании, пенсионные фонды, которые, приобретая долгосрочные облигации, обеспечивают долгосрочные вложения привлеченных денежных средств. При этом они должны быть уверены в том, что эти ценные бумаги надежны и будут своевременно погашены. В связи с этим облигации имеют строгие критерии качества и надежности.

В зависимости от способа формирования дохода:

1) облигации с фиксированным купоном (ставка купона не изменяется):

- облигации с постоянным номиналом,
- облигации с нарастающим номиналом (номинал облигации индексируется)

2) облигации с плавающим купоном (номинал не изменяется):

- облигации с индексируемым купоном,
- облигации с аукционным определением купона.

3) облигации индексируемые (изменяется номинал и купон).

В зависимости от характера эмитента облигации могут быть:

1) государственные (федеральные и субфедеральные),

2) муниципальные,

3) облигации государственных учреждений,

4) коммерческие (корпоративные и банковские),

5) облигации иностранных эмитентов.

В зависимости от варианта способа легитимации (обозначения) управомоченного на ценную бумагу лица:

1) именные облигации. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат названному в облигации лицу.

2) облигации на предъявителя. Права, удостоверенные облигацией и купоном, принадлежат предъявителю облигации.

3) облигации с отрывным купоном. Права, удостоверенные облигацией, принадлежат названному в облигации лицу, а права, удостоверенные купоном, принадлежат предъявителю купона.

По способу погашения:

- облигации с погашением номинала разовым платежом в конце срока.
- облигации с распределением погашения во времени,
- облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций.

В зависимости от возможности досрочного погашения:

1) облигации с запретом досрочного погашения

2) облигации с правом досрочного выкупа.

В зависимости от возможности продления срока

1) непродлеваемые облигации,

2) продлеваемые (пролонгируемые) облигации.

В зависимости от срока погашения (мировая практика)

1) краткосрочные (от 1 до 5 лет),

2) среднесрочные (от 5 до 12 лет),

3) долгосрочные (от 12 до 30 лет),

4) бессрочные:

По степени обеспеченности

- 1) необеспеченные облигации,
- 2) обеспеченные облигации:
 - облигации с залоговым обеспечением, в том числе ипотекой или ипотечным покрытием,
 - облигации, обеспеченные поручительством,
 - облигации, обеспеченные банковской гарантией,
 - облигации, обеспеченные государственной или муниципальной гарантией.

В зависимости от целей выпуска:

1) целевые облигации выпускаются для привлечения денежных средств на четко определенные цели, которые становятся известными инвесторам. Как правило, целевыми облигациями бывают государственные облигации. Например, в России выпускались хлебные займы, товарные займы.

2) нецелевые облигации, при выпуске которых не ставится четкая цель использования привлеченных денежных средств.

При выборе срока, на который размещаются облигации, предприятие обычно находится перед дилеммой: размещать облигации на короткий срок под меньший процент, и нести большой риск, или размещать облигации на более длительный срок, что повышает процентную ставку, но уменьшает риск.

На выбор срока размещения облигации оказывают влияние следующие факторы:

- разница в доходности краткосрочных и долгосрочных облигаций;
- кредитный рейтинг;
- размер фирмы;
- перспективы развития фирмы.

Рейтинг - один из самых осязаемых показателей надежности ценной бумаги, - это мнение, суждение эксперта об объективных показателях рынка относительно вероятности изменения цен, уровня дивидендов, оплаты основной суммы долга и процентов по ценной бумаге.

Процедура определения рейтинга облигаций осуществляется по следующим факторам:

- способность эмитента зарабатывать прибыль,
- стоимость его активов,
- гарантия дохода,
- стабильность дохода,
- качество управления,
- перспективы компании.

Формально рейтинг любого эмитента в стране не может превышать рейтинг страны.

Рейтинговое агентство¹¹⁸ - коммерческая организация, которая на основании договора может присваивать юридическим лицам и иным образованиям индивидуальные рейтинги кредитоспособности (оценка способности выполнять свои кредитные обязательства), рейтинги надежности и финансовой устойчивости (оценка способности и готовности выполнять финансовые обязательства и сохранять финансовую стабильность) и другие рейтинги, базирующиеся на финансовом и качественном анализе и представляющие собой комплексную оценку вероятности реализации риска или качественную характеристику объекта, в отношении которого производится оценка, или другим образом высказать мнение об указанных объектах.

В настоящее время наиболее известными рейтинговыми агентствами выступают «Standart&Poor's» (Стандарт энд Пуэрз) и компания «Moody's» (Мудис Инвестор Сервис) (табл.13). В данной таблице отражено ранжирование облигаций в зависимости от степени кредитоспособности их эмитентов.

¹¹⁸ Федеральный закон от 2 июля 2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в ФЗ «О банках и банковской деятельности»

Кредитный рейтинг – классификация дебиторов, эмитентов ценных бумаг или операций с точки зрения их кредитной надежности.

По качеству и надежности выделяют четыре группы облигаций:

- облигации высшего качества — «А»:
- облигации среднего качества — «В»:
- спекулятивного качества — «С»:
- непогашаемые облигации — «Р».

В свою очередь, все группы подразделяется на три подгруппы.

Рейтинги от «АА» до «ССС» могут различаться путем добавления знака плюс или минус, чтобы показать относительное положение внутри основных категорий рейтингов. «ААА» - Американская арбитражная ассоциация - означает очень высокую степень кредитоспособности; облигации, относящиеся к классу «ВВ» и ниже, носят название «бросовые облигации»; «Р» или «D» - отказ от погашения облигаций.

При рассмотрении качества облигаций следует отметить, что по облигациям более высокого качества выплачивается более низкий процент, а облигации третьей группы самые высокодоходные, так как они наиболее рискованные. Зная рейтинг компании, можно по статистическим таблицам рейтинговых агентств оценить вероятность дефолта.

Необходимо отметить, что ни для какой российской национальной шкалы (для российских рейтинговых агентств, например НАУФОР, Эксперт-РА и др.) таблиц соответствия нет. Также необходимо помнить, что рейтинг компании всегда запаздывает по сравнению с реакцией рынка, то есть рынок реагирует на улучшение или ослабление экономического положения компании за несколько месяцев до присвоения рейтинга¹¹⁹.

7.2. Особенности эмиссии и обращения облигаций с обеспечением

Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом (залоговое обеспечение), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией.

Облигация с обеспечением предоставляет её владельцу все права, возникающие из такого обеспечения. С переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу переходят все права, вытекающие из такого обеспечения.

Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество.

Имущество, являющееся предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением, подлежит оценке оценщиком.

В случае обеспечения залога недвижимым имуществом необходимо нотариально заверенный договор ипотеки и государственная регистрация решения о выпуске облигаций, обеспеченных ипотекой в органах юстиции одновременно с регистрацией решения о выпуске в органах государственной регистрации. Размещение облигаций, обеспеченных ипотекой, до государственной регистрации ипотеки запрещается.

В случае если облигации обеспечены залогом ценных бумаг, после государственной регистрации выпуска таких облигаций и до начала размещения залогодатель обязан зафиксировать обременение соответствующих ценных бумаг залогом третьего лица и представить доказательства в регистрирующий орган вместе с решением о выпуске

Облигации, обеспеченные поручительством.

Договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, может предусматривать только солидарную ответственность поручителя и эмитента на неисполнение или ненадлежащее исполнение эмитентом обязательств по облигациям.

Облигации, обеспеченные банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией.

Банковская гарантия, предоставляемая в обеспечение исполнения обязательств по облигациям, не может быть отозвана.

¹¹⁹ А. Власов, М. Помазанов, «Калибровка национальных рейтинговых систем». /Рынок ценных бумаг, № 12, 2008. С. 74--76

Срок, на который выдается банковская гарантия, должен не менее чем на шесть месяцев превышать дату (срок окончания) погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией.

Условиями банковской гарантии должно быть предусмотрено, что права требования к гаранту переходят к лицу, к которому переходят права на облигацию.

Банковская гарантия, которой обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, должна предусматривать только солидарную ответственность гаранта и эмитента за неисполнение или ненадлежащее исполнение эмитентом обязательств по облигациям.

Государственная и муниципальная гарантия по облигациям представляются в соответствии с бюджетным законодательством Российской Федерации и законодательством Российской Федерации о государственных (муниципальных) ценных бумагах.

Облигации с ипотечным покрытием

Облигация с ипотечным покрытием - облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или в части залогом ипотечного покрытия¹²⁰.

Жилищная облигация с ипотечным покрытием - облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений.

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество при условии, что размер (сумма) обеспеченных ипотекой требований, составляющих ипотечное покрытие облигаций, составляет не менее 80 процентов непогашенной номинальной стоимости облигаций.

Имущество, составляющее ипотечное покрытие, учитывается специализированным депозитарием путем ведения им реестра ипотечного покрытия.

Специализированный депозитарий обязан хранить документы, которыми подтверждены обеспеченные ипотекой требования и права на иное имущество, учитывающееся в реестре ипотечного покрытия.

Ценные бумаги в документарной форме, составляющие ипотечное покрытие, должны храниться в специализированном депозитарии, за исключением государственных ценных бумаг, если нормативными правовыми актами Российской Федерации для них предусмотрен иной порядок хранения.

Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться только ипотечными агентами и кредитными организациями.

Раскрытие и предоставление информации об облигациях с ипотечным покрытием.

Эмитенты облигаций с ипотечным покрытием обязаны раскрывать и предоставлять информацию об облигациях с ипотечным покрытием в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» с учетом требований Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»¹²¹.

Стоимость ипотечного кредитования

Под стоимостью ипотечного кредитования в соответствии с Европейскими стандартами оценки¹²² понимается стоимость имущества, определенная оценщиком, проводящим расчетную оценку будущей реализуемости имущества с учетом долговременных устойчивых характеристик имущества, нормальных местных рыночных условий, нынешнего использования и подходящих вариантов альтернативного использования имущества.

¹²⁰ Федеральный закон от 11 ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

¹²¹ ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 № 152-ФЗ (в ред. от 17.07.2006)

¹²² Европейские стандарты оценки 2003 / Пер. с англ. И.Л.Артеменкова, Г.И.Микерина, Н.В.Павлова. - М.:ООО «Российское общество оценщиков», 2006. – 502 с.

Это понятие используется в странах – членах ЕС, принявших базу стоимости ипотечного кредитования. Эта база отражает подход к управлению рисками кредитных организаций и связана с практикой надзора за банковской деятельностью.

Определение стоимости ипотечного кредитования близко к определению рыночной стоимости, однако она вводит концепцию «сглаживания» рыночных трендов, арендных плат и доходности. То есть сглаживание в стоимости ипотечного кредитования может потребовать как введения корректировок, так и скидок в отношении:

- фактического арендного дохода от имущества;
- рыночной ставки капитализации или дисконтирования;
- затрат на управление и обслуживание имущества.
- условия выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами.

Условия выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, могут влиять на установление цен непосредственно на рынках имущества.

Европейские стандарты оценки указывают принципы оценки ипотечного кредитования, согласованные с Европейской ипотечной федерацией:

- расчетливая оценка будущей реализуемости;
- выявление и исключение спекулятивных элементов;
- отражение нормальных местных условий рынка;
- приоритетное отражение долговременных (устойчивых) аспектов имущества; учет текущего использования и подходящих альтернативных вариантов использования имущества;
- использование прозрачных и ясно сформулированных методов оценки;
- проведение работ оценщика с надлежащим уровнем компетенции и придерживающимися правил, специфических для страны.

Задача оценщика будет состоять в том, чтобы обеспечить объективную оценку прогноза устойчивого денежного потока и выбрать применимую ставку дисконтирования.

Методы оценки, применимые к стоимости ипотечного кредитования основываются на трех основных подходах оценки.

7.3 . Особенности эмиссии и обращения государственных облигаций

Государственные ценные бумаги возникли как инструмент финансирования государственных расходов.

Государственные облигации выпускаются органами государственной власти¹²³. Государственные облигации, эмитированные федеральными органами власти, считаются наиболее надежными ценными бумагами, так как теоретически обеспечены всем государственным имуществом. К тому же государство заведомо не может стать банкротом, так как для погашения долгов оно может прибегнуть к денежной эмиссии. Однако вполне возможна ситуация, когда государство не сможет на данный момент оплатить свои долги. В этом случае оно прибегает к реструктуризации долга, т.е. переносу выплат по данным облигациям на определенное время.

Минфин России¹²⁴ осуществляет ведение долговой книги Российской Федерации, в которой записываются все долги, в том числе и по выпускам государственных ценных бумаг.

В соответствии с Постановлением Правительства РФ от 05.02.2013 № 88 «Об утверждении стандартов раскрытия информации о государственных ценных бумагах Российской Федерации, содержащейся в решении о выпуске (дополнительном выпуске) государственных ценных бумаг Российской Федерации и в отчете об итогах эмиссии этих ценных бумаг» информация о государственных ценных бумагах Российской Федерации, публикуется федеральным органом

¹²³ Федеральный закон «Об особенностях эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг» от №

¹²⁴ Приказ Минфина России от 20 декабря 2007 № 140Н «Об утверждении порядка ведения государственной долговой книги Российской Федерации в Министерстве Финансов Российской Федерации»

исполнительной власти, уполномоченным осуществлять функции эмитента государственных ценных бумаг, на официальном сайте в сети "Интернет" не позднее чем за 2 рабочих дня до дня начала размещения государственных ценных бумаг Российской Федерации, а отчет об итогах эмиссии - в срок, не превышающий 5 рабочих дней со дня получения уполномоченным органом информации о государственной регистрации указанного акта в Министерстве юстиции Российской Федерации.

Информация о размере очередного купона по государственным ценным бумагам Российской Федерации с переменным купонным доходом публикуется по первому купону - не позднее чем за 2 рабочих дня до дня начала размещения, и по следующим купонам, включая последний, - не позднее чем за 2 рабочих дня до дня выплаты дохода по предшествующему купону.

1) Государственные краткосрочные облигации

Государственные краткосрочные облигации — наиболее надежные инструменты рынка ценных бумаг. Они имеют обширный вторичный рынок и являются высоколиквидными ценными бумагами. Выпускаются как именные. Решение о выпуске ГКО принимается Минфином России по согласованию с Банком России, который выполняет функции генерального агента по обслуживанию выпусков облигаций. Для каждого выпуска отдельно могут устанавливаться ограничения на потенциальных владельцев.

Начиная с 2006 года было принято решение о прекращении выпусков ГКО, в настоящее время данные бумаги на рынке отсутствуют.

2) Государственные долгосрочные облигации

В соответствии с Законом «О государственном внутреннем долге Российской Федерации» на территории Российской Федерации в настоящее время выпущены и обращаются следующие виды облигаций:

- государственные сберегательные облигации (ГСО)
- облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ)
- облигации нерыночных займов (ОНЗ).

Срок действия государственных облигаций варьируется очень широко — от 1 года до 30 лет. Выплата процентов осуществляется обычно 1 раз в 6 месяцев.

а) Государственные сберегательные облигации (ГСО) и облигации нерыночных займов (ОНЗ) относятся к категории специальных займов для юридических лиц. В отношении этих бумаг действуют ограничения по составу инвесторов, имеющих право приобретения этих бумаг.

Их могут приобретать:

Страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании, которые управляют пенсионными накоплениями граждан, Пенсионный фонд РФ, иные государственные внебюджетные фонды. Фактически это финансовый инструмент целевого назначения. ***В настоящее время выпусков ОНЗ в обращении нет.***

б) Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) были выпущены на рынок осенью 1995 года для привлечения сбережений населения, хотя формальных ограничений по кругу инвесторов нет.

Выпускались на основании Указа Президента РФ №836 от 9 августа 1995 г. и являются ценными бумагами на предъявителя. Первая серия облигаций была выпущена 27 сентября 1995 г. с погашением 26 сентября 1996 г.

По условиям выпуска номинал облигации 100 тыс. и 500 тыс. руб. Облигации имели по 4 купона, по которым ежеквартально выплачивался процентный доход. Величина купонного дохода на каждый квартал определялась, исходя из последней официально объявленной купонной ставки по облигациям федерального займа. Так, процентный доход по первому купону облигаций первой серии был объявлен в момент выпуска облигаций в размере 102,72% годовых. Начиная с одиннадцатой серии, облигации сберегательного займа выпускались номиналом только 500 тыс. руб. сроком на 1 или 2 года и имели, соответственно, по 2 или 4 купона.

Ставка купона устанавливается в зависимости от уровня инфляции — она должна быть равна уровню инфляции за предыдущие 6 месяцев плюс 1,5%.

Они могут свободно покупаться и продаваться на вторичном рынке

3) Облигации внутреннего государственного валютного облигационного займа (ОВВЗ).

Выпуск займа осуществлялся в соответствии с Указом Президента РФ от 7 декабря 1992 № 1565, а также Постановлением Правительства РФ от 15 марта 1993 № 222.

Облигации выпущены с целью урегулирования внутреннего валютного долга по обязательствам бывшего СССР перед российскими предприятиями, организациями и учреждениями по их валютным счетам во Внешэкономбанке по состоянию на 01.01.1992¹²⁵.

Базовые характеристики ОВВЗ:

- эмитент облигаций – Минфин России;
- агент по обслуживанию – Внешэкономбанк;
- максимальный срок погашения – 15 лет;
- валюта номинала – доллар США;
- купон – 3% годовых;
- форма выпуска – документарная, на предъявителя номиналом 1000, 10000 и 100000 долларов США.

Дата выпуска займа 14 мая 1993 г. По облигациям начисляется 3% годовых, начиная с даты выпуска. Проценты выплачиваются один раз в год 14 мая путем погашения соответствующего купона. Всего был осуществлен выпуск семи серий (траншей) ОВВЗ со сроками погашения соответственно 1994, 1996, 1999, 2003, 2006, 2008, и 2011 годах.

В результате дефолта 1998 года государство оказалось неспособным обслуживать свои обязательства по ОВВЗ. Для урегулирования создавшейся ситуации в 1999 году Минфином России было принято решение о проведении обмена (новации) ОВВЗ на новые государственные валютные бумаги, которые получили название **облигаций государственного валютного облигационного займа (ОГВЗ) 1999 года выпуска**. По условиям эмиссии размещение ОГВЗ осуществлялось на территории РФ исключительно среди держателей ОВВЗ определенной серии путем обмена на добровольной и эквивалентной основе.

4) Облигации федерального займа.

Традиционно рынок ГКО и ОФЗ принято рассматривать как единое целое, поскольку ключевые принципы и механизмы размещения и обращения этих видов государственных ценных бумаг практически идентичны.

Облигации федеральных займов (ОФЗ) являются купонными бумагами, то есть они дают владельцам право на периодическое получение купонного дохода. Частота выплаты купонного дохода по ОФЗ определяется Минфином России (как эмитентом) и в настоящее время составляет один, два, четыре раза в год.

В перечень ценных бумаг, обращающихся на рынке входят следующие долгосрочные облигации:

- Облигации федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК).
- Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД).
- Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД).
- Облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД).

Облигации с переменным купонным доходом — ОФЗ-ПК.

Номинал облигации 1 млн.руб. Облигации именные, бездокументарные предназначены для юридических и физических лиц, резидентов и нерезидентов РФ. Срок действия этих облигаций

¹²⁵ В настоящее время государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», регулируется ФЗ «О банке развития» от 17.05.2007 № 82-ФЗ.

составляет от 1 до 5 лет. **В связи с прекращением выпусков ГКО, в настоящее время данные бумаги на рынке отсутствуют.**

Облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД).

Номинал облигации 1 000 руб. являются именными, бездокументарными. Срок действия от 1 года до 5 лет или от 5 до 30 лет. Размер купонного дохода устанавливается при выпуске. Например, для выпуска 25 014 (погашение 15 марта 2002 г.) размер купона был установлен в размере 10%, для выпуска 25 024 (погашение 15 августа 2001 г.) в размере 20% годовых, облигации выпуска 26 001 (погашение 15 марта 2003 г.), 26 002 (погашение 15 марта 2004 г.) и 26 003 (погашение 15 марта 2005 г.) были выпущены с купонами в размере 10% годовых.

Облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД).

Срок действия этих облигаций устанавливается при их выпуске.

Величина купонного дохода фиксируется при выпуске на весь период действия облигации, но изменяется от года к году. Например, первый год - 25%, второй - 20%, третий - 15%, четвертый - 10%. К середине 2004 г. было произведено 25 выпусков указанных облигаций.

Облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД).

Номинал облигации 1 000 руб. Срок от 1 года до 5 лет и от 5 до 30 лет. Купонная ставка является фиксированной для каждого выпуска. Облигации дают владельцам право на получение номинальной стоимости частями в установленные даты и право на получение процентного дохода, начисляемого на непогашенную часть номинальной стоимости.

Осуществление права владельца облигации на получение их номинальной стоимости и купонного дохода производится на основе записи по счету депо организации, выполняющей функции депозитария.

Размещение облигаций осуществляется в форме аукциона или по закрытой подписке.

Решение о выпуске принимается эмитентом в виде приказа и содержит условия выпуска в соответствии со ст. 11 ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29.07.1998 г. № 136-ФЗ.

Условия отдельного выпуска фиксируются в глобальном сертификате.

Процентная ставка может быть фиксированной на каждый купонный период отдельного выпуска облигаций или переменной.

По облигациям с фиксированной процентной ставкой купонного дохода величина процентной ставки и купонного дохода по всем купонам объявляются не позднее, чем за два рабочих дня до даты начала размещения выпуска.

По облигациям с переменной процентной ставкой купонного дохода величина процентной ставки определяется исходя из официальных показателей, характеризующих инфляцию.

Величина процентной ставки купонного дохода и купонного дохода по первому купону объявляется не позднее, чем за два рабочих дня до даты начала размещения, по второму и следующим купонам, включая последний, - не позднее чем за два рабочих дня до даты выплаты дохода по предшествующему купону.

Размер купонного дохода по всем купонам отдельного выпуска облигаций определяется исходя из процентной ставки купонного дохода, установленной решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций, и начисляется на непогашенную часть номинальной стоимости.

Погашение номинальной части (далее – амортизация долга) осуществляется с даты, установленной решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций, и совпадающей с датами выплат купонного дохода по ним. При амортизации долга, размер погашаемой части номинальной стоимости определяется на каждую дату её выплаты. Дата погашения облигации является датой выплаты последней непогашенной части номинальной стоимости.

Выплаты купонного дохода осуществляются владельцам облигаций, которые являются депонентом счетов депо на дату выплаты купонного дохода.

Базовые характеристики облигаций федерального займа:

- вид ценных бумаг – эмиссионные именные облигации
- эмитент – Минфин России;
- генеральный агент – Банк России;
- форма эмиссии – безбумажная, с обязательным централизованным хранением, эмиссия осуществляется отдельными выпусками 9 траншами);
- валюта займа – рубль;
- номинал – 1000 руб. , (10 руб. для ОФЗ-ФД);
- круг инвесторов – не ограничен (юридические и физические лица, резиденты и нерезиденты). Эмитент может устанавливать ограничения по составу инвесторов для отдельных выпусков ценных бумаг;
- форма удостоверения прав по облигациям - глобальный сертификат отдельного выпуска облигаций;
- государственная регистрация выпуска – Минфин России;
- хранение Глобальных сертификатов отдельных выпусков и ведение счетов депо - Национальный депозитарный центр (НДЦ);
- учет прав собственности на облигации - Депозитарная система. Головной депозитарий – НДЦ.

Кодификация ОФЗ, которые в настоящее время обращаются на рынке, осуществляется Минфином России,¹²⁶ каждому выпуску ОФЗ присваивается государственный регистрационный номер, состоящий из 9 разрядов.

Первый и второй разряды номера указывают на тип и срочность облигаций (например: для ОФЗ-ПК со сроком обращения от 1 до 5 лет; «46», для ОФЗ-АД с фиксированной процентной ставкой и сроком обращения от 5 до 30 лет и т.д.). Третий, четвертый и пятый разряды определяют порядковый номер выпуска. Шестой, седьмой и восьмой разряды - буквы «RMF» (Russian Ministry of Finance) -указывают на эмитента ОФЗ - Министерство финансов РФ. И, наконец, девятый разряд (буква «S») показывает, что облигация является государственным долговым обязательством Российской Федерации.

Кроме того, в соответствии с международными стандартами к регистрационному номеру слева добавляется обозначение «SU», а справа - контрольный разряд. Таким образом, итоговый код бумаги получается 12-разрядным.

Например, облигации федерального займа с амортизацией долга и с переменной ставкой купонного дохода первого выпуска со сроком обращения 14 лет имеют государственный регистрационный номер «SU48001RMFS0».

Основными участниками рынка ОФЗ эмитент, генеральный агент, дилеры и инвесторы.

Эмитент - Минфин России осуществляет эмиссию и обслуживание выпусков облигаций.

Генеральный агент Банк России:

- осуществляет обслуживание выпусков облигаций (погашение, выплату дохода, досрочный выкуп);
- устанавливает требования к элементам инфраструктуры;
- устанавливает требования к дилерам и критерии их отбора;
- заключает договоры на выполнение дилерских функций;
- проводит аукционы по первичному размещению (доразмещению) облигаций и др.

Дилер – юридическое лицо:

- являющееся профессиональным участником рынка ценных бумаг;

¹²⁶ Приказ Минфина РФ от 20.01.2011 № 3н « О внесении изменений в Приказ Минфина от 20 декабря 2007 № 140-н «Об утверждении Порядка ведения Государственной долговой книги Российской Федерации в Минфине РФ»

- совершающее гражданско-правовые сделки с государственными бумагами от своего имени как за свой счет, так и в качестве поверенного или комиссионера;
- действующего на основании договора поручения или комиссии;
- заключившего с Банком России договор на выполнение функций дилера;

Владелец (инвестор) - любое юридическое или физическое лицо (в том числе нерезидент) не являющееся дилером, которое приобретает облигации на праве собственности или получает права на облигации на основании договора доверительного управления.

Еврооблигации

Сущность еврооблигаций – осуществление заимствования за рамками своего национального финансового рынка.

Еврооблигация – это ценная бумага номинальная стоимость которой указана в валюте, отличной от валюты страны-эмитента; выпуск которой зарегистрирован вне страны-эмитента, а размещение осуществляется вне страны-эмитента.

Термин «евро» в названии «еврооблигация» не обязательно означает, что валюта или участвующие в расчетах банки являются европейскими, хотя в большинстве случаев именно так.

Термин еврооблигации применяется к средне и долгосрочным облигациям, выпущенным федеральным правительством, муниципальными и корпоративными заемщиками.

Евробонды – долгосрочные еврооблигации, евроноты – среднесрочные облигации.

Выпуск еврооблигаций является международным по своей природе. Многонационален не только состав инвесторов. Лица, вовлеченные в процесс выпуска (банки, инвестиционные компании, биржи и другие участники), также, как правило, находятся в разных странах мира.

Иностранные облигации

Иностранные облигации или зарубежные облигации – размещаются эмитентом за пределами страны в валюте страны размещения. Америка – янки, Великобритания – бульдоги, Япония – самураи. Облигации, выпускаемые иностранными эмитентами, могут быть как частными, так и государственными.

Корпоративные облигации

Эмиссия облигаций во всех странах растет и обеспечивает основную часть привлекаемых с рынка ценных бумаг денежных средств. В настоящее время большими темпами развивается рынок корпоративных облигаций и в нашей стране, несмотря на плачевные результаты дефолта, когда большая часть эмитентов не смогла обеспечить выплаты по долговым ценным бумагам.

Корпоративные облигации выпускаются юридическими лицами. Они наиболее разнообразны, так как дают возможность учета потребностей инвестора при их реализации.

Особенностью корпоративных облигаций является то, что их курс обычно не снижается в условиях ухудшения конъюнктуры, и в ряде случаев они становятся более привлекательными, чем акции и другие ценные бумаги.

Биржевые облигации

Биржевые облигации – облигации, размещаются на фондовой бирже. Размещение биржевых облигаций осуществляется только по открытой подписке. Эмитентом биржевых облигаций может быть только открытое акционерное общество, существующее не менее трех лет и имеющее надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершённых финансовых года. Обязательным условием допуска биржевых облигаций эмитента к торгам на фондовой бирже, является листинг на этой фондовой бирже его акций.

Эмиссия биржевых облигаций может осуществляться без государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), без регистрации проспекта облигаций и без государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска).

Биржевые облигации предоставляют их владельцам права требовать от эмитента их погашения, права на получение фиксированного процента от номинальной стоимости, если он предусмотрен эмитентом.

Срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать одного года, с даты начала их размещения.

Биржевые облигации выпускаются только в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитарии, осуществляющим депозитарные операции по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через ту же фондовую биржу, осуществившую допуск биржевых облигаций к торгам. Биржевые облигации не могут выпускаться с залоговым обеспечением. Оплата и погашение биржевых облигаций осуществляется только деньгами. Размещение биржевых облигаций должно быть завершено в срок, установленный решением об их выпуске (дополнительном выпуске), но не позднее одного месяца с даты начала размещения биржевых облигаций. Биржевые облигации в процессе их размещения допускаются к торгам только на одной фондовой бирже.

Представление отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций не требуется. Размещение биржевых облигаций допущенных к торгам на фондовой бирже, может быть приостановлено по решению:

- федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
- фондовой биржи.

Возобновление размещения биржевых облигаций, допущенных к торгам на фондовой бирже, осуществляется по решению органа (организации), приостановившего размещение.

7.4. Оценка стоимости облигаций

Оценка является процессом определения справедливой стоимости финансового актива. Фундаментальный принцип оценки заключается в том, что стоимостью любого финансового актива является приведенная стоимость ожидаемого денежного потока.

Особенность оценки стоимости долговых ценных бумаг определяется специфическими факторами, характерными для долговых ценных бумаг, а именно - способностью приносить доход, наличием риска и неопределенности при инвестировании, временным лагом между моментом инвестирования и получением дохода.

Первичными параметрами облигаций, выступающими в качестве начальной информации для принятия инвестиционных решений или для проведения анализа, являются:

- номинальная стоимость;
- выкупная цена;
- дата погашения;
- норма доходности, или купонная процентная ставка;
- даты выплаты процентов.

Именно эти параметры позволяют инвесторам воспринимать имеющуюся информацию и делать суждения о привлекательности или непривлекательности конкретных ценных бумаг.

Оценка долговых ценных бумаг (в том числе облигаций) может проводиться в целях:

- повышения эффективности текущего управления сформированным портфелем ценных бумаг;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи на фондовом рынке;
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- определения рыночной стоимости ценных бумаг при передаче их в качестве залога;
- прогнозирования цены при первичном размещении долговых ценных бумаг. (Особенно важно при первичном размещении ценных бумаг).

Обычно при оценке долговых ценных бумаг определяется рыночная стоимость и инвестиционная стоимость.

Исходя из особенностей долговых ценных бумаг как объекта оценки, оценку стоимости осуществляют с позиций доходного подхода. Во главу угла ставится доход как основной фактор,

определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условия.

Расчет стоимости долговых ценных бумаг выполняется по их видам.

В процессе анализа рассматривают динамику стоимости, доходности, ликвидности, объемы погашения и обращения, размещение выпусков и отдельных серий.

Четкая формулировка цели оценки облигаций позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки.

Инвестиционная стоимость может отличаться от рыночной стоимости. Основными причинами могут быть различия:

- в оценке будущей прибыльности;
- в представлениях о степени риска;
- в налоговой ситуации;
- в сочетаемости с другими активами, принадлежащими инвестору;
- в возможности и условиях досрочного погашения и обмена на акции, и других характеристиках.

Как цена любого товара, рыночная цена облигации формируется под воздействием спроса и предложения со стороны инвесторов. Но основной постулат теории принятия инвестиционных решений состоит в том, что все инвестиционные инструменты обладают двумя важнейшими характеристиками: доходом и риском. При этом, чем выше риск, тем больше доход. Ожидаемая норма отдачи по рисковым вложениям должна превышать норму отдачи по безрисковым вложениям на величину определенной премии за риск.

Общий риск облигаций включает в себя ценовой риск и риск реинвестирования купона.

При этом данные риски действуют в противоположных направлениях. Когда процентные ставки растут, цены облигаций падают. Это невыгодно держателям облигаций, поскольку их вложения обесцениваются. В то же время купонные платежи могут быть реинвестированы по более высоким ставкам, что может возместить инвесторам их потери.

Вполне естественно, что держатели облигаций будут стремиться уравновесить риск цены и риск реинвестирования так, чтобы они взаимно компенсировали друг друга. **Эта процедура называется иммунизацией.** Стратегия иммунизации предполагает, что дюрация облигации в точности совпадает с оптимальным с точки зрения инвестора периодом владения этой ценной бумагой. В этом случае при росте процентных ставок инвестор находится в выигрыше, поскольку он получает возможность реинвестировать процентные выплаты по более высокой ставке, но при этом они сталкиваются с потерями капитала. Например, при падении процентных ставок инвесторы реинвестируют по более низким ставкам, но получают дополнительный доход от прироста капитала.

Факторами риска по облигациям являются следующие:

- риск неплатежа;
- риск неопределенности платежа;
- ликвидность;
- срок до погашения.

$$\begin{aligned} \text{Ставка дисконтирования} &= \text{Безрисковая доходность} + \\ &+ \text{Премия за возможность неплатежа} \\ &+ \text{Премия за риск неопределенности платежей} \\ &+ \text{Премия за срок} \\ &+ \text{Премия за ликвидность} \end{aligned}$$

Безрисковая доходность.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычная ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам. Считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность его банкротства практически исключается). **Для определения ставки дисконта в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска (ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках, а также доходность к погашению ОФЗ-АД).** Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска.

Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данные ценные бумаги, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

Интересным представляется вариант использования в качестве безрисковой ставки в иностранной валюте ставок доходности по еврооблигациям Российской Федерации.

Премии за возможность неплатежа

Как было сказано выше ряд компаний, среди которых самыми крупными являются «Standart&Poors» (Стандарт энд Пуэрз) и компания «Moody's» (Мудис Инвестор Сервис), представляют суверенные рейтинги государств-заемщиков, рейтинги кредитоспособности частных, региональных и муниципальных облигаций, а также рейтинги эмитентов. Данные информационные инструменты могут использоваться оценщиками как шкалы оценки адекватного уровня эффективности доходности бумаг с фиксированным доходом, вероятности нарушений эмитентами своих обязательств или вероятности банкротства эмитентов или объявления дефолта по их ценным бумагам. Разница в риске инвестиционных и спекулятивных облигаций детерминирует разницу в доходности по ним. Инвестиционные облигации выступают как облигации с «суперпремиальной» ценой, а потому и с пропорционально низкой доходностью.

На практике действует правило: разница в доходах по инвестиционным и спекулятивным облигациям примерно пропорциональна разнице рисков невыполнения платежных обязательств.

В то же время необходимо помнить, что рейтинги не отражают исключительно статистические факторы (хотя это влияние огромно), они включают также изучение многих нестатистических факторов (так как являются оценкой долгосрочного риска). У корпоративных облигаций более высокие рейтинги обычно связаны с более низким отношением долга к общей сумме активов; меньшими колебаниями доходов за прошедшее время; большим объемом активов (размер фирмы); более выгодными операциями и отсутствием зависимости от других заимодавцев. К.В. Кричанский в своей работе¹²⁷ изложил подход к измерению доходности облигаций с учетом риска неплатежа. Он зависит от вероятности неуплаты, и от размеров возможных финансовых потерь держателя облигаций. Анализ риска неплатежа исследовали авторы¹²⁸ У. Шарп, А. Лазин¹²⁹, а также У. Хикман, несколько раньше случаи неплатежа по корпоративным облигациям изучал Э. Альтман, который составил своего рода «таблицы смертности», которые показывают:

- что процент выпусков облигаций, по которым имели место неплатежи зависит от числа лет, прошедших с момента выпуска;
- совокупная доля неплатежей растет при отдалении от даты выпуска;
- чем ниже рейтинг облигации (за исключением облигаций АА), тем выше процент неплатежей;
- процент неплатежей по облигациям спекулятивного уровня поразительно высок.

Фактически премии за возможность неплатежа компенсируют инвестору возможность того, что предприятие не выплатит обещанные им суммы денег.

Оценщику очень трудно в российских условиях проводить оценку вероятности неплатежа, так как практически отсутствуют признанные рейтинговые оценки облигаций (из российских рейтинговых компаний рейтингом облигаций занимаются: «Эксперт РА», «Рус-Рейтинг», НАУФОР. Поэтому необходимо тщательно оценить предприятие с позиций его платежеспособности, а уж потом изучать вопрос, сможет ли предприятие выполнить обязательства. Необходимо помнить, что какой бы большой залог не предлагался в качестве обеспечения – это всегда последняя инстанция.

Оценку платежеспособности эмитента облигаций следует проводить на основе комплексного анализа хозяйственного и финансового состояния в соответствии с требованиями изложенными в Приказе ФСФР России¹³⁰. В то же время финансовая отчетность компаний является яблоком раздора между эмитентами и владельцами облигаций, так как они не обязаны представлять им финансовую отчетность, следовательно, доступ к ней имеется только при публичном раскрытии (ежеквартальная отчетность, годовая отчетность). Однако эти отчеты далеко не полностью раскрывают информацию владельцу облигаций. В 1975 г. Harold Wolfson в статье Tell It to Bondholder, Too¹³¹ писал: «Парадоксально, что когда дело доходит до представления информации,

¹²⁷ К.В. Кричанский Рынок ценных бумаг

¹²⁸ У. Шарп «Инвестиции»

¹²⁹ А. Лазин «Организация выпуска еврооблигаций: мировой опыт и российская специфика // Рынок ценных бумаг, 2004, № 23 – с. 109-110

¹³⁰ Приказ ФСФР России от 04.10.2011 г № 11-46-пз/н» Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

¹³¹ Harold Wolfson, «Tell It to Bondholder, Too»; The New York Times, May 18, 1975.

большинство публичных компаний, несмотря на важность заемного финансирования и все более динамичную природу рынка облигаций, по-прежнему относятся к держателям своих долговых обязательств, как к второразрядным гражданам». Это было написано в 1975 году, но и сегодня звучит злободневно.

Премия за риск неплатежа по облигации зависит и от вероятности неуплаты и от размера возможных финансовых потерь держателя облигации. По оценкам У. Шарпа она составляет 3-5%¹³², но может быть и выше.

Премия за риск неопределенности платежей

Как уже говорилось, риск есть характеристика того, что ожидания инвестора не совпадут с реальностью, то есть имеет место ситуация неопределенности. Инвестор требует определенную плату за неопределенность в виде премии за риск.

Например, реальная доходность инвестора может составить 10%, если предприятие не обанкротится, но вероятность такого исхода – 85% или реальная доходность инвестора может составить 100%, если предприятие обанкротится в первый год. То есть, доходность вложений в облигацию заранее не определена, то есть имеет место ситуация неопределенности. Инвестор требует определенную плату за эту неопределенность в виде премии за риск. Премия за риск есть разница между ожидаемой доходностью данной облигации и доходность безрисковых облигаций.

Применительно к облигациям премия за риск неопределенности платежа является достаточно малой величиной и, как правило, включается в состав премии за риск неплатежа¹³³.

Срок до погашения облигации

Срок погашения долговых обязательств, исчерпывающе описывается в решении о выпуске ценных бумаг, проспекте ценных бумаг и обычно включается в титул выпуска.

Практика функционирования рынка облигаций демонстрирует, что доходности идентичных облигаций с разными сроками до погашения отличаются между собой. Зависимость процентных ставок от времени называют кривой доходности. При этом такая зависимость может иметь различный вид. Наиболее типичной формой кривой доходности является ситуация, когда кривая доходности имеет возрастающий наклон, т.е. чем больше срок до погашения, тем больше и доходность к погашению. Встречаются и другие типы кривых доходности, например, убывающая, плоская, выпуклая.

Существуют различные объяснения того, какой вид должна иметь кривая доходности. Выделяют следующие объяснения:

- теория ожиданий;
- теория предпочтения ликвидности;
- теория сегментации рынка;

Считается, что данные теории являются не конкурирующими, а скорее дополняющими друг друга.

Теория ожидания, согласно данной теории, доходности по длинным ценным бумагам соответствуют ожиданиям инвестора относительно изменения в будущем доходностей краткосрочных ценных бумаг (ожидания относительно будущих изменений процентных ставок можно считать почти полностью зависящими от будущей инфляции).

Теория предпочтения ликвидности, опирается на тот факт, что в большинстве случаев долгосрочные облигации являются более рискованными, чем краткосрочные. Это приводит к тому, что доходность долгосрочных облигаций обычно превышает доходность краткосрочных облигаций на некоторую величину.

Теория сегментации рынка. Данная теория предполагает, что рынок заемных средств разбивается на долгосрочный и краткосрочный. Процентные ставки на данных сегментах формируются независимо друг от друга. Инвесторы в большей степени предпочитают краткосрочные ценные бумаги, а эмитенты, наоборот, долгосрочные.

Другим, но более обоснованным показателем равновесия денежного потока по облигации с позиции оценки продолжительности инвестирования в облигацию является дюрация.

¹³² Источник: учебник Шарп У. «Инвестиции» - М.: ИНФА-М, 1999.

¹³³ Грязнова А.Г., Эскиндаров М.А., Федотова М.А., Микерин Г.И., Тазикина Т.В., Иванова Е.Н., Щербакова О.Н./ Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.

Дюрация (средняя продолжительность платежей) – показатель, рассчитываемый как средняя взвешенная величина сроков платежей по облигации, весами которых являются суммы соответствующих этим срокам выплат, приведенные методом дисконтирования к нулевому моменту времени.

Расчет дюрации дает большие основания для рационального выбора на рынке облигации.

Инвестор, не склонный к риску, *при выборе среди облигаций в целях формирования портфеля, сбалансированного по риску доходности, будет предпочитать при прочих равных условиях облигации с меньшей дюрацией.*

Уровень ликвидности

Ликвидность означает возможность реализовать актив в течение короткого срока по «справедливой цене». Главным показателем того, насколько ликвидна ценная бумага, является разница котировок спроса и предложения. Если разница мала, ценная бумага может быть продана близко к своей истинной цене. Если же она велика, то для быстрой продажи инвестору придется принять цену спроса, которая возможно, сильно занижена. Однако важно не только, какие цены спроса и предложения имеются в данный момент, но и то, насколько эти котировки устойчивы. Если с данной облигацией работают несколько компаний, регулярно проводятся сделки и т.д. то такую ценную бумагу можно считать ликвидной. На развитых рынках эта величина составляет от 2% до 5%¹³⁴.

Другие факторы, оказывающие влияние на формирование рыночной стоимости облигаций.

Премия за конверсию, в случае облигации, дающей инвестору право конвертировать её в акцию. Применяется модель Блэка-Шоулза. Однако точность предсказаний формулы Блэка-Шоулза на практике вызывает сомнения¹³⁵.

Премия за возможность отзыва облигации. Если облигация отзывная, то обычной практикой при её оценке является вычисление как доходности к погашению, так и доходности к отзыву. При вычислении последней предполагается, что эмитент отзовет облигацию в наиболее ранний возможный срок. Вычисление доходности к отзыву совпадает с процедурой вычисления внутренней нормы доходности. Оценка стоимости отзывных корпоративных облигаций достаточно хорошо представлена в работе У. Ричарда¹³⁶.

Оценку рыночной стоимости отзывной облигации следует проводить с помощью теории опционов.

Согласно данной теории отзывная облигация - это облигация, владелец которой предоставляет эмитенту опцион (точнее «колл»- опцион), позволяющий эмитенту выкупить контрактные платежи по облигациям в любой момент от первой даты отзыва до даты погашения.

Таким образом, рыночная стоимость отзывной облигации равна разнице стоимости двух её компонентов:

$$\begin{aligned} & \text{Стоимость отзывной облигации} = \\ & = \text{Стоимости неотзывной облигации} - \text{Стоимость опциона}^{137}. \end{aligned}$$

Однако применение данной теории на практике затруднено из-за невозможности точного определения цены опциона¹³⁸.

Итак, ценообразование на рынке облигаций можно охарактеризовать следующим образом:

- рыночная цена облигации формируется под воздействием спроса и предложения со стороны инвесторов. При этом, однако, рыночная цена облигации не является абсолютно случайной, а колеблется около своего естественного значения, своей рыночной (внутренней стоимости).
- рыночная стоимость облигации представляет собой текущую стоимость обещанного потока платежей по облигации, дисконтированную с учетом соответствующей данной облигации нормы процента.

По всем облигациям, обращающимся на рынке, уровень доходности складывается как безрисковая норма доходности, плюс премии за риск.

¹³⁴ Шарп У. Александер Г., Бейли Дж./«Инвестиции» - М: ИНФРА - М, 1999

¹³⁵ Кафиев Ю.Н. Новый инструмент финансирования российский корпораций - Рынок ценных бумаг № 2 - 1998.

¹³⁶ Уилсон Ричард С. «Корпоративные облигации. М: Альпина Бизнес Букс. -445 с.

¹³⁷ Фабозци Ф. Управление инвестициями. - М. ИНФРА - М, 2000.

¹³⁸ Грязнова А.Г., Эскиндаров М.А, Федотова М.А., Микерин Г.И., Тазикина Т.В., Иванова Е.Н, Щербакова О.Н./ Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.; ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.

Премии за риск, в свою очередь, складываются из премии за риск неплатежа, премии за риск неопределенности платежей, премии за ликвидность, премии за срок погашения. При расчете рыночной стоимости облигации необходимо учитывать и другие факторы, оказывающие влияние на цены облигации, как-то: премию за конверсию при оценке конвертируемых ценных бумаг, премию за возможность отзыва облигаций, корректировки, для правильной оценки индексируемых ценных бумаг.

Использование метода дисконтированных денежных потоков при оценке рыночной стоимости различных видов облигаций

Ожидаемый денежный поток по облигации состоит из выплат по процентам во время существования облигации плюс выплат основной суммы займа (то есть номинала облигации)

Номинальная цена — это та величина в денежных единицах, которая обозначена на облигации. Как правило, облигации выпускаются с достаточно высоким номиналом. Номинал является базой при всех пересчетах и начислении процентов.

Эмиссионная цена облигации — это та цена, по которой происходит продажа облигаций их первым владельцам. Эмиссионная цена может быть равна, меньше или больше номинала. Это зависит от типа облигаций и условий эмиссии.

Цена погашения — это та цена, которая выплачивается владельцам облигаций по окончании срока займа. В большинстве выпусков цена погашения равна номинальной цене, однако она может и отличаться от номинала.

Курсовая цена — это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке. Если каждая облигация имеет строго определенную номинальную цену, цену погашения и эмиссионную цену, уровень которых зафиксирован при выпуске займа, то курсовая цена претерпевает значительные изменения в течение срока жизни облигации — она колеблется вокруг теоретической (или внутренней, или расчетной) стоимости (или цены) облигации.

Общий подход к определению **теоретической стоимости любой ценной бумаги** заключается в следующем: чтобы определить, сколько должна стоить ценная бумага в данный момент времени, необходимо найти приведенную стоимость всех доходов, которые получит инвестор за время владения ценной бумагой.

Доход от облигации как абсолютный показатель состоит из двух основных слагаемых:

- периодически получаемых по купонам процентов;
- разности между ценой продажи (номиналом, выкупной ценой или рыночной ценой) и ценой приобретения облигации.

Приведенная (текущая) стоимость денег определяется по формуле (7.1):

$$PV = \frac{FN_n}{(1+r)^n},$$

где PV - настоящая или текущая стоимость денег; FN - будущая стоимость денег; r - ставка дисконтирования; n - число лет.

Расчет стоимости облигаций

Формула для расчета стоимости облигаций с постоянным купоном и постоянной ставкой дисконтирования (требуемая норма прибыли) (7.2):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

где V – стоимость, N – номинальная стоимость облигации, r – ставка дисконтирования, i – год.

Пример 1.

Продается облигация номиналом 1 000 руб. Процентная (купонная) ставка составляет 20% годовых. Выплата процентов производится 1 раз в год. До погашения облигации остается ровно 5 лет. Требуемая норма прибыли (доходность) на инвестиции с учетом риска, соответствующего данному типу облигаций, составляет 15%. Определить стоимость облигации.

Решение: В конце каждого года держатель облигации получит процентный доход в размере 200 руб., а в конце 5-го года — еще и сумму, равную номиналу облигации, т.е. 1000 руб. Определим дисконтированные (приведенные) стоимости доходов для каждого года и найдем их сумму. Приведенная стоимость платежей составит (см. формулу 7.2):

$$1\text{-й год} = \frac{200}{1 + 0,15} = 173,9 \text{ руб};$$

$$2\text{-й год} = \frac{200}{(1 + 0,15)^2} = 151,5 \text{ руб};$$

$$3\text{-й год} = \frac{200}{(1 + 0,15)^3} = 131,5 \text{ руб};$$

$$4\text{-й год} = \frac{200}{(1 + 0,15)^4} = 114,9 \text{ руб};$$

$$5\text{-й год} = \frac{200+1000}{(1 + 0,15)^5} = 597,0 \text{ руб};$$

Таким образом, стоимость облигации будет равна:

$$V=173,9+151,5+131,5+114,9+597,0=1168,8 \text{ (руб.)}.$$

Формула для расчета стоимости облигаций с постоянным купоном и изменяющейся ставкой дисконтирования (требуемой нормой прибыли)

В случае, если ставка дисконтирования изменяется (например, ОФЗ-ПК, ОГСЗ) для определения приведенной стоимости облигаций требуется найти продисконтированные потоки доходов для каждого года, используя следующую формулу (7.3):

$$V = \frac{D_1}{1 + r_1} + \frac{D_1}{(1 + r_1) \times (1 + r_2)} + \dots + \frac{D_i + N}{(1 + r_1) \times (1 + r_2) \dots (1 + r_i)},$$

где V - приведенная стоимость дохода i -го года; D_i , - доход i -го года;

r_1, r_2, \dots, r_i , - ставка дисконтирования для 1-го, 2-го, ..., i -го года;

N - номинальная стоимость облигации.

Пример 2.

По облигации номиналом 1000 руб. выплачивается 20% годовых. Выплата процентов производится 1 раз в год. До погашения облигации остается 5 лет. Требуемая норма прибыли в течение первых 3 лет - 20%, 4-й год - 15%, 5-й год - 10%. Определить стоимость облигации.

Решение.

Процентный доход каждого года и сумму погашения облигации необходимо продисконтировать по переменной ставке дисконтирования. Определим дисконтированные стоимости для платежей каждого года:

$$\text{1-й год} = \frac{200}{1 + 0,2} = 166,0 \text{ руб.};$$

$$\text{2-й год} = \frac{200}{(1 + 0,2)^2} = 138,9 \text{ руб.};$$

$$\text{3-й год} = \frac{200}{(1 + 0,2)^3} = 115,7 \text{ руб.};$$

$$\text{4-й год} = \frac{200}{(1 + 0,2)^3 \cdot (1 + 0,15)} = 101,0 \text{ руб.};$$

$$\text{5-й год} = \frac{200+1000}{(1 + 0,2)^3 (1 + 0,15) (1 + 0,1)} = 603,0 \text{ руб.};$$

Следовательно, стоимость облигации составит:

$$V=166,0+138,9+115,7+101,0+603,0=1124,6 \text{ руб.}$$

В случае, если процентный доход по облигациям выплачивается не один, а несколько раз в год, формула будет иметь следующий вид (7.4):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{\frac{D}{m}}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}},$$

$$\text{или (7.5) } V = \frac{D}{r} \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}} \right] + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}},$$

где m - число выплат процентного дохода в течение года; n – число лет;

N – номинал облигации; D – процент дохода в денежных единицах.

Пример 3.

Номинал облигации 1000 руб. Процентная ставка 20% годовых. Выплата процентов производится 2 раза в год. До погашения облигации остается 5 лет. Определить курсовую стоимость облигации, если требуемая норма прибыли составляет 15% годовых.

Решение:

$$V = \frac{200}{0,15} \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{0,15}{2}\right)^{2 \times 5}} \right] + \frac{1000}{\left(1 + \frac{0,15}{2}\right)^{2 \times 5}} = 1165,30 \text{ руб.}$$

Формула для расчета стоимости облигации в случае, когда до погашения облигации остается нецелое число лет.

Допустим 4 года и 200 дней до срока погашения. Процентный доход покупателя и продавца за время T определяется по формуле (7.6):

$$V_T = D \frac{T}{365},$$

где V_T - стоимость облигации, D - процентный доход за год или купонный период; T- время, в течение которого облигация находилась в руках продавца или покупателя (в днях); D_T - процентный доход за время T.

В нашем примере процентный доход покупателя составит:

$$V_{200} = 200 \times \frac{200}{365} = 109,6 \text{ руб.}$$

Процентный доход продавца будет равен:

$$V_{165} = 200 \times \frac{165}{365} = 90,4 \text{ руб.}$$

Для нецелого числа лет формула приведенной стоимости имеет следующий вид (7.7):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+r)^k \times (1+r)^{i-1}} + \frac{N}{(1+r)^k \times (1+r)^{n-1}}$$

где n - целое число лет, включая нецелый год; T- число дней до выплаты первого купона; $k=T/365$.

Пример 4.

Номинал облигации 1000 руб. Процентная ставка 15% годовых. Выплата процентов

производится два раза в год. До погашения облигации остается 4 года 200 дней. Определить курсовую стоимость облигации, если требуемая норма прибыли составляет 20% годовых.

Решение:

$$V_1 = \frac{150}{(1 + 0,2)^{\frac{200}{365}} \times (1 + 0,2)^{1-1}} = \frac{150}{(1 + 0,2)^{0,54}} = 136,40$$

$$V_2 = \frac{150}{(1 + 0,2)^{\frac{200}{365}} \times (1 + 0,2)^{2-1}} = \frac{150}{(1 + 0,2)^{0,54} \times 1,2} = 113,60$$

$$V_3 = \frac{150}{(1 + 0,2)^{\frac{200}{365}} \times (1 + 0,2)^{3-1}} = \frac{150}{(1 + 0,2)^{0,54} \times (1 + 0,2)^2} = 94,90$$

$$V_4 = \frac{150}{(1 + 0,2)^{\frac{200}{365}} \times (1 + 0,2)^{4-1}} = \frac{150}{(1 + 0,2)^{0,54} \times (1 + 0,2)^3} = 78,90$$

$$V_5 = \frac{1000}{(1 + 0,2)^{\frac{200}{365}} \times (1 + 0,2)^{4-1}} = \frac{1000}{(1 + 0,2)^{0,54} \times (1 + 0,2)^3} = 526,30$$

Итого 950,10 руб.

Формула для расчета стоимости облигаций с плавающим купоном

Данная формула может быть использована для расчета (облигаций федерального займа (ОФЗ-ПК), облигаций государственного сберегательного (ОГСЗ), (7.8).

$$V = \frac{D_1}{1 + r_1} + \frac{D_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \dots + \frac{D_n + N}{(1 + r_1)(1 + r_2) \cdot \dots \cdot (1 + r_n)}$$

где D_1, D_2, \dots, D_n - процентный доход i -го периода ($i=1, 2, \dots, n$);

r_1, r_2, \dots, r_n – требуемая норма прибыли (ставка дисконтирования) i -го периода.

Пример 5.

Номинал облигации 1000 руб. До погашения остается 3 года. Процентный доход выплачивается 2 раза в год. По первому купону выплачивается 22% годовых. Определите рыночную стоимость облигации при условии, что купонная ставка будет снижаться: 1-й год 22% годовых, 2-й год 20% , 3-й год 18%. Будет снижаться и требуемая норма прибыли: 1-й год 22% годовых, 2-й год 21%, 3-й год 19%.

Решение:

$$V = \frac{110}{1 + 0,110} + \frac{110}{(1 + 0,110)^2} + \frac{100}{(1 + 0,110)^2 \cdot (1 + 0,105)} + \frac{100}{(1 + 0,110)^2 \cdot (1 + 0,105)^2} + \frac{90}{(1 + 0,110)^2 \cdot (1 + 0,105)^2 \cdot (1 + 0,095)} + \frac{1090}{(1 + 0,110)^2 \cdot (1 + 0,105)^2 \cdot (1 + 0,095)^2} = 989,17 \text{ руб.}$$

Формула для расчета стоимости бескупонной облигации

Данная формула может быть использована и при определении курсовой стоимости депозитных и сберегательных сертификатов (7.9).

$$V = \frac{N}{(1 + r)^n}$$

Пример 6.

Бескупонная облигация номиналом 1000 руб. погашается по номиналу через 4 года. Определить курсовую стоимость облигации, если ставка дисконтирования составляет 14% годовых.

Решение:

$$V = \frac{1000}{(1 + 0,14)^4} = 592,10 \text{ руб.}$$

Если данная облигация погашается через 3 года 180 дней, то её курсовая стоимость составит:

$$V = \frac{1000}{(1 + 0,14)^{3+180/365}} = 632,91 \text{ руб.}$$

Пример 7.

Определить стоимость краткосрочной облигации номиналом 1000 руб., погашение через 180 дней. Требуемая норма прибыли по данному типу облигаций составляет 20% годовых.

Решение:

Используя формулу (7.9), имеем:

$$V = \frac{1000}{(1 + 0,2)^{180/365}} = 954,08 \text{ руб.}$$

Для определения стоимости краткосрочных облигаций можно использовать следующую формулу (7.10):

$$V = \frac{N}{1 + 0,2 \frac{rT}{365}}$$

Применяя эту формулу, получаем:

$$V = \frac{1000}{1 + 0,2 \cdot 180/365} = 910,22 \text{ руб.}$$

Доходность облигаций

Текущая доходность характеризует отношение текущих поступлений по облигации в данном году к зафиксированной на момент изменения показателя рыночной стоимости облигации

Текущая доходность любых видов облигаций, измеренная в долях единицы, находится по формуле (7.11):

$$R_t = \frac{D}{P}$$

где R_t - текущая доходность; D - доход, в денежных единицах;

P - текущая рыночная цена облигации

Пример 8.

Облигация номиналом 1000 руб. продается по цене 400 руб., процентный доход в размере 10% годовых выплачивается 1 раз в год.

Решение: текущая доходность будет равна:

$$R_t = \frac{0,1 \cdot 1000}{400} = 0,25, \text{ или } 25,0\% \text{ годовых.}$$

Параметр текущей доходности, как правило, непригоден при сравнении инвестиционных качеств разных видов облигаций, так как он не учитывает все элементы денежного потока по облигации, в том числе наиболее значимый - номинальную стоимость или выкупную цену, уплачиваемую эмитентом в конце срока.

Текущая доходность не лучший показатель еще и потому, что её измерение актуально лишь для купонных облигаций. Облигации с нулевым купоном имеют текущую доходность, равную нулю (за исключением последнего перед погашением года). В то же время такие облигации могут быть весьма привлекательными и доходными.

Наиболее информативным параметром для оценки инвестиционной привлекательности и анализа облигаций является показатель доходности к погашению.

Доходность к погашению учитывает все элементы денежного потока по облигациям, заданные условиями эмиссии. Именно этот показатель пригоден для оценки финансовой эффективности инвестиции в облигации в виде годовой сложной процентной ставки ссудных процентов (эффективной ставки) и может использоваться при сравнении доходности инвестиций в различные облигации и другие ценные бумаги.

Доходность к погашению (полная доходность) измеряет эффективность инвестиций в облигацию для инвестора в виде годовой ставки сложных ссудных процентов.

Доходность к погашению – это ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость процентных платежей и суммы погашения облигации равна покупной цене облигации (затратам инвестора).

Если известна цена облигации, то доходность к погашению можно определить методом последовательных приближений.

На основе вычисленной доходности к погашению можно решать вопрос о приемлемости тех или иных инвестиций. Если инвестор определил для себя требуемую норму прибыли для данного вида вложений (с учетом риска), и если полученная норма прибыли по облигации равна или выше требуемой нормы, то покупка облигаций является выгодным вложением средств.

Доходность к погашению бескупонной облигации (облигации с нулевым купоном) определяется из формулы (7.11):

$$P = \frac{N}{(1+r)^n}$$

После преобразований получаем (7.12):

$$r = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1$$

Пример 9.

Цена облигации - 600 руб., номинал 1000 руб. До погашения облигации остается 5 лет. Определить доходность к погашению, если доход по купонным облигациям выплачивается 1 раз в год;

Решение:

$$r_1 = \sqrt[5]{\frac{1000}{600}} - 1 \times 100\% = 13,10\%.$$

Доходность к погашению краткосрочных облигаций (сроком действия до 1 года) обычно определяется по формуле (7.13):

$$r = \frac{D}{P} \times \frac{365}{T}$$

где D - величина дисконта (процентного дохода) в денежных единицах;

P - цена облигации; T - число дней до погашения облигации.

Подставляя вместо D=N-P, получаем (7.14):

$$r = \frac{N-P}{P} \cdot \frac{365}{T}; \text{ или (7.15): } r = \frac{N}{P} - 1 \frac{365}{T}$$

где N - номинал облигации.

Пример 10.

Облигация номиналом 1000 руб. продается с дисконтом по цене 930 руб. До погашения облигации остается 50 дней. Определить доходность к погашению, если погашение происходит по номиналу.

Решение:

$$R = \frac{1000}{930} - 1 \frac{365}{50} = 0,5495, \text{ или } 54,95\%$$

Доходность к погашению облигаций с переменной процентной ставкой (с плавающим купоном) с более или менее достаточной степенью достоверности определить невозможно. Речь может идти только о весьма приблизительной оценке на основе прогноза развития рыночной ситуации. Вместе с тем следует иметь в виду, что величина купонной ставки на очередной купонный период устанавливается, исходя из сложившейся и ожидаемой конъюнктуры рынка на очередной период. По существу облигацию с плавающим купоном (облигации типа ОФЗ-ПК или ОГСЗ) можно рассматривать как серию краткосрочных облигаций, так как доходность таких облигаций на очередной купонный период устанавливается на уровне доходности краткосрочных инструментов. Следовательно, для таких облигаций целесообразно определять доходность к погашению очередного купона, т.е. использовать приведенную выше формулу для определения доходности краткосрочных облигаций.

Пример 11.

Облигация номиналом 1000 руб. продается по цене 1200 руб. Величина купона 300 руб. Продолжительность купонного периода 182 дня. До выплаты купона остается 91 день. Определить доходность облигации.

Решение: После выплаты очередного купонного дохода, новый размер купона обычно устанавливается таким образом, чтобы цена облигации была близка к номиналу. Следовательно, владелец облигации как бы получает сумму, равную номинальной стоимости облигации (1000 руб.) и величину купонного дохода (300 руб.), т.е. 1300 руб. Значит, его доход за период до выплаты купона составляет:

$D=1300-1200=100$ руб. Используя формулу 6.13, получаем:

$$r = \frac{100}{1200} \cdot \frac{365}{91} = 0,321, \text{ или } 32,10\%$$

Доходность за период владения.

Инвестор может держать облигацию не до погашения, а продать её до срока погашения. В этом случае требуется определить доходность за период владения. Расчет доходности облигаций при этом фактически не отличается от методов расчета доходности к погашению. Разница лишь в том, что инвестор получает не сумму погашения (номинальная облигация), а продажную цену облигации, которая может отличаться от номинала. Поэтому в приведенных выше формулах вместо номинала облигации будет фигурировать цена продажи облигации.

Пример 12.

Инвестор приобрел бескупонную облигацию номиналом 1000 руб. за 600 руб. и продал её через 2 года за 800 руб. Определить доходность за период владения.

Решение: Используя формулу (7.12), получаем:

$$r = \sqrt[2]{\frac{1000}{600}} - 1 = 0,2907, \text{ или } 29,07\%$$

Особенности оценки рыночной стоимости государственных долговых обязательств

Государственные долговые бумаги имеют некоторую особенность при оценке, связанную с тем, что необходимо:

— во-первых, детально рассмотреть нормативно-правовую базу выпуска государственных

- долговых обязательств (законы, постановления правительства), условия выпуска и обращения, порядок погашения и выплаты дохода, форму и вид обеспечения;
- во вторых, определить статус эмитента, его финансовую устойчивость и надежность, гарантии выпуска;
- в-третьих, оценить конкретные характеристики самого долгового обязательства, его инвестиционные качества;
- в-четвертых, учесть динамику котировок, результаты аукционных торгов;
- в-пятых, изучить динамику рейтинговых агентств;
- в-шестых, производить оценку с использованием различных методов;
- в-седьмых, скорректировать результаты оценки и определить окончательную стоимость долгового обязательства.

Кредитоспособность региона (города) эмитента ценных бумаг может быть определена по следующим факторам:

1) Экономическим:

- природные ресурсы,
- отраслевая структура хозяйства,
- состояние основных отраслей хозяйства,
- объем и динамика инвестиций,
- количество населения, занятость, доходы населения,
- уровень развития инфраструктуры,
- демографический состав населения.

2) Финансовым:

- бюджетные,
- долговые,
- внебюджетные.

3) Качеством управления бюджетным процессом и долгом:

- законодательная база,
- наличие долгосрочной финансовой стратегии,
- краткосрочное и среднесрочное планирование,
- учетная политика и контроль,
- организация управления долгом, кредитная история,
- долгосрочная политика по созданию рынка своих ценных бумаг и повышению их инвестиционной привлекательности.

3) Социальным и политическим.

Вопросы для самопроверки

1. Какой вид сделки связывает эмитента облигации и владельца этой облигации?
2. Какие параметры задаются условиями выпуска облигаций?
3. Какую роль в определении стоимости облигации играет номинальная стоимость?
4. Как параметры облигации определяют привлекательность инвестиций в облигацию?
5. Что такое курс облигации?
6. Какие особенности в оценке государственных облигаций?
7. В каких целях может проводиться оценка облигаций?
8. В чем привлекательность облигации для эмитента и для инвестора?
9. Какие принципы лежат в основе присвоения рейтингов облигаций?
10. Как соотносятся понятия риск и доходность на рынке облигаций?

Тесты для самопроверки

1. Курс облигации изменяется:

- 1) обратной зависимости от значения рыночной процентной ставки;
- 2) по линейной зависимости от значения рыночной процентной ставки;
- 3) без влияния процентной ставки.

2. Показатель доходности к погашению:

- 1) измеряет эффективность инвестиций в облигации;

- 2) характеризует отношение текущих поступлений по облигации в данном году к зафиксированной на момент измерения показателя рыночной стоимости облигаций.
 - 3) это ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость процентных платежей и суммы погашения облигации равна затратам покупателя.
3. Облигация с нулевым купоном характеризуется:
- 1) тем, что доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения и ценой эмиссии
 - 2) тем, что доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения и номинальной стоимостью;
 - 3) тем, что доход инвестора образуется за счет разницы между ценой погашения и курсовой стоимостью.
4. Факторами риска по облигациям являются следующие:
- 1) риск неплатежа;
 - 2) номинальная стоимость;
 - 3) срок до погашения.
5. Кто может выпустить корпоративные облигации:
- 1) любое юридическое лицо, сдавшее два положительных баланса;
 - 2) любое юридическое лицо, имеющее обеспечение в виде имущества;
 - 3) любое юридическое лицо, имеющее поручителя.
6. Курсовая стоимость облигации:
- 1) это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке;
 - 2) это та величина, которая обозначена на облигации;
 - 3) это та цена по которой проходит продажа облигации их первым владельцам.
7. Правоустанавливающим документом на корпоративные облигации:
- 1) является решение о выпуске ценных бумаг;
 - 2) проспект ценных бумаг;
 - 3) устав общества.
8. Если известна курсовая цена облигации и величины процентного дохода, то можно определить:
- 1) текущую доходность облигации;
 - 2) доходность к погашению;
 - 3) текущую стоимость облигации.
9. Если инвестор продает облигацию до срока погашения, то в этом случае определяется:
- 1) текущая доходность;
 - 2) доходность к погашению;
 - 3) доходность за период владения.
10. Государственные долговые бумаги имеют некоторую особенность при оценке их стоимости, связанную с тем, что необходимо:
- 1) детально рассмотреть нормативно-правовую базу выпуска государственных долговых обязательств (законы, постановления правительства), условия выпуска и обращения, порядок погашения и выплаты дохода, форму и вид обеспечения;
 - 2) определить статус эмитента, его финансовую устойчивость и надежность, гарантии выпуска;
 - 3) при определении их стоимости оценщику необходимо получить разрешение Банка России.

Глава 8. Оценка ценных бумаг с фиксированным доходом

8.1. Оценка векселей

В отечественной практике к долговым ценным бумагам помимо облигаций относятся векселя, депозитные и сберегательные сертификаты.

Вексель ведет свое происхождение из простой долговой расписки и является исторической основой для возникновения всех остальных видов ценных бумаг.

В наше время вексель по-прежнему активно используется на рынке в качестве и средства платежа, и доходной ценной бумаги, но занимает достаточно скромное место по сравнению с такими массовыми видами ценных бумаг, как акции и облигации.

В соответствии со ст. 815 ГК РФ вексель — это ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлению предусмотренного векселем срока, полученные займы денежные суммы.

Это юридическое определение можно несколько упростить: вексель — это письменное обязательство должника без всяких условий уплатить держателю векселя обозначенную в нем денежную сумму и в установленный в нем срок.

По причине строгого порядка взыскания вексельного долга в былые времена, например, не могли обязываться векселями военные и священники, матери семейств и неотделенные от семей девицы, а также некоторые категории крестьян.

Вексель есть ценная бумага, выпуск и обращение которой осуществляются в соответствии со специальным законодательством, называемым вексельным правом.

В России вексельное право базируется на Конвенции о единообразном законе о переводном и простом векселе¹³⁹, Постановлении ЦИК и СНК СССР¹⁴⁰, Федеральном законе «О переводном и простом векселе»¹⁴¹.

Вексель как историческая основа всех ценных бумаг

Вексель есть самая первая и самая ранняя из известных в товарном мире форм ценной бумаги, существовавшая еще до эпохи капитализма, долговая расписка из экономической природы.

Долговая расписка исторически превратилась в вексель в результате:

- стандартизации и обязательного характера своих реквизитов; долговая расписка стала стандартной, а потому — единым для всего рынка, для всех его участников документом;
- свободной обращаемости среди участников рынка; стандартизация документа позволила сделать его всеобщим средством уступки долга; долг превратился в заместителя действительных (золотых и серебряных) денег на рынке.

Отличительными особенностями механизма вексельного обращения являются:

- аваль, т.е. гарантия (поручительство) третьего лица по векселю;
- акцепт, т.е. согласие плательщика по переводному векселю на его оплату;
- индоссамент, т.е. приказ, на основании которого вексель переходит от одного участника рынка к другому до наступления срока платежа по нему;
- учет векселя, т.е. обмен векселя на деньги до наступления срока его погашения, который

¹³⁹ Конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе. Заключена в Женеве 7 июня 1930 г и вступила в силу для СССР 25 ноября 1936 г./Собрание законов, 1937 г., Отд. II, № 18, ст. 108.

¹⁴⁰ Постановление ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 № 104/1341/Положение о переводном и простом векселе.

¹⁴¹ Федеральный закон от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»

обычно совершается банками.

Главные черты векселя, вытекающие из вексельного законодательства, можно сгруппированы следующим образом^{142,143}:

- вексель есть документ стандартной формы¹⁴⁴; отсутствие обязательного реквизита в нем превращает его в простую долговую расписку;
- вексель есть обязательство уплатить без каких-либо предварительных условий; например, отсутствие денег у должника не является основанием для неуплаты денег по векселю;
- вексель есть обязательство уплатить независимо от причины возникновения обязательства или наличия этой причины на момент уплаты денег по векселю («действительности» этого обязательства); например, товар еще не поставлен, а по векселю, если он был выдан заранее, платить все равно придется;
- вексель сочетает в себе свойства ценной бумаги и денег, т.е. он может самостоятельно обращаться и использоваться в качестве платежно-расчетного средства на рынке вместо денег;
- вексель, если он не погашается путем зачета противоположным обязательством, может превратиться только в деньги.

Вексель – ордерная документарная ценная бумага. Хотя для коммерческих организаций не установлено каких-либо ограничений векселеспособности, как активной (способности приобретать права по векселям), так и пассивной (способности принимать обязательства по векселям), на выдачу (акцепт) векселей кредитными организациями влияют следующие требования Банка России^{145,146}:

- кредитные организации должны соблюдать установленные Банком России экономические нормативы, включающие обязательства по векселям;
- своевременно и в полном объеме выполнять резервные требования по вексельным обязательствам.

Что касается предприятий, то со стороны финансовых органов и вовсе нет какого-либо контроля за выдачей векселей.

Следует иметь в виду, что вексель не отменяет договора. Бухгалтерскую проводку и налогообложение определяет именно сделка – выдан ли вексель поставщику, банку в залог и т.д. Абстрактный вексель на это не укажет. Другое дело, что условия сделки не отражаются на обращении векселей и взыскание долгов по ним, именно в этом причина и смысл абстрактности векселя. Основанием для записи в регистрах бухгалтерского учета являются первичные учетные документы, фиксирующие факт совершения хозяйственной операции.

Закон определяет два вида векселя: простой вексель и переводной вексель.

Простой вексель — это ничем не обусловленное обязательство должника уплатить денежный долг кредитору в размере и на условиях, обозначенных в векселе и только в нем.

Иностранное (итальянское) название простого векселя — «соло». Простой вексель выписывает должник своему кредитору.

Переводной вексель — это безусловный приказ выдавшего вексель лица (векселедателя) своему должнику (плательщику) уплатить указанную в векселе денежную сумму в соответствии с условиями данного векселя третьему лицу (векселедержателю).

Иностранное (итальянское) наименование переводного векселя – «тратта».

¹⁴² Федеральный закон от 11.03.1997 № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»

¹⁴³ Постановление ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 № 104/1341 Положение о переводном и простом векселе.

¹⁴⁴ Приложение 3

¹⁴⁵ Рекомендации банкам по работе с векселями. Приложение к письму ЦБ РФ от сентября 1991 г. № 14-3/30.

¹⁴⁶ Положение о простых векселях Сбербанка России утвержденного 27.08.1998 г. № 431-р

Векселедатель в тратте называется «трассант», плательщик - «трассат», а получатель платежа по векселю - «ремитент».

Переводной вексель кредитор выписывает на имя своего должника с тем, чтобы последний уплатил долг этого кредитора третьему лицу (векселедержателю или ремитенту), должником которого является уже сам кредитор.

Простой вексель возникает обычно в результате товарной сделки, когда покупатель товара, не имея нужной суммы денег в момент поставки, выписывает вексель, по которому он обязуется заплатить продавцу стоимость купленного товара через какой-то промежуток времени в будущем.

По окончании этого времени последний векселедержатель предъявляет вексель покупателю (т.е. должнику по данному векселю), который уплачивает указанную в нем сумму денег и получает свой вексель обратно («гасит» его).

Переводной вексель (векселедатель), является одновременно кредитором одного лица и должником другого лица. Благодаря переводному векселю он как бы переводит (передает) свое право на получение долга (от своего должника) на своего собственного кредитора.

В результате происходит ускорение рыночного оборота денежных средств и их экономия. Векселедатель обязывает своего должника не возвращать долг непосредственно ему самому (векселедателью), а напрямую заплатить требуемую денежную сумму своему собственному кредитору, т.е. участнику рынка, которому он (векселедатель) должен уплатить такую же сумму денег.

Главное отличие исходного отношения, лежащего в основе простого векселя, от исходного отношения, лежащего в основе переводного векселя, состоит в том, что первое отношение есть всегда отношение только между двумя участниками рынка, а второе есть всегда отношение между тремя участниками рынка.

Обращение переводного векселя можно отобразить в единой схеме в двух вариантах:

а) при абстрагировании от того, что векселеполучатель, как и в случае простого векселя, в свою очередь, может использовать вексель в качестве платежного средства до наступления срока оплаты по нему;

б) с учетом последующих передач переводного векселя.

Исторически переводной вексель возник из потребности передачи (перевозки) денег из одной страны в другую. Перевозка самих денег была сопряжена с высокими рисками, а использование именного векселя позволяло получить по нему требуемую сумму денег в нужном месте.

Кроме простого и переводного векселя в рыночной практике встречаются векселя, которые выдаются без какого-либо материального основания, а потому законом признаются как недействительные. Они получили название «дружественного» и «бронзового» векселей. Такие векселя выписываются под несуществующую (фиктивную) сделку с целью дальнейшей продажи векселя и получения реальных денег.

С точки зрения экономического содержания сделки, которая лежит в основе векселя, последние подразделяются на товарные и финансовые векселя.

Товарный вексель — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, возникающее из товарной сделки, или такой сделки купли-продажи любого рыночного актива, в которой продажа (передача товара покупателю) по времени отделяется от купли (уплаты денег).

В качестве ссуды здесь выступает денежный долг, т.е. сумма денег, которую должник должен был своевременно уплатить за переданный ему товар по сделке купли-продажи. Внешне кажется, что займы отдается как бы сам товар. На самом деле отношение займа означает обязательный возврат того, что было отдано займы. Купленный по торговой сделке товар не возвращается продавцу. Последний получит по товарному векселю только деньги. При осуществлении такой сделки вексель выступает в качестве особого средства платежа за товар, т.е. является кредитным заместителем современных денег.

Финансовый вексель — это вексель, основанием для выдачи которого является долговое отношение, непосредственно основанное на ссуде деньгами.

Например, участник рынка передает банку определенную денежную сумму в долг, обычно это имеет форму покупки банковского векселя, а взамен получает финансовый вексель банка на большую сумму, чем он передал в банк, так как она возрастает на сумму накопленного процентного дохода аналогично банковскому депозиту. Получатель векселя использует этот вексель в расчетах за товары и услуги, а при наступлении срока платежа последний держатель векселя предъявляет его к оплате в банк.

Понятие о коммерческих ценных бумагах

Товарный вексель еще называется коммерческим векселем, от которого следует отличать так называемые «коммерческие» ценные бумаги, обращающиеся на современном рынке ценных бумаг.

Коммерческие ценные бумаги на мировом рынке - это финансовые векселя, эмитируемые любыми участниками рынка (а не только банками) на срок до 1 года (обычно на шесть месяцев) с целью привлечения финансовых ресурсов на долгосрочной основе.

Коммерческая ценная бумага есть использование краткосрочного по своей основе векселя в качестве альтернативы долгосрочным инструментам привлечения капитала (акциям, облигациям).

Суть механизма использования коммерческой ценной бумаги состоит в том, что держателю векселя в момент его погашения каждый раз предлагается обменять его на вексель, выдаваемый на следующий шестимесячный срок и так далее в течение всего срока времени, пока эмитент коммерческой ценной бумаги нуждается в поддержании необходимой ему суммы займа.

Если процентная ставка по векселю устраивает его владельца и он не сомневается в возврате долга через следующие шесть месяцев, то он соглашается на замену старого векселя на новый. Если же владельца векселя что-то не устраивает или он сам нуждается в деньгах, то вексель по его требованию погашается уплатой денег по нему.

Обязательные реквизиты векселя

Вексель, как и любая ценная бумага, имеет обязательные реквизиты.

Обязательные реквизиты простого векселя¹⁴⁷:

- наименование — «простой вексель»;
- ничем не обусловленное обязательство оплатить вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа, которому (или по приказу которого) он должен быть совершен;
- место и дата составления векселя;
- подпись векселедателя.

Обязательные реквизиты переводного векселя:

- наименование — «переводной вексель»;
- безусловное требование уплатить по векселю вексельную сумму;
- срок платежа;
- место платежа;
- наименование и адрес получателя платежа;
- место и дата составления;
- подпись векселедателя;
- наименование и местонахождение плательщика.

Вексельная сумма

Это сумма денег, которую обязан уплатить плательщик векселя владельцу векселя при наступлении срока платежа по векселю; обычно указывается цифрами и прописью. Не допускается разбивка суммы платежа векселя по срокам и по частям.

Вексель есть всегда долговое отношение, а в условиях капитала стоимость, отданная в ссуду,

¹⁴⁷ Приложение № 4

должна приносить процентный доход. Процент по долгу может быть либо сразу включен в вексельную сумму, либо указан отдельно.

Процентная ставка по вексельной сумме может быть указана в векселе, только если срок платежа по векселю заранее не зафиксирован, т.е. если он установлен в виде «по предъявлении» или «во столько-то времени от предъявления». В остальных случаях процентная ставка, даже если она и имеется в векселе, все равно считается ненаписанной. Это означает, что если она и написана, то плательщик по векселю не обязан платить процент по вексельной сумме.

Наименование и адрес плательщика

Когда плательщиком является юридическое лицо, то указывается его юридический адрес и его полное наименование. Если плательщик физическое лицо, то указываются его обычные паспортные данные: фамилия, имя, отчество, место жительства и другие паспортные данные. В простом векселе плательщиком является векселедатель. В переводном векселе векселедатель и плательщик, разные лица. По этой причине в переводном векселе появляется дополнительный по сравнению с простым векселем реквизит «наименование и местонахождение плательщика».

Срок платежа

Вексельным законодательством разрешаются следующие сроки платежа по векселю:

- «по предъявлении»; такая запись означает, что платеж производится по предъявлении векселя. Вексель должен быть предъявлен к платежу в течение не более одного года со дня его составления, но и в этом случае векселедатель может оговорить более конкретные сроки предъявления к оплате, например, «...по предъявлении, но не ранее 1 марта такого-то года». В случае просрочки вексель теряет свою вексельную силу;
- «во столько-то времени от предъявления»; такая запись означает, что оплата осуществляется через определенный период времени после даты предъявления векселя;
- «во столько-то времени от составления»; такая запись означает, что оплата совершается через определенное число дней от даты составления векселя;
- «на определенный день»; в этом случае оплата происходит в день, установленный в векселе.

Если срок платежа в векселе не указан, то это означает, что он подлежит оплате по предъявлении в любой момент времени в течение года с момента выставления векселя. Вексель, в котором одновременно не указаны даты составления и срока платежа, является недействительным.

Безусловное обязательство уплатить по векселю и требование уплатить по векселю

Раз простой вексель выписывает должник, то он и обязуется уплатить по нему.

Напротив, переводной вексель выписывает кредитор на своего должника, но не для того, чтобы последний уплатил ему самому, а чтобы должник уплатил другому лицу — кредитору векселедателя. Поэтому в переводном векселе содержится не обязательство, а лишь требование уплатить по нему. Это оформляется обычно такой записью: «Платите... (наименование ремитента) или его приказу». Переводной вексель может быть составлен в пользу и самого векселедателя. В этом случае в нем пишется: «Уплатить в мою пользу или моему приказу», либо другая равнозначная по смыслу запись.

Место платежа

Таким местом обычно является местонахождение плательщика, если иное не оговорено в векселе. Если в векселе место платежа не указано, то им также будет считаться местонахождение плательщика. При одновременном отсутствии в векселе места платежа и местонахождения плательщика вексель считается недействительным. Вексель будет считаться недействительным и в случае, если в нем одновременно указано сразу несколько мест платежа.

Указание места и даты составления векселя. Местонахождение векселедателя и место составления векселя могут не совпадать. Если место его составления не указано, то вексель признается выписанным в месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя.

В случае отсутствия в векселе и места составления и местонахождения векселедателя вексель считается недействительным.

Место составления векселя

Указывается всегда предельно конкретно (например, город такой-то). Несуществующее место составления векселя также делает его недействительным.

Дата составления векселя обязательна, поскольку она необходима для исчисления срока платежа по векселю и периода вексельного обязательства. Нереальная дата составления векселя означает его недействительность.

Подпись векселедателя

Данная подпись проставляется после полного наименования и местонахождения векселедателя в правом нижнем углу векселя и только рукописным путем. Без подписи вексель считается недействительным. Если вексель выписывается юридическим лицом, то необходимо наличие печати организации и двух подписей: директора и главного бухгалтера.

Поддельные подписи, подписи несуществующих лиц и лиц, не обладающих правом подписи в организации векселедателя, делают вексель недействительным.

Аваль векселя

Аваль векселя — это гарантия платежа по нему со стороны какого-то участника рынка (обычно банка или другого лица), называемого авалистом и не имеющего прямого отношения к векселю. На языке вексельного права аваль есть вексельное поручительство.

Потребность в авале возникает, когда кредитор не доверяет своему должнику, но при этом и не отказывает ему (например, в поставке товара), поскольку сам заинтересован в этом. Решением этой проблемы и является предоставление дополнительных гарантий исполнения векселя в лице некой организации, которой кредитор доверяет больше, чем своему должнику.

Аваль проставляется на лицевой стороне векселя, где для этого предусмотрено специальное место. Аваль может потребоваться как на простом, так и на переводном векселе. Он может быть полным или частичным.

Акцепт переводного векселя

Акцептом называется согласие плательщика по переводному векселю на оплату по нему.

Плательщик по переводному векселю является должником по отношению к векселедателю. Но поскольку вексель выписывает не сам должник, а его кредитор, постольку этот самый должник должен дать согласие на оплату данного векселя, прежде чем векселедатель передаст вексель векселеполучателю, т.е. своему собственному кредитору. В противном случае последний не примет переводной вексель.

На практике возможны ситуации, в которых сам векселеполучатель предъявляет переводной вексель для акцепта плательщику, в случае, когда вопросы долга оговорены с последним заранее (например, по телефону). Получить акцепт бывает удобнее самому векселеполучателю, например, когда он и плательщик находятся в одном и том же городе или местности, а векселедатель находится в другом, отдаленном от них месте.

Место для акцепта предусмотрено на лицевой стороне переводного векселя слева от авалья. Как и в случае авалья, также разрешается частичный акцепт, когда плательщик в силу каких-то обстоятельств соглашается на уплату лишь части денежной суммы (долга), указанной в векселе.

Индоссамент

Индоссамент - это передаточная надпись на векселе, означающая безусловный приказ его прежнего владельца (держателя) о передаче всех прав по нему новому владельцу (держателю).

Индоссамент фиксирует переход права требования по векселю от одного лица к другому. Обычно запись по нему имеет форму: «Платите приказу...», или «Уплатите в пользу...». Лицо, в пользу которого передается вексель, называется индоссатом, а лицо, передающее вексель, индоссантом. Поскольку долговое обязательство о платеже, имеющееся в векселе, ничем не обусловлено, то и индоссамент может быть только таким же.

Запрещен частичный индоссамент, т.е. передача части суммы векселя. Индоссант, то есть тот, кто передает вексель новому владельцу, собственноручно проделывает передаточную надпись, которая скрепляется его печатью. Он отвечает за акцепт и платеж по переводному или простому векселю. Однако он может снять с себя ответственность за акцепт и платеж, если сделает оговорку «без оборота на меня». В этом случае он исключается из цепочки обязанных по векселю лиц, что может привести к падению ликвидности, или оборачиваемости, векселя, если это будет расценено другими участниками рынка как форма неплатежеспособности плательщика по векселю.

Векселедержатель может совсем исключить возможность дальнейшей передачи векселя, если включит в текст векселя слова «не приказу». В этом случае вексель может быть передан только путем договора его купли-продажи.

Лицо, передающее вексель по индоссаменту, отвечает:

- за недействительность имущественных прав по векселю, например за то, что вексель окажется поддельным;
- за осуществимость имущественных прав по векселю: в случае, если плательщик не заплатит по векселю, оплачивать его придется индоссанту как предыдущему держателю векселя (точнее — каждому из предыдущих держателей, включая и векселедателя).

Виды индоссамента.

Законодательством разрешаются следующие виды индоссамента:

- именной индоссамент, который содержит наименование индоссата, подпись и печать индоссанта и четко фиксирует, кому переходит право собственности на вексель,
- бланковый индоссамент — в нем не содержится наименование индоссата, т.е. получателя векселя, и такой вексель является предъявительским. Индоссат имеет возможность самостоятельно вписать наименование нового векселедержателя или передать вексель, не делая больше никаких записей. Бланковый индоссамент превращается в именной в случае записи в текст индоссамента наименования векселедержателя, что обязательно делается при наступлении срока платежа;
- инкассовый индоссамент — это передаточная надпись в пользу определенного банка, уполномочивающая последний получить платеж по векселю. Такой индоссамент имеет вид «на инкассо» и дает банку право предъявить вексель к акцепту или платежу;
- залоговый индоссамент — делается в том случае, когда векселедержатель передает кредитору вексель в залог выданного кредита. Обычно такой вексель сопровождается оговоркой: «валюта в залог» либо другой равнозначной фразой. Залоговый индоссамент не дает права собственности на вексель индоссанту, т.е. залогодержателю.

Порядок составления индоссамента.

В именном индоссаменте наименование первого векселедержателя должно совпадать с наименованием первого индоссанта. Соответствие также должно быть между наименованием каждого индоссата со следующим за ним индоссантом. Это соответствие означает непрерывность цепочки передаточных надписей.

Именной индоссамент должен иметь следующий вид: «№ п\п. Платите приказу (наименование индоссата). Место и дата совершения индоссамента. Подпись индоссанта».

Бланковый индоссамент имеет вид: «№ п\п _____. Место и дата совершения индоссамента. Подпись индоссанта».

При совершении индоссамента возможно указание ряда оговорок, формулировки некоторых таковы:

Оговорка «не приказу». «Платите (наименование), не его приказу». Допустима только в именном индоссаменте. Её, в отличие от оговорки векселедателя, можно нарушать, поместив следующий индоссамент. В этом случае индоссант, поместивший оговорку, выходит из круга солидарно обязанных лиц.

Оговорка «без оборота на нас». «Платите приказу (наименование) без оборота на нас». Безоборотная оговорка может быть зачеркнута только за подписью лица, её проставившего.

Посредством этой оговорки индоссант своей волей выходит из круга солидарно обязанных лиц. Конечно, дело индоссата принимать вексель с оговоркой или нет.

Оговорка «валюта в залог». «Наименование, кому в залог». Делает невозможным дальнейшую передачу векселя в порядке индоссамента. Оговорка может использоваться и при залоге, и просто с целью не допустить дальнейшей передачи векселя.

Уменьшение сроков для предъявления векселя. Эти сроки могут быть изменены в определенных законом случаях. Срок для предъявления к платежу векселя «по предъявлении» может быть сокращен индоссантами следующим образом: «Платите приказу (наименование) до (дата)». Срок для предъявления к акцепту также может быть сокращен индоссантом: «Платите приказу (наименование) К акцепту не позднее (дата) или назначен: «Платите приказу (наименование). К акцепту (дата).

Для препоручительной надписи, то есть содержащей поручение, но не делающей указанное лицо собственником векселя, правила таковы. В случае передачи векселя на инкассо кредитной организации пишется «На инкассо (наименование), подпись Если вексель передан другой организации (лицу) пишется: «Доверяю получить платеж (наименование), подпись». Тем самым доверие уполномочивается на совершение действий, связанных с получением платежа, без оформления доверенности. Препоручительная надпись может быть только именной. В остальном требования к оформлению препоручительной надписи те же, что и при совершении именного индоссамента.

Аллонж (добавочный лист простой бумаги) присоединяется к векселю в том случае, когда на векселе не хватает места для проставления индоссаментов. При этом должна быть обеспечена физически и формально прочная связь с векселем. Аллонж имеет тот же формат, что и вексель, и имеет лицевую и оборотную стороны. На лицевой стороне помещаются сведения о векселе, к которому присоединяется аллонж.

Наличие лицевой стороны у аллонжа порождено практикой для защиты от следующего мошенничества. Если у аллонжа имеется чистая сторона, то отрезав его, можно оформить подложный вексель и пустить его в оборот с подлинными подписями под индоссаментами.

Экземпляры и копии векселей. Для удобства предусмотрено, что переводной вексель может быть выдан в нескольких экземплярах (обязательно пронумерованных, иначе это будут разные векселя), с векселя могут также сниматься копии. Причем в ряде случаев с различными экземплярами и копиями возможно совершать действия с теми же последствиями, как если бы они были сделаны с подлинником. Акцептовать следует лишь один экземпляр, ибо акцептант ответственен по все акцептованным и не возвращенным экземплярам.

Для простого векселя не предусмотрена выдача в нескольких экземплярах.

Вексельное обращение

Вексельное обращение — это передача простого или переводного векселя от одного его держателя к другому, иначе — это смена собственности на вексель.

Вексель как классическая ценная бумага может свободно передаваться рыночным путем от одного лица к другому. Это связано с тем, что вексель есть право на получение определенной суммы денег без каких-либо условий со стороны плательщика по нему. Такого рода право, естественно, может легко передаваться. Передача производится чаще всего путем приказа (индоссамента) владельца векселя (векселедержателя) без какого-либо согласия того, кто выписал его или, точнее, без согласия плательщика по векселю.

Вексельное обращение как смена собственности (собственников, векселедержателей) на вексель может осуществляться двумя способами:

- путем его обращения в качестве средства платежа, или кредитного заместителя денег;
- путем его досрочного обмена на деньги, или путем учета векселя.

Учет векселя

Учет векселя — это покупка векселя до наступления срока платежа по нему. Поскольку денежные средства обычно сосредоточены у банка, постольку покупателем векселей чаще всего

выступают банки.

Инвестор может досрочно обменять свой вексель на деньги, чаще всего в банке, но на меньшую сумму денег, чем та, которую ему должен вернуть эмитент (т.е. должник по векселю).

Досрочный обмен векселя на деньги, естественно, внешне представляется его куплей-продажей (по определению купля-продажа есть обмен товара на деньги). На самом деле этот обмен всегда есть только кредитное отношение, так как тот, кто «покупает» вексель за деньги, через установленный срок снова получит их при погашении векселя. Покупатель векселя есть всегда кредитор, который дает кредит, а затем получает его обратно с процентами от плательщика по векселю.

Учет векселя состоит в том, что векселедержатель, нуждающийся в деньгах, передает (продает) вексель банку по индоссаменту до наступления срока платежа по нему и получает за это вексельную сумму за вычетом (внешне — как бы за досрочное получение денег) определенного процента от этой суммы, называемого учетным процентом, или дисконтом банка.

Размер учетного процента устанавливается самим банком в зависимости от платежеспособности векселедержателя, представившего вексель к учету, и рассчитывается по формуле (8.1):

$$D = \frac{N \cdot tR}{100 \cdot T}$$

где D - дисконт; N - номинал векселя; t - время, оставшееся до погашения векселя (в днях); R - учетная процентная ставка банка;

T - годовой период (360 дней).

Потребность в учете векселя возникает в случае, если его держатель нуждается в деньгах и не может использовать вместо них имеющийся у него вексель в качестве средства платежа (платежей), а срок получения денег по векселю еще не наступил. Досрочное предъявление векселя к оплате хотя и возможно, но не дает держателю никаких прав, если плательщик не пожелает досрочно расплатиться по векселю (нет денег или по иным причинам).

Единственное место на рынке, где, как правило, можно занять деньги, — это банк, назначение которого и состоит в торговле деньгами, а не товарами. Получая по индоссаменту вексель, банк может взамен передать деньги, в которых и нуждается векселедержатель (но может выдать и собственный вексель, если последний имеет более широкий круг обращения на рынке).

Для банка учет векселя есть обычная кредитная сделка. Внешне кажется, что банк дает ссуду векселедержателю под учетный процент с принятием от него в качестве залога предоставляемый им вексель.

На самом деле векселедержатель путем индоссамента лишь уступает банку свои права по векселю, а потому должником по банковской ссуде является плательщик векселя. В этом кроется экономическая причина того, почему учетный процент вычитается из вексельной суммы, а не начисляется на неё, как это имеет место при обычном кредитовании.

Сумма возвращаемого кредита банку уже зафиксирована размером вексельной суммы, а потому банк может получить свою плату за кредит не сверх его величины, а только путем вычета из вексельной суммы.

При наступлении срока платежа по векселю его плательщик, возвращая вексельную сумму банку, возвращает как денежную сумму, за которую банк «купил» вексель у его держателя, так и учетный (банковский) процент, под который банк ссужает деньги своим клиентам.

Центральный банк России предъявляет особые требования к векселям для учета:

- вексель должен быть юридически надежен (правильно оформлен, подписи подлинны, полномочия подписавших достаточны);
- учитывающий банк, помимо проверки кредитоспособности клиента, должен проанализировать экономическое положение индоссантов;
- на векселе должно быть не менее двух подписей;

- предпочтение должно быть отдано краткосрочным векселям; вексель не должен допускать ранее свои векселя до протеста.

При учете векселей банк ограничивается формальной проверкой индоссантов, подобной заключению кредитного договора. Сами векселя подвергаются тщательной оценке. В частности банк не примет к учету векселя:

- переписанные, то есть выписанные взамен неоплаченных в срок первоначальных;
- встречных, то есть выписанных векселедателем и предъявителем друг на друга в одно время на близкие суммы;
- родственных фирм, если нет уверенности в торгово - промышленном характере векселей;
- по которым срок платежа остается больше времени, характерного для хозяйственного оборота данного региона или отрасли, профиля предприятия;
- выданных друг другу участниками дела, доверенными доверителю и наоборот, фирмами и организациями, не ведущими самостоятельной торгово-производственной деятельности.

Переучет векселя

Переучет векселя — это продажа ранее купленного банком векселя другому банку либо центральному банку страны. Такого рода операции имеют место в случае, когда у самого банка возникает потребность в дополнительных денежных средствах. Переучет векселя осуществляется в том же порядке, что и учет векселя.

Вексельный рынок

В широком понимании вексельный рынок — это отношения по поводу выпуска, обращения и погашения векселей. В более узком понимании вексельный рынок охватывает только вексельное обращение. Но поскольку последнее состоит из обращения векселей как платежных средств (кредитных денег) и как товаров (в случае их учета, т.е. обмена на деньги), постольку существует еще более узкое понимание вексельного рынка как рынка учета векселей.

В узком понимании вексельный рынок — это рынок купли-продажи или учета и переучета векселей.

Основные черты вексельного рынка, как рынка их купли-продажи:

- представляет собой по преимуществу банковский рынок;
- его участники — векселедержатели и учетные банки;
- в обычных условиях — намного менее спекулятивный рынок, чем рынок акций или облигаций;
- непосредственно доходный рынок лишь для банков как покупателей векселей; доход банка по векселю — учетный процент.

Процедура осуществления платежа по векселю, или погашение векселя. Последовательность осуществления платежа по векселю строго регламентирована и включает следующие основные моменты:

- установление срока платежа: при определении срока погашения векселя не учитывается день, в который он выписан. В случае, когда день погашения приходится на нерабочий день, вексель должен быть погашен в ближайший рабочий день;
- предъявление векселя к оплате: вексель предъявляется к оплате в месте нахождения плательщика, если в векселе не указано иное место;
- сроки платежа по векселю: плательщик должен осуществить платеж немедленно по предъявлении векселя, если это предъявление произведено в установленный векселем срок. Отсрочка платежа по векселю допускается только в случае возникновения обстоятельств непреодолимой силы. Предъявление векселя к оплате до срока его погашения не обязывает должника платить по нему, равно как и не может быть удовлетворено требование должника к векселедержателю принять платеж до срока погашения векселя;
- возможность частичной оплаты: должник может оплатить в день погашения векселя только часть суммы, а векселедержатель не имеет права не принять платеж. В данном случае на лицевой стороне векселя делается отметка о погашении части вексельной суммы.

Векселедержатель имеет право опротестовать неоплаченную сумму и предъявить иск к любому из всех обязанных по векселю лиц в размере неоплаченной суммы.

Оценка стоимости векселя

Оценка стоимости векселя один из самых сложных вопросов, так как необходимо учесть большое количество факторов и всегда помнить, что сила векселя в нем самом, поэтому существенно обладание этим документом. Как вексель получен – вопрос гражданского права, для вексельного права важен сам факт обладания им. Под выдачей понимается любое приобретение векселя, будь он выдан по ошибке, утерян, добыт по принуждению или обману. Но в силу формального характера векселя порок, имевший место при выдаче, может быть противопоставлен лишь тому, кто приобрел его таким образом, но не последующим добросовестным приобретателям.

Ключевые формулы для расчета векселей – это формулы оценки облигаций. Специфика оценки векселей заключается в расчете ставки дисконтирования.

Минимально приемлемая ставка доходности (ставка дисконтирования) определяется оценщиком экспертным путем, исходя из степени рискованности векселя. Можно использовать ставку дисконтирования, рассчитанную методом кумулятивного построения, используемую при оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков. Источником информации будут результаты фундаментального анализа деятельности компании, проведенного оценщиком.

Для оценки векселя в основном используется два подхода:

Первый - сравнительный (базируется на использовании данных, сложившихся на рынке, по рыночным ценам подобных векселей);

Второй – доходный, на самостоятельных расчетах и анализе факторов, определяющих доходность.

В первом случае данные о текущих котировках векселей, которые предполагается оценить, мы можем найти в публикациях таких агентств как «РосБизнес-Консалтинг», «ФинМаркет», «РВС-векселя»¹⁴⁸, ИК «Велес», ФК «Русский инвестиционный клуб», ИК «Регион», а также в информационной системе НКС-векселя (Национальная котировальная система), которая начала функционировать в рамках НП «Фондовая биржа РТС» в ноябре 2001 года. Эта информационная система призвана предоставить участникам вексельного рынка достоверную информацию о ценах векселей российских векселедателей, а также упростить процедуру поиска контрагентов по сделкам с векселями¹⁴⁹. На сегодняшний день в информационной системе 664 организации имеют возможность в режиме реального времени выставлять котировки по векселям 822 векселедателей.

Котировки векселей, представляемые агентствами, условно можно разделить на две большие группы¹⁵⁰:

- векселя, котируемые на уровне 70-99% номинальной суммы, по ним своевременно оплачиваются платежи;
- векселя, котируемые на уровне 25%, номинальной стоимости (они в основном используются в зачетных схемах);

В этом случае стоимость определяется весьма просто – она будет равна цене приобретения, поскольку котировка векселя является количественным показателем, уровень которого установился, исходя из сложившегося спроса и предложения на данные векселя. Среди котировок необходимо найти вексель, наиболее близкий по всем параметрам к тому, который необходимо оценить. Если планируется его продать, необходимо включить затраты на комиссионное вознаграждение посреднику. Из практики они равны 0,5-2,0% от суммы реализации векселя.

Значения котировок, опубликованных в вышеназванных изданиях агентств, необходимо корректировать, так как они выражают лишь желание купить, или желание продать вексель по указанной цене (5,0-10,0%).

При оценке векселей, не котирующихся на рынке, необходимо обратить внимание, что в

¹⁴⁸ www.bills.ru,

¹⁴⁹ С архивом котировок системы «НКС-векселя» можно ознакомиться на сайте РТС <http://ftp.rts.ru/pub/info/stats/nqs/> . С ежедневными средними котировками векселей в системе "НКС-векселя" можно ознакомиться на сайте НКС в разделе "Котировки": <http://nqs.ru/nqs/files/13/nqs.xls> .

¹⁵⁰ Торский Г.А. От векселя к деньгам. Руководство по практической работе с векселями. М. : «Финансы и статистика», 2002. -160 с.

общем объеме полученной информации следующие факторы занимают определенный сегмент:

- отсутствие информации о векселедателе – 75%;
- большая номинальная стоимость суммы векселя - 5%;
- дальний срок оплаты – 15%
- отсутствие информации об индоссаментах – 5%.

Если возникает ситуация, что кто-то из индоссантов готов доплатить, на срок взыскания уйдет масса времени и дополнительных финансовых средств. Поэтому анализ и оценку рисков надо проводить в полном объеме.

Факторы, влияющие на стоимость векселя:

- Информация о векселедателе.
- Номинальная сумма векселя.
- Срок платежа по векселю.
- Индоссанты.

Каждый из этих факторов оказывает существенное влияние на реальную стоимость векселя, как правило, она всегда ниже номинала, за исключением векселей по которым начисляются процент. В этом случае величина процентной ставки должна быть обязательно указана в тексте векселя, её отсутствие делает условие о начислении процента ненаписанным. Рассмотрим каждый из вышеуказанных факторов.

1. Фактор – информация о векселедателе.

Необходимо определить основные риски:

1) Юридическую чистоту векселя.

Сила векселя состоит в нем самом, поэтому существенно понять, что мы оцениваем документ установленной формы и обязательными реквизитами. Необходимо проверить: реквизиты, вексельные метки, непрерывность индоссаментов, легитимность (договоры, акты приема-передачи векселя)¹⁵¹.

К видимым дефектам векселя относятся: отсутствие целостности, повреждение текста (наличие разрывов или надрывов векселя, отсутствие его части, а также повреждения текста), а также поправки в тексте, зачеркивания, то изменение текста на лицевой и оборотной стороне векселя, в том числе сопровождаемые зачеркиванием, даже если они делаются лицами, имеющими на то право и надлежащим образом заверены. Исключение составляет зачеркивание индоссамента, что дефектом не является.

Вексель теряет силу, если в вексельной метке из слова «вексель» вырезана хоть одна буква или имеется отметка об оплате, или вексель разорван на части и склеен. Следует пояснить, что в соответствии с практикой погашения документарных облигаций из текста документа вырезаются 2-3 буквы¹⁵². Вексель также теряет силу если залит краской, чернилами, маслом, обожжен, подвергнут воздействию химических реактивов, что привело к невозможности однозначного определения содержания вексельных реквизитов; имеются повреждения вексельных реквизитов умышленного характера (подчистка, вымарывание, вытравливание и пр.)

Вексель сохраняет силу в случаях: если сохранены все обязательные и дополнительные реквизиты векселя, за исключением вневексельных, при наличии подклеенных оторванных кусков, если оторванные части безусловно принадлежат данному векселю; при наличии заклеенных надрывов; при наличии пятен, в случае если они не препятствуют определению вексельных реквизитов, надписей и штампов, не влияющих на содержание вексельного текста; при отсутствии частей не влияющих на содержание вексельных реквизитов, а также при несохранении элементов защиты от подделки.

2) Деловую репутацию векселедателя (как часто выступает в арбитражном суде, выполняет ли свои договорные обязательства и т.д.).

¹⁵¹ Вопрос о дефектах подробно изложен Гудковым Ф.А. Вексель. Дефекты формы. М.: Интеркрим-Пресс, 2000.

¹⁵² «Правила размещения, обращения и выкупа облигаций государственного сберегательного займа Российской Федерации учреждениями СБ РФ» от 27.09.1995 г. , согласовано с Министерством финансов РФ.

3) Кредитоспособность векселедателя:

- платежеспособность,
- ликвидность.

Необходимо отметить что со стороны Банка России действуют требования к соблюдению следующих норм:

- своевременно и в полном объеме выполнять резервные требования по вексельным обязательствам;
- соблюдать установленные Банком России экономические нормативы, включающие обязательства по вексям, в том числе специальный норматив Н13, устанавливающий соотношение размера вексельных обязательств к величине капитала кредитной организации.

Для коммерческих организаций не установлено никаких ограничений векселеспособности, то есть способности принимать на себя обязательства и способности принимать права по векселю. В то же время необходимо, чтобы соблюдались показатели структуры баланса.

Прежде всего должны контролироваться:

- коэффициент текущей ликвидности (текущие активы/ текущие обязательства);
- коэффициент обеспеченности собственными средствами.

Первый характеризует общую обеспеченность коммерческой организации оборотными средствами для ведения хозяйственной деятельности и своевременного погашения срочных обязательств.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами характеризует наличие у предприятия собственных оборотных средств, необходимых для его финансовой устойчивости.

Для признания структуры баланса предприятия неудовлетворительной, а предприятие неплатежеспособным, желательно, чтобы выполнялось следующее условие:

- коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода имеет значение менее 2;
- коэффициент обеспеченности собственными средствами на конец отчетного периода имеет значение менее 0,1.

Выдача векселей влияет на величину этих показателей.

Если контрагент платежеспособен, то стоимость векселя можно

определить по формуле (8.2):

$$V = N \left(1 - \frac{r \cdot t}{360} \right)$$

где N - будущая стоимость векселя (сумма денежных средств, предъявленных к платежу); r – ставка альтернативной доходности; t - количество дней до предъявления векселя к платежу; 360 – число дней в финансовом году.

В качестве ставки альтернативной доходности можно использовать:

- ставку Сберегательного банка РФ по договору депозита для векселя, оплата которого в срок не вызывает сомнения;
- ставку коммерческого банка по договору депозита для векселя с большей вероятностью получения денежных средств в срок;
- процентная ставка по договору займа для векселя, по которому возможно неполучение денежных средств в срок.

Оценщик, устанавливает ставку альтернативной доходности исходя из анализа рисков. Рекомендуется получить как можно больше информации о векселедателе, а именно информацию о финансово-экономическом положении векселедателя, о выполнении им своих договорных

обязательств, о судебных процессах в арбитражных судах, связанных с неисполнением им своих обязательств.

Для расчета рыночной стоимости векселя целесообразно использовать также формулу для определения стоимости краткосрочных облигаций (8.3):

$$V = N \left(\frac{1}{\frac{r \cdot t}{365} + 1} \right)$$

где r - годовая доходность ценной бумаги, N – номинальная стоимость или вексельная сумма; t – срок погашения в днях.

Стоимость процентного векселя рассчитывается на базе финансового года в 360 дней, по формуле (8.4):

$$V = \frac{N \left(1 + \frac{R \cdot T}{360} \right)}{1 + r \frac{T}{360}}$$

где N - номинал векселя; R - процентная ставка по векселю; T - число дней с момента начисления процентов до оплаты векселя; r – ставка дисконтирования.

Оперативную информацию о векселях, выбывших из законного оборота (похищение, утрата, запрещение к оплате по решению суда, арест следственными органами, подделка векселей, неплатеж, неакцепт, совершение протеста в неоплате и др.) можно получить на сайте www.auveg.ru.

2. Фактор – номинальная сумма векселя.

Номинальная сумма векселя является очень важным фактором, позволяющим в значительной степени определить с какой целью он выписан. Чем больше номинальная стоимость тем больше рисков.

Номинальная стоимость векселей суммой:

- от 500 тыс. руб. до 1 млн.руб. – ходовые,
- до 5 млн.руб. – рисковые,
- векселя свыше 5 млн.руб. - опасные¹⁵³.

3. Фактор - срок платежа по векселю.

Номинальная сумма уменьшается на величину дисконта, которая зависит от срока платежа. Больше срок – меньше платежей.

4. Фактор - Индоссаменты по векселю

Стоимость тем выше, чем больше платежеспособных индоссаментов. Все лица, в том числе посредник, если они оплатили вексель, могут требовать от обязанных перед ними лиц:

- всю уплаченную ими сумму;
- проценты на нее со дня платежа в размере ставки ЦБ РФ;
- возмещения понесенных издержек.

¹⁵³ Торский Г.А./ От векселя к деньгам. Руководство по практической работе с векселями. - М.: Финансы и статистика, 2002. - 160 с.

Начальной же является сумма, которую может требовать векселедержатель и в которую входят:

- вся неоплаченная сумма, включая обусловленные проценты;
- проценты в размере ставки ЦБ РФ на эту сумму со дня срока платежа;
- все издержки, в том числе по протесту и извещениям;
- пеня в размере ставки ЦБ РФ со дня срока платежа.

В отношении применения пени даны разъяснения в Постановлении Пленума ВАС¹⁵⁴ в котором указано, что можно требовать от обязанных по векселю лиц вексельную сумму с процентами в размере удвоенной ставки рефинансирования Банка России, исчисленными со дня срока платежа на дату производства платежа и сумму в размере понесенных издержек, в том числе по протесту и нотификации.

Сроки исковой давности для разных лиц, ответственных по векселю, разнятся:

- Против акцептанта – три года со дня срока платежа.
- Против векселедателя и индоссантов – год со дня протеста.
- Индоссантов друг к другу и векселедателю – шесть месяцев со дня оплаты векселя.

При неплатеже по векселю можно прибегнуть к упрощенному порядку взыскания вексельных долгов.

Благодаря упрощенной схеме выпуска данных инструментов, вексельное обращение сохраняет высокую ликвидность и остается неотъемлемой частью рублевого долгового рынка. Однако именно векселя наиболее часто являются причиной преступлений на фондовом рынке, и большинство проблем возникают из-за документарной формы векселя.

При передаче векселя то же значение, что и при выдаче, имеет добросовестность приобретения. Следует отдавать себе ясный отчет в том, что индоссат основывает свое право на вексель не только на непрерывном ряде индоссаментов, в том числе и бланковых, но и добросовестном приобретении документа, соблюдении при этом разумной осторожности. Добросовестность приобретения им документа подразумевается, пока не доказано обратное.

По поводу бланков необходимо отметить, что законодательство РФ не содержит правовых норм, согласно которым векселя, выданные на незащищенных от подделки бланках, признавались бы недействительными. Нет также и правовых норм, обязывающих к выдаче векселей исключительно на бланках, в том числе «строгой отчетности», то есть вексель на обычном листе бумаги будет полноценным векселем. Если векселедатель все же решил составить вексель на бланке, содержащую полиграфическую защиту от подделки, то необходимо знать о том, что государством установлен особый порядок изготовления и продажи защищенной полиграфической продукции.

Факт дефекта формы векселя может быть установлен не иначе как судом. Никакие заключения экспертов без решения суда не имеют правового значения.

Примеры расчета стоимости векселя

Пример 1.

Определить стоимость векселя номиналом 100000 руб. до погашения которого осталось 150 дней, а величина дисконта составляет 15% годовых.

Используя формулу (2.2), получаем:

$$V = 100000 \left(1 - \frac{0,15 \cdot 150}{360} \right) = 93750 \text{ (руб.)}$$

Пример 2.

Вексель номиналом 50000 руб. предъявлен к оплате через 60 дней со дня начисления процентов. По векселю начисляется 15% годовых. Определить стоимость векселя, если требуемая норма прибыли составляет 10% годовых.

Применяя формулу (8.4) получим:

¹⁵⁴ Постановление Пленума ВАС от 5 февраля 1998 г № 3/1 «О некоторых вопросах применения федерального закона «О переводном и простом векселе»

$$V = \frac{50000 \left(1 + \frac{0,15 \cdot 60}{360}\right)}{1 + 0,1 \frac{60}{360}} = 50442,91 \text{ (руб.)}$$

8.2. Оценка закладных

Закладная является именной ценной бумагой, удостоверяющей следующие права её законного владельца:

- право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства;
- право залога на имущество, обремененное ипотекой.

Закладная составляется, выдается и обращается в форме письменного документа. Законодательно¹⁵⁵ закреплено, что права залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству и по договору об ипотеке могут быть удостоверены закладной. Права на закладную не могут быть удостоверены её сертификатом.

Закладная должна содержать:

1. слово «закладная», включенное в название документа;
2. имя залогодателя и указание места его регистрации либо его наименование и указание места нахождения, если залогодатель юридическое лицо;
3. имя первоначального залогодержателя и указание места его регистрации либо его наименование и указание места нахождения, если залогодержатель - юридическое лицо;
4. название кредитного договора или иного денежного обязательства, исполнение которого обеспечивается ипотекой, с указанием даты и места заключения такого договора или основания возникновения обеспеченного ипотекой обязательства;
5. имя должника по обеспеченному ипотекой обязательству, если должник не является залогодателем, и указание места регистрации должника, либо его наименование и указание места нахождения, если должник - юридическое лицо;
6. указание суммы обязательства, обеспеченной ипотекой, и размера процентов, если они подлежат уплате по этому обязательству, либо условий, позволяющих в надлежащий момент определить эту сумму и проценты;
7. указание срока уплаты суммы обязательства, обеспеченной ипотекой, а если эта сумма подлежит уплате по частям - сроков (периодичности) соответствующих платежей и размера каждого из них, либо условий, позволяющих определить эти сроки и размеры платежей (план погашения долга);
8. название и достаточное для идентификации описание имущества, на которое установлена ипотека, и указание места нахождения такого имущества;
9. денежную оценку имущества, на которое установлена ипотека, а в случаях, если установление ипотеки является обязательным в силу закона, денежную оценку имущества, подтвержденную заключением оценщика;
10. наименование права, в силу которого имущество, являющееся предметом ипотеки, принадлежит залогодателю, и органа, зарегистрировавшего это право, с указанием номера, даты и места государственной регистрации;
11. указание на то, что имущество, являющееся предметом ипотеки, обременено правом пожизненного пользования, аренды, сервитутом, иным правом либо не обременено никаким из подлежащих государственной регистрации прав третьих лиц на момент государственной регистрации ипотеки;
12. подпись залогодателя, а если он является третьим лицом, также и должника по обеспеченному ипотекой обязательству;
13. сведения о государственной регистрации ипотеки;
14. указание даты выдачи закладной первоначальному залогодержателю.

Документ, названный «закладная», в котором, тем не менее, отсутствуют какие-либо из указанных данных, не является закладной и не подлежит выдаче первоначальному залогодержателю.

Отчуждение имущественных прав, удостоверяемых закладной, осуществляется путем составления на самой закладной передаточной надписи и фактического вручения закладной её продавцом покупателю (приобретателю прав).

¹⁵⁵ ФЗ от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)

Передаточная надпись на закладной оформляет собой состоявшуюся уступку права требования по закладной с наступлением последствий, предусмотренных п.2 ст.146 ГК РФ. При этом такая передаточная надпись на закладной не является индоссаментом.

Закладные могут использоваться в качестве базового актива с целью выпуска их собственником или доверительным управляющим иных ценных бумаг в порядке и на условиях, устанавливаемых ФСФР России.

Закладная не является эмиссионной ценной бумагой, а поэтому выдача одним лицом двух или более закладных не является их выпуском, не подлежит государственной регистрации.

Составление и выдача закладной не допускаются, если¹⁵⁶ предметом ипотеки являются:

- предприятие как имущественный комплекс;
- леса;
- право аренды имущества, перечисленного в настоящем подпункте;
- ипотекой обеспечивается денежное обязательство, сумма долга по которому на момент заключения договора не определена и которое не содержит условий, позволяющих определить эту сумму в надлежачий момент.

Оценку закладной можно проводить по аналогии с облигацией.

Вопросы для самопроверки

1. Какие реквизиты обязательны для простого векселя?
2. Может ли вексель быть выписан в нескольких экземплярах?
3. Какие факторы, влияют на стоимость векселя?
4. Какие подходы можно применять для оценки векселя?
5. В каких информационных агентствах можно получить информацию о котировках векселей?
6. Какие факторы влияют на снижение стоимости векселя?
7. Какая ответственность лежит на индоссантах?
8. Чьи права удостоверяет закладная?
9. Является ли передаточная надпись на закладной индоссаментом?
10. В каких случаях закладная не будет являться ценной бумагой?

Тесты для самопроверки

1. Вексель является средством:

- 1) платежа;
- 2) кредитования;
- 3) залога.

2. Формы передачи векселя:

- 1) индоссамент
- 2) цессия;
- 3) индоссамент и цессия.

¹⁵⁶ п. 4 ст. 13 ФЗ от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)

3. Имеет ли силу акцепта простая подпись плательщика, сделанная на лицевой стороне векселя:

- 1) конечно, имеет;
- 2) нет, не имеет;
- 3) имеет, если он не ограничен частью суммы.

4. Аваль векселя это:

- 1) согласие плательщика на оплату по нему;
- 2) гарантия платежа по нему со стороны какого-то участника рынка;
- 3) гарантия государства на оплату векселя.

5. Вексельным законодательством разрешаются следующие сроки платежа по векселю:

- 1) «по предъявлении»;
- 2) «в течении нескольких дней от предъявления»;
- 3) «во столько-то времени от составления».

6. Если на переводном векселе не указан срок платежа:

- 1) данный вексель не действителен;
- 2) этот вексель рассматривается как подлежащий оплате по предъявлении;
- 3) это значит, что на вексельную сумму будут начисляться проценты.

7. Если в переводном векселе векселедатель поместил слова «не приказу» то:

- 1) по данному векселю невозможно получить вексельную сумму;
- 2) вексель не может далее обращаться;
- 3) этот документ передается с последствиями обыкновенной цессии.

8. Может ли векселедержатель отказаться от принятия частичного платежа:

- 1) может, если его это не устаивает;
- 2) не может;
- 3) может потребовать отметки о таком платеже на векселе или выдачи ему расписки.

9. Можно ли выписать вексель в нескольких экземплярах:

- 1) однозначно, нет;
- 2) можно в двух экземплярах, если это переводной вексель;
- 3) если это переводной вексель, то можно в нескольких тождественных экземплярах.

10. Закладная это:

- 1) эмиссионная ценная бумага;
- 2) неэмиссионная ценная бумага;
- 3) именная ценная бумага.

Глава 9.

Оценка вкладных ценных бумаг

9.1. Чеки

Чек признается ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателям банка произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю.

Чекодателем является юридическое лицо, имеющее денежные средства в банке, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков, чекодержателем – юридическое лицо, в пользу которого выдан чек, плательщиком – банк, в котором находятся денежные средства чекодателя.

В качестве плательщика по чеку может быть указан только банк, где чекодатель имеет средства, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков.

Отзыв чека до истечения срока для его предъявления не допускается.

Выдача чека не погашает денежное обязательство, во исполнение которого он выдан.

Порядок и условия использования чеков в платежном обороте регулируется ГК РФ, а в части, им не урегулированной, другими законами и устанавливаемыми в соответствии с ними банковскими правилами (например, Положение ЦБР «О безналичных расчетах в Российской Федерации»)

В случае, когда сфера обращения чеков ограничивается кредитной организацией и её клиентами, чеки используются на основании договора о расчетах чеками, заключаемого между кредитной организацией и клиентом.

Обязательные реквизиты чека:

- наименование «чек», включенное в текст документа;
- поручение плательщику выплатить определенную сумму;
- наименование плательщика и указание счета, с которого должен быть произведен платеж;
- указание валюты платежа;
- указание даты и места составления чека;
- подпись лица, выписавшего чек - чекодателя.

Отсутствие в документе какого-либо из указанных реквизитов лишает его силы чека. Чек, не содержащий указаний места его составления, рассматривается как подписанный в месте нахождения чекодателя. Указание в процентах считается ненаписанным.

Форма чека определяется кредитной организацией самостоятельно.

Чекодатель не вправе отозвать чек до истечения установленного срока для его предъявления к оплате. Чек оплачивается плательщиком за счет средств чекодателя.

Представление чека в банк, обслуживающий чекодержателя, для получения платежа, считается предъявлением чека к оплате.

Плательщик по чеку обязан всеми доступными ему способами удостовериться в подлинности чека, а также в том, что предъявитель чека является уполномоченным по нему лицом.

Лицо, оплатившее чек, вправе потребовать передачи ему чека с распиской в получении платежа.

Передача прав по чеку производится в порядке, установленном статьей 146 ГК РФ. Именной чек не подлежит передаче. В переводном чеке индоссамент на плательщика имеет силу расписки за получение платежа. Индоссамент передает все права по ордерному чеку. Индоссамент должен быть написан на чеке или на скрепленном с ним листе (аллонже). Он должен быть подписан индоссантом. Индоссамент может указывать лицо, которому передается чек, или такое лицо не указывать, или может состоять только из подписи индоссанта (бланковый индоссамент). В последнем случае он, чтобы иметь юридическую силу, должен быть написан на оборотной стороне чека или на скрепленном с ним листе (аллонже).

Если индоссамент в наличии, бланковый держатель чека имеет право:

- заполнить бланк на свое имя или на имя любого другого лица;
- реиндоссировать чек бланковым индоссаментом любому другому лицу;
- передать чек третьему лицу без заполнения бланка и не индоссируя чек.

Обладатель пригодного для индоссанта чека считается законным владельцем, если он докажет свое право на чек непрерывной последовательностью индоссаментов, даже если последний индоссамент – бланковый. Когда за бланковым индоссаментом следует другой индоссамент, подписавшее его лицо считается получившим чек посредством бланкового индоссамента.

Передача чека посредством индоссамента может быть совершена любому лицу. Число индоссаментов не ограничивается. В переводном чеке индоссамент на плательщика имеет силу расписки за получение платежа. Все лица, индоссировавшие чек, отвечают перед его законным владельцем солидарно с чекодателем и авалистами.

Индоссамент, совершенный плательщиком, считается недействительным.

Лицо, владеющее переводным чеком, полученным по индоссаменту, считается его законным владельцем, если оно основывает свое право на непрерывном ряде индоссаментов.

Платеж по чеку может быть гарантирован полностью или частично посредством авалья. Гарантия платежа по чеку (аваль) может даваться любым лицом, за исключением плательщика. Авалист отвечает так же, как и тот, за кого он дал аваль. Его обязательство действительно даже в том случае, если обязательство, которое он гарантировал, окажется недействительным по какому бы то ни было основанию, иному, чем не соблюдение формы. Авалист, оплативший чек, приобретает права, вытекающие из чека, против того, за кого он дал гарантию, и против тех, кто обязан перед последним.

Отказ от оплаты чека должен быть удостоверен одним из следующих способов:

- совершение нотариусом протеста, либо составлением равнозначного акта в порядке, установленном законом;
- отметкой плательщика на чеке об отказе в его оплате с указанием даты представления чека к оплате;
- отметкой инкассирующего банка с указанием даты о том, что чек своевременно выставлен и не оплачен.

Бланки чека являются бланками строгой отчетности. Хранение бланков чеков банками осуществляется в порядке, установленном нормативными актами Банка России.

Чек очень похож на переводной вексель, плательщиком по которому может выступать только банк. В условиях развитой банковской системы чеки широко применяются как универсальное средство платежа во внутреннем обороте и в международных расчетах. Во внутреннем обороте чеки используются для получения в банке наличных денег для расчетов за товары и услуги.

В отличие от векселя, индоссамент, совершенный плательщиком, является недействительным, а индоссамент на плательщика имеет силу расписки чекодержателя в получении платежа. Все индоссанты являются солидарно ответственными по чеку лица вместе с чекодателем и авалистами. Однако, в отличие от векселя, плательщик не входит в число ответственных перед чекодержателем лиц за неоплату чека, но в случае неосновательного отказа от оплаты чека плательщик ответствен перед чекодателем на основании чекового договора.

Оценку стоимости чека можно проводить по аналогии с векселем с учётом специфики этой ценной бумаги.

9.2. Депозитные и сберегательные сертификаты

Сберегательный (депозитный) сертификат является ценной бумагой, удостоверяющей сумму вклада, внесенного в банк, и права вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в банке, выдавшем сертификат, или в любом филиале этого банка.

В сущности, размещая средства на депозитном счете или приобретая депозитарные

сертификаты инвестор отдает свои средства в управление выбранному им банку. По окончании срока действия депозитного договора банк возвращает инвестору его средства, а так же выплачивает определенную договором сумму за право использования денег, размер которой выражается в процентах от вклада. Банковский депозит относится к категории финансовых инструментов с фиксированной доходностью, то есть заранее известен точный размер дохода, независимо от того, насколько успешно будут использованы средства инвестора. В Гражданском кодексе РФ депозитные и сберегательные сертификаты названы в числе ценных бумаг¹⁵⁷.

Депозитные и сберегательные сертификаты — это обращающиеся свидетельства о денежном вкладе в банк. Во всех развитых странах срочные вклады в банк нельзя изъять досрочно или можно это сделать только с очень значительными потерями. В связи с этим возникла потребность в финансовых инструментах, похожих на вклад в банк, обращающихся на рынке, но обладающих ликвидностью. Появились депозитные и сберегательные сертификаты, которые еще несколько десятилетий назад были, по сути, суррогатами ценных бумаг, однако в дальнейшем были признаны государством в качестве полноценных ценных бумаг.

Эмитентами депозитных и сберегательных сертификатов могут быть, в соответствии с Положением «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» только кредитные организации.

Сертификаты выпускаются в валюте Российской Федерации. Выпуск сертификатов в иностранной валюте не допускается.

По договору банковского вклада одна сторона (банк), принявшая, поступившую от другой стороны (вкладчика) или поступившую для неё денежную сумму (вклад), обязуется возвратить сумму вклада и выплатить проценты на неё на условиях, предусмотренных договором.

Договор банковского вклада должен быть заключен в письменной форме.

Письменная форма считается соблюденной, если внесение вклада удостоверено сберегательной книжкой, сберегательным или депозитным сертификатом, либо иным выданным банком вкладчику документом, отвечающим требованиям, предусмотренным для таких документов законом, установленными в соответствии с ним банковскими правилами и применяемыми в банковской практике обычаями делового оборота.

Ограничений на сумму номинала не предусмотрено (ни минимума, ни максимума).

Денежные расчеты по купле-продаже депозитных сертификатов, выплате сумм по ним осуществляется в безналичном порядке, а сберегательных сертификатов – как в безналичном порядке, так и наличными средствами.

Сертификаты в России могут выпускаться только как срочные инструменты, хотя в мировой практике выпускаются и сертификаты сроком до востребования.

В случае досрочного предъявления сберегательного (депозитного) сертификата к оплате банком выплачивается сумма вклада и проценты, выплачиваемые по вкладам до востребования, если условиями сертификата не установлен иной размер процентов.

Деление на депозитные и сберегательные сертификаты связано с владельцами этих ценных бумаг.

Владельцами депозитных сертификатов могут быть только юридические лица.

Владельцами сберегательных сертификатов могут быть только физические лица — резиденты и нерезиденты Российской Федерации.

Сертификаты не подлежат вывозу на территорию государства «нерублевой зоны», не могут служить расчетными или платежными средствами за проданные товары или оказанные услуги.

Депозитные и сберегательные сертификаты выпускаются только в документарной форме. Погашение этих ценных бумаг может осуществляться только деньгами (в отличие от облигаций, например, которые могут погашаться и в товарной форме).

¹⁵⁷ Статья 142 Гражданского кодекса РФ

Депозитные и сберегательные сертификаты не являются, в отличие от облигаций, на которые они в чем-то похожи, эмиссионной ценной бумагой. Они не должны проходить процедуру государственной регистрации и процедуру регистрации проспекта эмиссии. Это означает, что банки могут привлекать ресурсы на основе выпуска сертификатов проще, быстрее и дешевле, чем например, на основе выпуска облигаций.

Сертификаты должны быть срочными.

Срок обращения депозитных сертификатов (с даты выдачи сертификата до даты, когда владелец сертификата получает право востребования депозита или вклада по сертификату) *ограничивается одним годом*.

Срок обращения сберегательных сертификатов – *три годами*. Если срок получения депозита (вклада по сертификату) истек, сертификат становится ценной бумагой до востребования.

На бланке сертификата должны содержаться следующие реквизиты:

- наименование «сберегательный, или депозитный сертификат»;
- номер и серия сертификата;
- дата внесения вклада или депозита;
- размер вклада или депозита, оформленного сертификатом (прописью и цифрами);
- безусловное обязательство кредитной организации вернуть сумму, внесенную в депозит или на вклад, и выплатить причитающиеся проценты;
- дата востребования суммы по сертификату;
- ставка процента за пользование депозитом или вкладом;
- сумма причитающихся процентов (прописью и цифрами);
- ставка процента при досрочном предъявлении сертификата к оплате;
- наименование, местонахождение и корреспондентский счет кредитной организации, открытый в Банке России;
- для именного сертификата: наименование и местонахождение вкладчика - юридического лица и ФИО и паспортные данные вкладчика – физического лица;
- подписи двух лиц, уполномоченных кредитной организацией на подписание такого рода обязательств, скрепленные печатью кредитной организации.

Отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов делает этот сертификат недействительным.

Кредитная организация может включать в него иные дополнительные условия и реквизиты, которые не противоречат законодательству Российской Федерации.

Именной сберегательный (депозитный) сертификат должен иметь место для оформления уступки требования (цессии), а также может иметь дополнительные листы – приложения к именной сертификату, на которых оформляются цессии.

Дополнительные листы должны быть пронумерованы.

Бланк сертификата должен содержать все основные условия выпуска, оплаты и обращения сертификата (условий и порядка уступки требования), восстановления прав по сертификату при его утрате.

Для передачи прав другому лицу, удостоверенные сертификатом на предъявителя, достаточно вручения сертификата этому лицу.

Права, удостоверенные именным сертификатом, передаются в порядке, установленном для уступки требования (цессии).

Уступка требования по именному сертификату оформляется на оборотной стороне сертификата или на дополнительных листах (приложениях) к именному сертификату двусторонним соглашением лица, уступающего свои права (цедента), и лица, принимающего эти права (цессионария). Соглашение об уступке требования по депозитному сертификату подписывается с каждой стороны двумя лицами, уполномоченными соответствующим юридическим лицом на совершение таких сделок и скрепляется печатью юридического лица. Каждый договор об уступке нумеруется цедентом. Договор об уступке требования по сберегательному сертификату

подписывается обеими сторонами.

Уступка требования по сертификату может быть совершена только в течение срока обращения сертификата.

Кредитная организация вправе размещать сберегательные (деPOSITные) сертификаты только после регистрации условий выпуска и обращения сертификатов в территориальном учреждении Банка России и внесения их в Реестр условий выпуска и обращения сберегательных и депозитных сертификатов кредитных организаций.

При выпуске сертификатов не выплачивается налог на операции с ценными бумагами.

При определении стоимости депозитных и сберегательных сертификатов может быть использована формула бескупонной облигации с нулевым размером купонных платежей (9.1):

$$V = \frac{N}{(1 + r)^n}$$

где N - сумма вклада или депозита; r - ставка дисконтирования; n - число лет.

Вопросы для самопроверки

1. Делает ли отсутствие в тексте бланка сертификата какого-либо из обязательных реквизитов этот сертификат недействительным?
2. В какие сроки может быть совершена уступка права требования по сертификату?
3. Где регистрируются условия выпуска и обращения сертификатов?
4. Оплачивается ли при выпуске сертификатов налог на ценные бумаги?
5. В каком порядке передаются права, удостоверенные именованным сертификатом?
6. Являются ли все индоссанты солидарно ответственными по чеку вместе с чекодателем и авалистами?
7. Как осуществляется хранение бланков чеков?
8. Входит ли плательщик в число ответственных перед чекодержателем лиц за неоплату чека?
9. Кем определяется форма чека?
10. Допускается ли отзыв чека до истечения срока для его предъявления?

Тесты для самопроверки

1. Права, удостоверенные именованным сертификатом, передаются в порядке:
 - 1) установленном для уступки требования (цессии);
 - 2) установленном для индоссаменты;
 - 3) установленном для уступки требования (цессии) и индоссаменты.
2. На бланке сертификата должны содержаться следующие реквизиты:
 - 1) наименование «сберегательный, или депозитный сертификат»;
 - 2) номер и серия сертификата;
 - 3) дата получения вклада.

3. Владельцами депозитных сертификатов могут быть только:
 - 1) юридические лица;
 - 2) только физические лица;
 - 3) физические и юридические лица.

4. Отказ от оплаты чека должен быть удостоверен одним из следующих способов:
 - 1) совершение нотариусом протеста либо составлением равнозначного акта в порядке, установленном законом;
 - 2) отметкой плательщика на чеке об отказе в его оплате с указанием даты представления чека к оплате;
 - 3) отметкой плательщика о том, что чек своевременно выставлен и не оплачен.

5. В качестве плательщика по чеку может быть указан:
 - 1) только банк, где чекодатель имеет средства, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков;
 - 2) любой банк;
 - 3) банк и профессиональный участник рынка ценных бумаг.

6. В условиях развитой банковской системы чеки широко применяются как универсальное средство платежа:
 - 1) только во внутреннем обороте;
 - 2) только в международных расчетах;
 - 3) во внутреннем обороте и международных расчетах.

7. Оценку стоимости чека можно проводить по аналогии:
 - 1) с векселем;
 - 2) с облигацией;
 - 3) с акцией.

8. Сертификаты это:
 - 1) срочные ценные бумаги;
 - 2) бессрочные ценные бумаги;
 - 3) именные ценные бумаги.

9. Форма чека определяется:

- 1) кредитной организацией;
- 2) Центральным банком России;
- 3) Минфином России.

10. В течении какого срока со дня выписки, чек является действительным, согласно нормативно-правового акта Центрального банка РФ:

- 1) 3 дня;
- 2) 10 дней;
- 3) 30 дней.

Глава 10 Оценка долевых ценных бумаг

Долевые ценные бумаги - это акции, инвестиционные паи и ипотечные сертификаты участия.

10.1. Оценка стоимости акций

Акции как объект оценки

Акция как объект оценки представляет собой совокупность имущественных и неимущественных прав, которые закреплены за ней как за эмиссионной ценной бумагой в соответствии в ФЗ «О рынке ценных бумаг». В связи с тем, что акция является именной бездокументарной ценной бумагой, то переход права собственности осуществляется в реестре владельцев ценных бумаг и по счету депо в депозитарии.

Правоустанавливающим документом, закрепляющим объем прав по этой ценной бумаге, является в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» - решение о выпуске ценных бумаг. **Правоподтверждающим документом** является – выписка из реестра акционеров, либо выписка по счету депо из депозитария.

Далее следует понять какие же документы являются документами, **устанавливающими количественные и качественные характеристики** этого объекта оценки.

Таковыми документами является решение о выпуске ценных бумаг, проспект ценных бумаг, устав общества, внутренние документы общества, годовые отчеты и бухгалтерская отчетность общества, документы бухгалтерского учета, протоколы совета директоров, протоколы общих собраний, протоколы правления, отчеты аудитора и иные, позволяющие определить вышеназванные характеристики. Источником получения этой информации является заказчик, которым может быть владелец ценных бумаг, доверительный управляющий, то есть зарегистрированное в реестре (депозитарии) лицо. Именно акционер, в силу статьи 91 ФЗ «Об акционерных обществах» может запросить документы, которые общество хранит (статья 89)¹⁵⁸, и представит оценщику все доступные ему как акционеру документы. Федеральный закон также предусматривает для отдельных акционеров, обладающих в совокупности 25 % голосующих размещенных акций, также возможность ознакомления с **протоколами правления и документами бухгалтерского учета**.

Заказать оценку акций может также в отдельных случаях и доверительный управляющий, так как ему по договору доверительного управления переходят права на акции, и само общество в случае выкупа акций по 75 статье и реализации акций с общества (счет эмитента) 77 статья ФЗ «Об акционерных обществах».

Помимо этого, количественные и качественные характеристики акции можно определить изучая информацию, представленную обществом в открытом доступе¹⁵⁹, либо информацию, представленную биржами (в случае если акции обращаются на организованном рынке) .

Какие же критерии интересуют оценщика в отношении акции при проведении оценки: инвестиционные качества¹⁶⁰ и управленческие возможности в совокупности. Именно эти показатели определяют полезность ценной бумаги. Помимо этого интерес представляет статус эмитента, цель и задачи, поставленные заказчиком. При описании акции как объекта оценки необходимо помнить, что в настоящее время обязательные реквизиты акции законодательно не установлены, права акции закреплены в решении о выпуске акций. Необходимо обязательно указать индивидуальный государственный номер выпуска акций, присвоенный Банком России .

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» определяет акцию как эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права её владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управление акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после ликвидации¹⁶¹.

Выпуск акций может осуществляться только акционерными обществами, которые таким образом формируют уставный капитал. «Уставный капитал общества составляется из номинальной

¹⁵⁸ ст. 89 ФЗ «Об акционерных обществах»

¹⁵⁹ Приказ ФСФР России от 10.10.2006 г № 06/117-пз-н

¹⁶⁰ См. главу фундаментальный анализ

¹⁶¹ ст. 2 ФЗ «Об акционерных обществах»

стоимости акций общества, приобретенных акционерами»¹⁶². При учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей.

Акции вправе выпускать только акционерные общества, которые согласно ГК РФ бывают открытые (ОАО - акционеры могут отчуждать свои акции без согласия остальных акционеров) и закрытые (ЗАО - запрещено отчуждать акции неограниченному кругу лиц). Помимо это акции может выпустить Закрытое акционерное общество народное предприятие¹⁶³ и Открытое акционерное общество «Инвестиционный фонд»¹⁶⁴.

Юридические лица, созданные в иной форме, не вправе выпускать акции.

Акция легитимирует своего владельца в качестве субъекта выраженного в ней права, если его имя внесено в реестр акционеров общества¹⁶⁵.

Принципиальная особенность акционерных обществ, отличающая его других обществ и товариществ, заключается в том, что из него можно выйти, только передав свои акции третьему лицу.

Сформировав свой уставный капитал, акционерное общество не может утратить его по причине выхода из него участников. Из этого основополагающего принципа есть исключение, предусмотренное ст. 75 ФЗ «Об акционерных обществах». На основании этой статьи акционеры - владельцы голосующих акций, вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций, в случае реорганизации общества, совершения крупной сделки, решение об одобрении которой принимается в соответствии со ст. 79 вышеуказанного закона, а также внесения изменений и дополнений в устав общества, либо принятии новой редакции устава.

Акция имеет две рыночные оценки: номинал и рыночную цену, а также множество нерыночных, или расчетных оценок. В основе рыночной цены акции лежит рыночный процесс капитализации приносимого ею чистого дохода, прежде всего дивиденда. Рыночная цена акции имеет тенденцию к росту с течением времени.

Сущность акционерного общества как юридической организации состоит в том, что его уставный капитал в форме акции получает внешнюю (рыночную) форму существования, обособленную от самого себя.

Обычно размещаемая акция продается по рыночной цене, которая не может быть ниже номинальной стоимости и чаще всего превышает её. Поэтому в результате эмиссии акций акционерное общество формирует не только свой уставный капитал, но и получает в свое распоряжение дополнительный капитал в виде превышения цены размещения акции над её номинальной стоимостью.

В совокупности уставный и дополнительный капитал образуют собственный капитал акционерного общества, который в дальнейшем увеличивается за счет присоединения к нему части производимой им прибыли

В результате, акция из выражения только уставного капитала превращается в выражение всего собственного капитала акционерного общества как реально функционирующего капитала и, следовательно, капитала, возрастающего с течением времени.

Акционерный капитал — это капитал, который существует на рынке в форме обращающихся на нем акций.

Благодаря акции капитал акционерного общества всегда одновременно существует в виде капитала, который занят созданием прибыли (но это уже собственный, а не уставный капитал акционерного общества) и капитала, который в форме акций постоянно находится в сфере обращения.

Собственность на функционирующий капитал акционерного общества может свободно перемещаться от одних участников рынка к другим, не мешая и не затрагивая сам процесс

¹⁶² ст. 25 ФЗ «Об акционерных обществах»

¹⁶³ Федеральный закон от 19 июля 1998 № 115-ФЗ Об особенностях правового положения акционерных обществ работников (народных предприятий)

¹⁶⁴ Федеральный закон от 29 ноября 2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»

¹⁶⁵ ст. 44 ФЗ «Об акционерных обществах»

производства прибыли. В форме акции собственность на капитал акционерного общества отделяется от самого действительного капитала.

Итак, сущность акции двойственна. Она есть одновременно и часть уставного капитала, но только по определению идеально, а экономически или материально, она есть самостоятельный вид капитала (акционерного капитала) на рынке, который возрастает в силу возрастания собственного капитала акционерного общества.

Основные характеристики акции.

Акция есть юридический вид ценной бумаги, которому свойственны конкретные характеристики.

- *Бессрочность*; акция не имеет ограничений по сроку своего существования, которые были бы заложены в условиях её выпуска (эмиссии). Обычно акция прекращает свое существование в двух возможных случаях:
 1. акционерное общество по каким-то причинам перестает существовать (решение акционеров, банкротство, реорганизация);
 2. имеет место процесс обмена акций на акции другого вида этого же общества (в случае замены привилегированных акций на обыкновенные), или на акции другого акционерного общества (в случае слияния, присоединения) в этом обществе на акции, которые существуют вне данного юридического лица, но неразрывно связаны с этим уставным капиталом (по количеству и номиналу).
- *Эмиссионность*; акция есть эмиссионная ценная бумага. Каждый выпуск акций должен быть зарегистрирован по определенным правилам соответствующим органом государственной регистрации.
- *Именная принадлежность*; форма принадлежности акции — только именная по российскому закону. Все российские акции выпускаются исключительно в именной форме, предъявительские акции отсутствуют.
- *Бездокументарность*; форма выпуска акции регламентируется Законом¹⁶⁶, в котором установлено, что именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме;
- *Обязательные реквизиты*; акции – в соответствии со ст.142 ГК РФ относят к ценной бумаге.

Управленческие возможности акций

Права акции, или права акционера. Владелец акции, или акционер, располагает целым (и достаточно большим) комплексом неотъемлемых, или обязательных, прав, которые установлены законами и которых его не при каких условиях не может лишить своим решением акционерное общество.

Кроме обязательных прав, акция также может предоставлять еще и специальные права.

Обязательные права акционера подразделяются на:

- безусловные права, вытекающие из самой собственности на акцию;
- обусловленные права, возникающие при определенных условиях.

К основным безусловным правам относятся следующие.

1. Право на дивиденд.

Акционер имеет право на получение части чистой прибыли (т.е. прибыли после вычета налогов на прибыль) от деятельности акционерного общества в расчете на каждую акцию. Эта часть чистой прибыли называется дивидендом.

Размер дивиденда зависит от итогов работы акционерного общества, т.е. размера полученной им прибыли и от проводимой им дивидендной политики. В среднем, обычно половина чистой прибыли общества идет на выплату дивидендов, а другая половина — на нужды его самого. Если акционерное общество быстро развивается, то доля дивидендов в чистой прибыли может быть

¹⁶⁶ Статья 16 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»

невелика, или дивиденды на этом этапе его развития не выплачивают.

Общество не вправе выплачивать объявленные дивиденды по акции, права в отношении которой удостоверяются ценными бумагами иностранного эмитента, если информация о владельце указанных ценных бумаг иностранного эмитента не предоставлена обществу в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о рынке ценных бумаг. При этом обязанность общества по выплате таких дивидендов прекращается и их сумма восстанавливается в составе нераспределенной прибыли общества через месяц по истечении срока, установленного для выплаты дивидендов.¹⁶⁷

2. Право на управление.

Акционер имеет право на управление акционерным обществом, но только путем участия в работе общего собрания его акционеров, что дает ему возможность участвовать в формировании состава всех его выборных органов управления.

3. Право на часть имущества.

Речь идет не о функционирующем имуществе (капитале) акционерного общества, а только об имуществе, остающемся в случае прекращения его деятельности по каким-либо внутренним или внешним причинам. Только имущество ликвидированного акционерного общества возвращается его акционерам пропорционально имеющемуся у каждого из них числу акций. Акционеры не имеют никаких прав на функционирующее имущество (капитал) акционерного общества.

4. Право свободного распоряжения.

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

5. Право на преимущественное приобретение акций новых эмиссий. Акционеры данного акционерного общества в случае новой эмиссии акций имеют право приобрести их пропорционально имеющемуся у них числу акций. В случае, если акционер не воспользовался этим своим правом, новые акции продаются всем желающим на рынке. Необходимость такого права у акционера объясняется потребностью гарантировать уже имеющуюся у него процентную долю в общем количестве акций, если в этом имеется его интерес. В противном случае эмиссия новых акций может превратиться в инструмент изменения влияния отдельных акционеров при решении управленческих вопросов.

6. Право на информацию. Акционер вправе получать установленную законом информацию о деятельности акционерного общества. Право на информацию неразрывно связано и с правом на управление, так как нельзя управлять без информации, и потребностями обращения, так как невозможно установить цену акции без соответствующей информации.

7. Видовые (категорийные) права. Это специфические права акционера, определяемые категорией принадлежащей ему акции: обыкновенной или привилегированной.

К основным обусловленным правам относятся следующие дополнительные права акционера, которые возникают только при определенных условиях:

- дополнительные права управленческого характера. Они возникают в случае аккумулирования соответствующего количества (пакета) акций. Общее правило таково: чем больше пакет акций, тем относительно большими правами и влиянием на акционерное общество располагает акционер.
- право требования выкупа акций. При принятии общим собранием акционеров определенных решений, против которых голосовал конкретный акционер, последний вправе требовать выкупа акционерным собранием всех или части имеющихся у него акций, но в пределах

¹⁶⁷ Федеральный закон от 7 декабря 2011 № 415 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "О центральном депозитории"»

возможностей акционерного общества, устанавливаемых законом.

Кроме обязательных прав, акция может иметь еще и какие-то **специфические права**, которые свойственны акциям только данного акционерного общества. Специфические права обязательно содержатся в уставе акционерного общества, но сами по себе они не вытекают из требований закона. Наличие или отсутствие такого рода прав есть исключительная прерогатива самого акционерного общества.

Обособление собственности на акцию от собственности на имущество акционерного общества

Поскольку акция представляет собой частицу, или долю в уставном капитале акционерного общества, постольку её принято называть долевой ценной бумагой, а самого акционера — собственником (совладельцем) данного общества. Однако и любой кредитор акционерного общества, предоставивший ему кредит в форме денежной ссуды или посредством покупки долговой ценной бумаги этого общества, может рассматривать свой кредит как вклад в совокупный капитал общества. Юридическое различие состоит в том, что **акционер внес вклад в уставный капитал**, а кредитор в капитал общества, который учитывается в нём как заемный капитал. Настоящее различие между этими формами вложения капитала в акционерное общество состоит в том, что **акционер не перестает участвовать в управлении своим отчужденным капиталом**, а кредитор лишается прав управлять своим отчужденным капиталом.

Однако управленческая функция акционера имеет большую специфику в отличие от обычного управления капиталом.

Эта специфика состоит в том, что акционер управляет своим капиталом уже не непосредственно, а исключительно опосредованно, т.е. через выборы менеджмента акционерного общества. Акционер имеет собственность лишь на принадлежащие ему акции, только ими он может непосредственно управлять. **Собственником же всего капитала акционерного общества, или всего его имущества и всех его имущественных прав, является само акционерное общество**, которым непосредственно управляет выбираемый акционерами на общем собрании высший менеджмент.

Тот факт, что собственность на акции отделена от собственности на имущество акционерного общества, проявляется в следующем:

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

В той мере, в какой акционеры управляют акционерным обществом, они могут считать себя, и фактически являются, его собственниками. В той мере, в какой акционерное общество управляется независимо от самих акционеров, последние есть обычные кредиторы, которые никак не управляют отданным в ссуду капиталом.

Категории и типы акций

Акции различаются между собой совокупностью прав акционера. Общество размещает обыкновенные акции и вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций. Размещение обыкновенных акций является обязанностью каждого акционерного общества, размещение привилегированных акций (одного или нескольких типов) — правом, которое реализуется лишь в случае принятия обществом соответствующего решения. Если участники общества не сочтут необходимым выпуск привилегированных акций, то соответствующее акционерное общество будет выпускать только обыкновенные акции.

Оплата акций общества при учреждении производится его учредителями по цене не ниже номинальной стоимости этих акций. Оплата дополнительных акций общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой Советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже их номинальной стоимости.

Порядок конвертации в акции эмиссионных ценных бумаг общества устанавливается:

- уставом общества – в отношении конвертации привилегированных акций;
- решением о выпуске – в отношении конвертации облигаций и иных, за исключением акций, эмиссионных ценных бумаг.

Условия и порядок конвертации акций общества при его реорганизации определяются соответствующими решениями и договорами.

Привилегированные акции подразделяются на типы, в соответствии с тем объемом прав, которые они предоставляют своим владельцам. По общему правилу, привилегированные акции общества не предоставляют права голоса на общем собрании акционеров.

Из этого правила есть исключения:

- во-первых, акционеры - владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества;
- во-вторых, владельцы привилегированных акций определенного типа приобретают право голоса при решении на общем собрании вопросов о внесении изменений и дополнений в устав общества, ограничивающих их права, а также о предоставлении владельцам иного типа привилегированных акций преимуществ в очередности выплаты дивиденда и (или) ликвидационной стоимости;
- в-третьих, владельцы привилегированных акций, размер дивидендов по которым определен в уставе общества, за исключением кумулятивных акций, имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов по акциям этого типа;
- в-четвертых, владельцы кумулятивных привилегированных акций имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором должно было быть принято решение о выплате по этим акциям в полном размере дивидендов, если такое решение не было принято, или было принято решение о неполной выплате дивидендов.

Совокупное количество акций всех категорий (типов) и их номинальная стоимость составляют уставный капитал общества, который в свою очередь является минимальной гарантией интересов кредиторов. Номинальная стоимость акций не имеет практической ценности при оценке акций. При данной величине уставного капитала количество соответствующих ему акций может меняться в зависимости от размера их номинала, и наоборот. Если требуется увеличить номинал акции, то это потребует сокращения числа акций. Такой процесс называется консолидацией акций.

Консолидация акций — это сокращение числа акций, сопровождаемое пропорциональным увеличением их номинальной стоимости при данной величине уставного капитала.

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

Сколько бы типов привилегированных акций не было определено положениями устава, ***совокупная номинальная стоимость размещенных привилегированных акций всех типов не должна превышать 25% от уставного капитала общества.***

Закон не содержит исчерпывающего перечня типов привилегированных акций, которые вправе выпускать акционерное общество. Вопрос определения различных типов привилегированных акций оставлен на усмотрение учредителей и акционеров. Тип привилегированных акций и права, предоставляемые их держателю, устанавливается учредителями, или впоследствии акционерами.

Каждая обыкновенная акция и каждая привилегированная акция одного типа предоставляет её владельцу одинаковый объем прав. Все обыкновенные акции и привилегированные акции одного типа должны иметь одинаковую номинальную стоимость.

Привилегированные акции могут в случаях, предусмотренных уставом, конвертироваться в обыкновенные акции, но обыкновенные акции не могут конвертироваться в привилегированные.

Следует учитывать, что доходы акционера не ограничиваются получением дивидендов. Они могут быть получены за счет разницы между номинальной стоимостью акции и её курсовой стоимостью при продаже ценной бумаги на биржевом рынке, более того, как отмечается в экономической литературе, первое место среди доходов акционера начинает прочно занимать доходность по акциям, складывающаяся за счет прироста их курсовой стоимости. Право на ликвидационную стоимость имеет определенное сходство с правом на дивиденд, с некоторой разницей:

- Во-первых, источником выплаты дивидендов служит чистая прибыль, а ликвидационная квота выплачивается за счет всех имеющихся у общества средств. Ликвидируемое юридическое лицо, как правило, не имеет чистой прибыли.
- Во-вторых, осуществлением акционером права на дивиденд не означает прекращение членских отношений. Получив долю в имуществе ликвидируемого юридического лица, он выходит из состава членов акционерного общества, которое прекращает свою деятельность.

Дробные акции.

Дробные акции образуются в случаях, когда приобретение целого числа акций невозможно¹⁶⁸, а именно:

- при осуществлении преимущественного права на приобретение акций, продаваемых акционером закрытого общества;
- при осуществлении преимущественного права на приобретение дополнительных акций;
- при консолидации акций.

•

Перечень случаев, при которых образуются дробные акции, является исчерпывающим.

Акционер, владелец дробной акции, имеет право в объеме, соответствующем части целой акции определенной категории (типа), которую составляет дробная акция. Дробные акции обращаются наравне с целыми акциями. Если лицо приобретает две и более дробные акции одной категории (типа), то они образуют одну целую и (или) дробную акцию, равную сумме этих дробных акций.

Для целей отражения в уставе общества общего количества размещенных акций все размещенные дробные акции суммируются. Если в результате суммирования дробных акций образуется не целое, а дробное число, то в уставе общества количество размещенных акций выражается дробным числом.

Учет прав на дробные акции в системе ведения реестра на лицевых счетах регистратором, или эмитентом, осуществляющим ведение реестра самостоятельно, а также на счетах депо депозитарием осуществляется без округления, то есть в простых дробях. Для отражения в уставе общества общего количества размещенных акций все размещенные дробные акции суммируются. Если в результате суммирования дробных акций образуется не целое, а дробное число, то в уставе общества количество размещенных акций выражается дробным числом.

Стоимость обыкновенных акций определяется по методу дисконтирования дивидендов, а привилегированных акций с помощью метода капитализации дохода.

Размещенные и объявленные акции общества.

Уставом общества должно быть определено количество, номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции) и права, предоставляемые этими акциями.

¹⁶⁸ Письмо ФКЦБ России от 26 ноября 2001 № ИК-09/7948 «Об образовании части акций (дробных акций)».

Приобретенные и выкупленные обществом акции, а также акции общества, право собственности на которые перешло к обществу в случае их неполной оплаты в течение установленного законом срока, являются размещенными до их погашения.

Уставом общества может быть определено количество, номинальная стоимость, категории (типы) акций, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции) и права, предоставляемые этими акциями.

При отсутствии в уставе общества количества и номинальной стоимости категорий (типов) объявленных акций, а также предоставляемых ими прав, общество не вправе размещать дополнительные акции, поскольку выпустить дополнительные акции общество может только в пределах количества объявленных акций.

Уставом общества могут быть определены порядок и условия размещения обществом объявленных акций. Поскольку способов размещения акций несколько, то в уставе необходимо предусмотреть, какие из объявленных акций будут размещаться тем или иным способом. Если в уставе не определен порядок размещения объявленных акций, то орган, принимающий решение об увеличении уставного капитала в этом же решении устанавливает порядок и условия размещения дополнительных акций.

Пример 1. В момент учреждения учредители общества приобрели 100 акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб. Уставом общества определено, что общее количество объявленных акций номинальной стоимостью 1 тыс. руб составляет 500. Чему равен уставный капитал общества, если общество не производило размещение дополнительных акций.

Решение: $УК = 100 \times 1000 \text{руб.} = 100\ 000 \text{руб.}$

Пример 2. Общество учреждено с уставным капиталом 100 тыс.руб. Уставом общества определено, что общее количество объявленных акций номинальной стоимостью 1 тыс.руб. составляет 2000. Общество произвело размещение 1 тыс. дополнительных акций номинальной стоимостью 1 тыс.руб. Чему равен уставный капитал общества?

Решение: $УК = (100 + 1000) \times 1000 \text{руб.} = 1100 \text{ тыс.руб.}$

В целях привлечения дополнительных финансовых ресурсов, общество зачастую прибегает к выпуску ценных бумаг, которые после установленного срока конвертируются (обмениваются) в акции определенной категории (типа). Обмениваются такие ценные бумаги общества на ту категорию (тип) объявленных акций, которая предусмотрена условиями выпуска конвертируемых ценных бумаг.

С тем, чтобы лица, приобретшие ценные бумаги, конвертируемые в акции, были гарантированы от недобросовестного поведения общества, законодатель в императивной норме устанавливает соотношение объявленных акций и конвертируемых в них ценных бумаг.

Общество не вправе принимать решение об изменении прав, предоставляемых акциями, в которые могут быть конвертированы размещенные обществом ценные бумаги. Требование о точном определении прав, предоставляемых каждой категорией (типом) акций, распространяется не только на размещенные акции, но и на объявленные.

Каждая обыкновенная акция общества предоставляет её владельцу одинаковый объем прав. Некоторые права возникают лишь у акционеров, которые владеют определенным количеством акций.

Права, предоставляемые инвестору, владеющему определенным количеством акций.

Необходимость оценки акционерного капитала в целом и по частям обусловлена стремлением покупателя пакета акций обрести контроль за той или иной частью собственности акционерного капитала.

Проблема владения контрольным пакетом акций – это не только вопрос поддержания статуса собственника. Речь идет о большем – доходности, или, что одно и то же, эффективности отдельно взятой акции как инструмента владения собственностью.

Оценка акционерного капитала должна быть соотнесена с функциями собственности, то есть правом на пользование, контроль и распоряжение, характеризующих меру владения. Функция «пользование» обеспечивает владельцу акции право претендовать на доход в виде дивиденда и курсовой разницы. Однако этого недостаточно, важны сочетания: «пользование – контроль», или «пользование – распоряжение», то есть функции контрольные и распорядительные.

Стоимость акции, таким образом, прямо зависит от принадлежности к контрольному (большому) или малому пакетам акций.

В первом случае, акция приобретает дополнительное (по отношению к «рядовой» акции свойство – приносить дополнительный доход за счет участия в распорядительно-информационной деятельности акционерного общества. Ведь её субъект – владелец относительно крупного пакета акций. Единственный недостаток проявляется тогда, когда владелец не входит в число тех, кто консолидировал право на осуществление распорядительных функций в их чистом виде. То есть не может:

- **формировать органы управления;**
- **определять меру вознаграждения менеджеров;**
- **приобретать и продавать активы;**
- **распределять прибыли и, прежде всего, дивиденды;**
- **принимать решения об эмиссии и т.д.**

Все вышеперечисленные функции в обиходе называют «контрольными», именно они и являются, как правило, объектом борьбы конкурирующих лиц или групп.

Чем выше уровень распорядительных функций собственности, тем выше доходность акций, из которых формируется данный пакет.

Контроль в соответствии с Международными стандартами оценки¹⁶⁹ - **это возможность руководить менеджментом и политикой бизнеса.**

Мажоритарная доля (контрольный пакет) – участие в собственности, обеспечивающее более 50% «голосующих» акций в бизнесе. Мажоритарный контроль - степень контроля, обеспечиваемая мажоритарной долей.

Миноритарная доля (неконтрольный пакет акций). «Доля меньшинства». Участие в собственности, обеспечивающее менее 50% «голосующих» акций в бизнесе.

Таблица 6
Распорядительные функции акций в пороговых пакетах

Размер пакета от общего количества размещенных голосующих акций	Права инвестора и обязанности
1% и более голосующих обыкновенных акций	Обращение в суд с иском к члену совета директоров и /или исполнительному органу о возмещении убытков, причиненных акционерному обществу;
Более 1% голосующих акций	на ознакомление с о списком лиц, имеющих право на участие в голосовании на общем собрании акционеров
2% голосующих акций в совокупности	на предложения в повестку дня общего собрания акционеров, выдвижение кандидата в совет директоров, ревизионную комиссию общества, счетную комиссию;
10% голосующих акций у акционера или акционеров	на требования созыва внеочередного общего собрания акционеров на основании решения суда, ознакомление со списком участников собрания, требование проверки финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества;
20 % голосующих акций	на требование предоставления информации по аффилированным лицам;
25% голосующих акций (в совокупности)	доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа;
Более 25% голосующих размещенных акций	на блокирование решения общего собрания акционеров по вопросам изменения и дополнения устава и принятия решения по утверждению новой редакции устава, реорганизации, ликвидации общества, определение количества, номинальной стоимости, категории объявленных акций и прав, предоставляемых этими

¹⁶⁹ Международные стандарты оценки Г.И. Микерин, Н.В. Павлов. -М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.- 384 с.

Размер пакета от общего количества размещенных голосующих акций	Права инвестора и обязанности
	акциями, приобретение обществом размещенных акций;
30% голосующих размещенных акций	на проведение нового общего собрания акционеров, созываемого взамен несостоявшегося (повторное собрание) и обязательное предложение на приобретение акций открытого акционерного общества;
50% голосующих размещенных акций	обязательное предложение о приобретении акций открытого акционерного общества;
Более 50% голосующих размещенных акций	на проведение общего собрания акционеров, на принятие решений, принимаемых простым большинством голосов
75% голосующих размещенных акций	обязательное предложение о приобретении акций открытого акционерного общества;
Более 75% голосующих размещенных акций	на полный контроль над акционерным обществом, возможность принимать решения об изменении устава, реорганизации и ликвидации акционерного общества, заключению крупных сделок и т.д.
95% размещенных голосующих акций	обязанность по выкупу акций, принадлежащих иным лицам в открытом акционерном обществе

Таким образом, существует разница между рядовыми акционерами, владельцами блокирующих (более 25%) и контрольного пакета акций (более 50%).

В то же время оценщику необходимо помнить, что общее собрание акционеров правомочно состояться (имеет кворум)¹⁷⁰, если в нем приняли участие *акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества*. То есть российский законодатель не приемлет абстрактного понятия «пакета акций», а указывает на то, что на собрании должны голосовать (управлять) размещенные голосующие акции.

Голосующей акцией общества в соответствии со статьей 49 ФЗ «Об акционерных обществах» является обыкновенная акция или привилегированная акция, предоставляющая акционеру – ее владельцу право голоса при решении вопроса, предоставленного на голосование.¹⁷¹

Так как, **обыкновенные акции могут быть неголосующими** (в случае выкупа размещенных обыкновенных акций на общество), а привилегированные, напротив, могут быть голосующими (ст. 32 ФЗ «Об акционерных обществах», то соответственно и доля контроля может размываться на конкретную дату, либо становится более высокой.

Это необходимо учитывать при установлении скидок и премий.

Премия за контроль¹⁷² – дополнительная стоимость, присущая контрольному пакету, в отличие от неконтрольного пакета, которая отражает возможность контроля.

Скидка на недостаточность контроля – сумма или процент, вычитаемые из пропорциональной доли от стоимости 100 % пакета в бизнесе с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей.

Таким образом, если обладатели привилегированных акций в акционерном обществе приобретают права владельцев обыкновенных (голосующих) акций, и в обществе есть размещенные неголосующие акции, выкупленные на общество, то встает вопрос, при каком пакете размещенных голосующих акций необходимо применять скидку на недостаточность контроля, с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей соответствующего пакета. Выше указывалось, что в соответствии со стандартами¹⁷³ мажоритарная доля (контрольный пакет) – участие в собственности, обеспечивается более 50 % «голосующих» акций в бизнесе.

Таблица 7

¹⁷⁰ Статья 58 ФЗ «Об акционерных обществах»

¹⁷¹ Статья 32 ФЗ «Об акционерных обществах»

¹⁷² Международные стандарты оценки Г.И. Микерин, Н.В. Павлов.-М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.- 384 с.

¹⁷³ Международные стандарты оценки Г.И. Микерин, Н.В. Павлов.-М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.- 384 с.

Дополнительные права акций в доле размещенных и размещенных голосующих акций

Доля акций в уставном капитале			
При условии 100 % размещенных голосующих акций	При условии выкупа 10% размещенных голосующих акций на счет эмитента	При наличии в обществе 25 % привилегированных акций и выплаты по ним дивидендов	При наличии в обществе 25 % привилегированных акций и выплаты по ним дивидендов и выкупе 10% голосующих акций на счет эмитента)
1% голосующих обыкновенных акций	1,11%	1,33 %	1,53 %
2 % голосующих акций	2,22%	2,66%	3,07 %
10% голосующих акций	11,11%	13,33%	15,38 %
20 % голосующих акций	22,22%	26,67%	30,76%
25% голосующих акций	27,77%	33,33%	38,46 %
25% + 1 акция голосующих акций	27,78%	33,47%	38,47%
30 % голосующих акций	33,33%	40,00%	46,15%
32,60% голосующих акций	36,22%	43,46%	50,15%
48,76 % голосующих акций	54,18	65,02	75,02%
50%+ 1 акция голосующих акций	55,56%	66,67%	76,92%
61,75 % голосующих акций	68,61 %	82,33%	95 %
75 % голосующих акций	83,33 %	100%	

Таким образом, 50 % голосующих размещенных акций на собрании может быть и в случае владения 32,6 % УК.

Соответственно для принятия решений на собрании необходим будет и более низкий пакет акций.

Пример: Какое минимально возможное количество акций (в процентах от уставного капитала) должен иметь акционер (группа акционеров), чтобы принять решение о совершение крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет свыше 50 % балансовой стоимости активов успешно работающего акционерного общества (то есть выполняющего свои обязательства перед акционерами, держателями привилегированных акций, которые составляют 25 % УК).

Решение: В соответствии со ст. 79 ФЗ об АО решение о совершении крупной сделки принимается общим собранием акционеров при кворуме 75%, то есть в $\frac{3}{4}$ голосов владельцев голосующих акций.

Исходя из условия задачи, голосующими являются только обыкновенные акции, так как по привилегированным выплачиваются дивиденды. Следовательно, для принятия решения о совершении крупной сделки необходимо иметь:

0.75X75=56,25 % размещенных голосующих акций.

Это в свою очередь оказывает влияние на последующее обоснование применяемых размеров скидок (премий) за отсутствие контроля (его наличие и степень).

Процедура приобретения более 30 % пакета акций открытого акционерного общества

Российское законодательство содержит нормы, направленные на защиту прав акционеров при скупке крупных пакетов акций акционерных обществ. В соответствии с изменениями, внесенными в ФЗ «Об акционерных обществах», лицо, которое имеет намерение приобрести более 30 процентов общего количества обыкновенных акций и привилегированных акций открытого общества, представляющих право голоса, в соответствии с пунктом 5 статьи 32 ФЗ «Об акционерных обществах», вправе направить в открытое общество публичную оферту, адресованную акционерам - владельцам акций соответствующих категорий (типов), о приобретении принадлежащих им акций открытого общества (добровольное предложение). Срок принятия добровольного предложения не менее 70 дней и не более 90 дней с момента получения добровольного предложения открытым обществом.

Лицо, которое приобрело более 30 процентов общего количества голосующих акций общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, в течение 35 дней с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) обязано направить акционерам - владельцам остальных акций, публичную оферту о приобретении у них таких ценных бумаг (обязательное предложение). Правила распространяются на приобретение доли акций, превышающей 50 и 75 процентов общего количества таких акций открытого общества.

Направление добровольного и обязательного предложения владельцам ценных бумаг, которым оно адресовано, осуществляется через открытое общество.

После получения обществом предложения, совет директоров открытого общества обязан принять рекомендации в отношении полученного предложения, включающие оценку предложенной цены приобретаемых ценных бумаг и возможного изменения их рыночной стоимости после приобретения, оценку планов лица, направившего добровольное или обязательное предложение, в отношении открытого общества, в том числе в отношении его работников.

Далее, в течение 15 дней с даты получения предложения, общество обязано направить указанное предложение вместе с рекомендациями совета директоров всем владельцам ценных бумаг, которым оно адресовано.

Цена выкупаемых ценных бумаг не может быть ниже:

- средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организаторов торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления требования о выкупе ценных бумаг;
- стоимости, определенной независимым оценщиком в отчете об оценке ценных бумаг и подтвержденной саморегулируемой организацией оценщиков при проведении экспертизы такого отчета.

Порядок проведения экспертизы отчета об оценке ценных бумаг, а также требования и порядок выбора саморегулируемой организации оценщиков, осуществляющей проведение экспертизы, определены Приказом Минэкономразвития России от 29 сентября 2006 г. № 303 «Об утверждении «Положения о порядке проведения экспертизы отчета об оценке ценных бумаг, требованиях и порядке выбора саморегулируемой организации оценщиков, осуществляющих проведение экспертизы».

При этом оценивается рыночная стоимость одной акции или иной ценной бумаги.

При направлении обязательного предложения владельцам ценных бумаг, прилагается копия резолютивной части отчета независимого оценщика о рыночной стоимости приобретаемых ценных бумаг. Открытое общество обязано предоставить владельцам приобретаемых ценных бумаг доступ к отчету независимого оценщика о рыночной стоимости приобретаемых ценных бумагах.

Лицо, которое приобрело более 95% акций открытого общества, обязано выкупить принадлежащие иным лицам остальные акции открытого общества, а также эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в такие акции открытого общества, по требованию их владельцев.

В случае неполучения в установленный срок заявлений от указанных владельцев ценных бумаг, или отсутствия в этих заявлениях необходимой информации о банковских реквизитах, либо об

адресе для осуществления постового перевода денежных средств, лицо, которое приобрело 95% акций, обязано перечислить денежные средства за выкупаемые ценные бумаги в депозит нотариуса по месту нахождения открытого общества.

В течение трех дней после представления этим лицом документов, подтверждающих оплату им выкупаемых ценных бумаг, держатель реестра владельцев ценных бумаг обязан списать выкупаемые ценные бумаги с лицевых счетов их владельцев.

При оценке акций для целей выкупа согласно статье 84.8 (пункт4) ФЗ «Об акционерных обществах» необходимо:

- проводить всесторонний анализ факторов влияющих на стоимость объекта оценки (одной акции общества), которые указаны в законе «Об акционерных обществах». При решении вопроса о целесообразности использования скидки за недостаточность контроля необходимо подробно проанализировать следующую информацию: о ценах сделок купли-продажи акций компании как минимум за полгода до даты оценки, о котировках акций, выплачиваемых дивидендах, о специфике приобретения контрольного пакета акций (свыше 95 %) и т.д.;
- не применять скидку за ликвидность, поскольку покупатель вынужден приобрести акции у миноритариев;
- ориентироваться на необходимость защиты прав миноритарных акционеров, учитывая специфические условия сделки, которые нашли отражение в поправках, внесенных в ФЗ «Об акционерных обществах».

Нарушение правил приобретения 30% акций открытого акционерного общества влечет наложение административного штрафа на граждан в размере от 10 до 25 минимальных размеров оплаты труда, на должностных лиц - от 50 до 200 минимальных размеров оплаты труда, на юридических лиц - от 500 до 5000 минимальных размеров оплаты труда.

Оценщику необходимо учитывать, что после получения открытым обществом добровольного и обязательного предложения, **решения по определенным вопросам принимаются только общим собранием акционеров.**

Необходимо отметить, что требования по добровольному и обязательному предложению не применяются при:

- приобретении акций при учреждении или реорганизации общества;
- приобретении акций на основании ранее направленного добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг;
- приобретении акций на основании ранее направленного обязательного предложения;
- передаче акций лицом его аффилированным лицам или передаче акций лицу его аффилированными лицами, а также в результате раздела общего имущества супругов и в порядке наследования;
- погашении части акций открытым обществом;
- приобретении акций в результате осуществления акционером преимущественного права на приобретение размещаемых дополнительных акций;
- приобретении акций в результате их размещения лицом, указанным в проспекте ценных бумаг в качестве лица, оказывающего услуги по организации размещения и (или) размещению акций, при условии, что срок владения такими ценными бумагами этим лицом составляет не более чем шесть месяцев;
- направление в открытое общество уведомление владельцам ценных бумаг о наличии у них права требовать выкупа ценных бумаг.

Акционерное соглашение

10 июня 2009 года вступил в силу Федеральный закон № 115-ФЗ.¹⁷⁴ Этот документ внес в Федеральный закон от 26.12.1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» изменения, создавшие правовые основы для заключения акционерных соглашений.

При проведении оценки оценщику необходимо проанализировать имеющееся в обществе акционерное соглашение, о существовании которого он **может получить информацию из источников**, в которых общество обязано ее раскрывать, в случае если оно зарегистрировало проспект ценных бумаг, либо из запроса у акционера, если компания не является публичной.

Уведомление о заключение корпоративного соглашения должно быть направлено в акционерное общество **в течение пяти дней с момента возникновения соответствующей обязанности**

¹⁷⁴ Федеральный Закон Российской Федерации от 3 июня 2009 года N 115-ФЗ « О внесении изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" и статью 30 Федерального закона "О рынке ценных бумаг"»

акционерами, получившими возможность распоряжаться 5,10,15,20,25,30,50,75 процентами голосов по размещенным обыкновенным акциям акционерного общества.

Уведомление должно содержать следующие сведения:

- о полном фирменном наименовании акционерного общества;
- о своем имени или наименовании;
- о дате заключения и дате вступления в силу акционерного соглашения, или о датах принятия решений о внесении изменений в акционерное соглашение и о датах вступления в силу соответствующих изменений, или о дате прекращения действия акционерного соглашения;
- о сроке действия акционерного соглашения;
- о количестве акций, принадлежащих лицам, заключившим акционерное соглашение, на дату его заключения;
- о количестве обыкновенных акций общества, которые данному лицу предоставляют возможность распоряжаться голосами на общем собрании акционеров, на дату возникновения обязанности направить такое уведомление;
- о дате возникновения обязанности направить такое уведомление.

Акционерное соглашение представляет собой договор, заключенный между акционерами и определяющий согласованный порядок осуществления ими прав, удостоверенных акциями, и /или особенностей осуществления прав на акции. **Сторонами акционерного соглашения могут выступать только акционеры акционерного общества.**

Предметом акционерного соглашения является обязательство его сторон осуществлять определенным образом следующие конкретные обязательства сторон:

- голосовать определенным образом на общем собрании акционеров;
- согласовывать вариант голосования с другими акционерами;
- приобретать или отчуждать акции по заранее определенной цене и (или) при наступлении определенных обстоятельств;
- воздерживаться от отчуждения акций до наступления определенных обстоятельств;
- осуществлять согласованно иные действия, связанные с управлением обществом, с деятельностью, реорганизацией и ликвидацией акционерного общества.

Соглашение может быть принято только в отношении всех акций, принадлежащих стороне акционерного соглашения. **Договор является обязательным только для его сторон.**

Такого рода договоры интересны как для крупных акционеров, так и для миноритарных акционеров.

Крупные акционеры могут заключать акционерное соглашение для обеспечения управления акционерным обществом за счет создания эффективного механизма согласования своих интересов, в их соглашение могут быть включены следующие условия:

- распределение мест и баланса сил в совете директоров (в частности, определяется количество, порядок выдвижения и избрания директоров, представляющих интересы конкретных акционеров, а также иногда и независимых директоров);
- различные ограничения на продажу и покупку акционерного общества (запрет продавать акции до определенного момента или продавать их без согласия других участников акционерного соглашения, закрепление преимущественного права покупки акций за одним из участников акционерного соглашения, запрет на увеличение процента принадлежащих конкретному акционеру акций путем их скупки у других акционеров);
- установление специальных требований к принятию решений общим собранием акционеров, советом директоров (установление повышенного кворума для проведения заседаний этих органов управления обществом, закрепление сверхвысокого показателя квалифицированного большинства для принятия ими решений), а также определение выхода из ситуации, когда такое решение не может быть принято из-за несогласованности позиций сторон(например, передача разрешения спора третьему лицу или выход одного из акционеров из акционерного общества на различных условиях посредством выкупа принадлежащих ему акций);
- ограничение свободного голосования акционеров на общем собрании акционеров (установление обязанности акционера голосовать тем или иным образом или определение процедуры предварительного согласования его позиции голосования).

Миноритарными акционерами соглашения могут заключаться, главным образом, для усиления **влияния мелких акционеров на управление акционерным обществом**. Заключая акционерное соглашение, миноритарии могут оградить себя от злоупотреблений со стороны менеджмента и крупных акционеров. Объединившиеся миноритарные акционеры могут предусмотреть в документе ряд условий, которые будут гарантировать исполнение достигнутых договоренностей по реализации прав, предоставляемых акционерам – держателям определенного пакета акций:

- голосовать определенным образом на всех или отдельных общих собраниях акционеров по всем или отдельным вопросам, за исключением обязательства акционера перед лицом, заинтересованным в совершении обществом сделки, голосовать за одобрение этой сделки;
- согласовывать с другими сторонами акционерного соглашения свой вариант голосования на всех или отдельных общих собраниях акционеров по всем или отдельным вопросам;
- согласовывать с другими сторонами акционерного соглашения любые действия акционера по осуществлению прав акционера и (или) прав на акции, в том числе согласовывать предлагаемые кандидатуры для избрания в органы общества;
- выдавать другим сторонам акционерного соглашения доверенности на осуществление прав акционера и (или) прав на акции.

Таким образом, наличие в обществе акционерного соглашения резко меняет представления оценщика о возможности применения к тому или иному **пакету акций соответствующих скидок и премий**. При наличии акционерного соглашения требуется тщательный анализ прав и обязанностей оцениваемого пакета акций.

Корпоративное управление

Особо внимание при оценке акций следует уделить корпоративному управлению. Принятие общей европейской валюты, свободный переток через границы Евросоюза, глобализация, приватизация государственных предприятий, рост и распространение акционерной собственности и растущая консолидация – все это создает необходимость в устойчивой системе корпоративного управления¹⁷⁵. По данным ЗАО «ММВБ» иностранные инвесторы готовы платить премию в размере 30-50% за акции российских компаний, при условии надлежащего выполнения принципов, указанных в Кодексе корпоративного поведения¹⁷⁶:

Первый принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать акционерам возможность осуществлять свои права, связанные с участием в обществе;

Второй принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (категории);

Третий принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью общества и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов общества, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам;

Четвертый принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать исполнительным органам общества возможность разумно, добросовестно, исключительно в интересах общества осуществлять руководство текущей деятельностью общества, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам;

Пятый принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об обществе, в том числе о его финансовом положении, экономических показателях, структуре собственности и управления, для того, чтобы акционеры и инвесторы общества имели возможность принимать обоснованное решения;

Шестой принцип. Практика корпоративного поведения должна учитывать предусмотренные законодательством права заинтересованных лиц, в том числе работников общества и поощрять активное сотрудничество общества и заинтересованных лиц.

Седьмой принцип. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать эффективный контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества с целью прав и законных интересов акционеров.¹⁷⁷

Для российских акционерных обществ Кодекс выделяет следующих **участников корпоративных отношений**:

- органы управления;
- акционеры, владеющие контрольным пакетом акций общества;
- акционеры, владеющие блокирующим пакетом акций общества;
- миноритарные акционеры.

Кодекс корпоративного поведения представляет собой свод рекомендаций по всем основным компонентам процесса корпоративного управления:

- общее собрание акционеров;
- совет директоров общества;

¹⁷⁵ Европейские стандарты оценки

¹⁷⁶ Распоряжение ФКЦБ России от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» (вместе с «Кодексом корпоративного поведения» от 05.04.2002)

¹⁷⁷ Приложение 8.

- исполнительные органы общества;
- корпоративный секретарь общества;
- существенные корпоративные решения;
- раскрытие информации об обществе;
- контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- выплата дивидендов;
- урегулирование корпоративных конфликтов.

Сам по себе Кодекс корпоративного поведения не является законодательно-нормативным актом, чье содержание обязательно к исполнению, но в декабре 2003 г. ФКЦБ России приняло постановление «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»¹⁷⁸, вступившее в силу в конце марта 2004 г.¹⁷⁹ Данный нормативный акт обязал биржи и организаторов торговли включить в правила листинга для компаний, ценные бумаги акции которых включаются в Котировальные листы «А» первого и второго уровня и Котировальный лист «Б», специальные требования, касающиеся их практики корпоративного управления.¹⁸⁰

Смысл создания кодекса заключается в том, чтобы иметь свод рекомендаций, позволяющих акционерам получить ясное представление о том, как функционирует то, или иное акционерное общество, кто и в чьих интересах принимает в нем ключевые решения и как это соотносится с принципами и процедурами, обеспечивающими наилучшее использование полученных от акционеров средств в интересах увеличения стоимости их доли участия в компании.

Действия Кодекса корпоративного поведения распространяется на хозяйственные общества всех видов.

Совершенствование корпоративного управления отражается на развитии российского рынка ценных бумаг следующим образом:

- повышается привлекательность инвестирования в ценные бумаги российских эмитентов.
- снижает вероятность возникновения конфликтов интересов на российском рынке ценных бумаг.
- способствует повышению ликвидности ценных бумаг российских компаний, применяющих принципы корпоративного управления.
- способствует повышению прозрачности российского рынка ценных бумаг.

Оценщику анализ корпоративного управления дает представление о нефинансовых рисках при определении стоимости акций.

В то же время, сложно определить какие показатели необходимо выбрать для оценки качества корпоративного управления. В приложении 8 представлены показатели¹⁸¹ используемые различными рейтинговыми агентствами при проведении рейтинга корпоративного управления. Из представленного материала видно, что эти показатели очень разнятся. Вторым серьезным вопросом при определении качества корпоративного управления будет вопрос информации, используемой оценщиком. Это может быть:

- информация из открытых источников (с официальных сайтов),
- информация, запрашиваемая напрямую у компании,
- информация, полученная из интервью с членами совета директоров и исполнительного руководства компании, и т.п.

Мировой опыт показывает, что резкие падения стоимости акций отдельных компаний во многих случаях были следствием событий, ставших возможными из-за низкого уровня корпоративного управления.

В то же время, показатели корпоративного управления, которые оценщик должен принимать в расчет при определении стоимости акций в конкретном отчете должны определяться, в первую очередь, задачами, поставленными перед ними заказчиками (типом инвестора).

Для стратегических инвесторов, чьей задачей является установление полного или

¹⁷⁸ Постановление от 26 декабря 2003 г. № 03-54/пс «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

¹⁷⁹ Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 января 2002 г № 1-пс «Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» (с изменениями от 7 июня 2002 г.).

¹⁸⁰ См. сайт Московской межбанковской валютной биржи и сайт Российской торговой системы

¹⁸¹ Приложение 9

частичного контроля над компанией корпоративное управление важно с той точки зрения, чтобы не получить неожиданных сюрпризов и проблем и **снизить вероятность потери вложенных средств**. В то же время, информация о плохом корпоративном управлении в приобретаемой компании для стратегического инвестора дает ему шанс выстроить хорошее корпоративное управление и получить премию к цене при последующей продаже компании, если стоимость компании действительно зависит от качества корпоративного управления.

Для рискованных портфельных инвесторов корпоративное управление не играет важной роли – чем большей управляемостью, стабильностью и предсказуемостью отличается компания, тем меньший интерес представляет «игра» с ее ценными бумагами.

В случае **институционального инвестора** трудно себе представить главу крупного пенсионного фонда, который бы заявил публично, что хорошее корпоративное управление не является для его фонда значимым фактором при выборе объектов инвестирования.

Корпоративное управление будет оказывать влияние и на выбор объектов аналогов и на проведение корректировок.

Опытный инвестор, принимающий решение о покупке акций одной из двух компаний, отличающихся лишь уровнем корпоративного управления, выберет ту из них, в которой корпоративное управление лучше.

Таким образом, для снижения риска потери вложенных средств, качество корпоративного управления в объектах инвестирования играет значительную роль.

Однако в действительности нет компаний, которые бы отличались только уровнем корпоративного управления – в расчет принимаются целый ряд других факторов.

Один из руководителей крупного иностранного инвестиционного фонда сказал: « На что я смотрю, когда вкладываю деньги в акции:

- во-первых, на состояние и перспективы развития отрасли, к которой относится компания;
- во-вторых, на то, есть ли у компании новые продукты, новые технологии, планы выхода на новые рынки и т.п., то есть на инновационную составляющую;
- в третьих, на то, как вели себя акции компании на протяжении последних лет;
- в - четвертых, на то, кто возглавляет компанию.

Как оценщику измерить качество корпоративного управления?

С нашей точки зрения критерии/показатели качества корпоративного управления могут иметь весьма значимое применение в плане определения результатов деятельности предприятия (**роста прибыли, акционерной стоимости компании**), необходимо только выделить эти значимые для конкретного эмитента факторы.

Описывать качество корпоративного управления только в терминах формальных (закрепленных законодательно) или неформальных (рекомендуемых кодексами и «практиками») требований к структуре и составу директоров, степени раскрытия информации полезно, но не достаточно. Эти данные дают представление о сути процесса, но не дают представления о качестве процесса. Здесь важно определить индивидуальные качества и умение членов совета директоров взаимодействовать, отношения директоров и менеджеров компании, компетентность и наличие высоких моральных устоев у менеджеров.

Такой механический подход к корпоративному управлению может привести к серьезной недооценке происходящих внутри общества событий. Ярким примером являются события, происходящие сегодня с крупнейшими компаниями.

В настоящее время, иностранные рейтинговые агентства Standard& Poors, Institutional Shareholder Services, «Брансвик Варбург ЮБС» и российские Эксперт-РА-РИД и Институт корпоративного права и управления стали составлять рейтинги корпоративного управления. Интересно, что фондовый рынок довольно сильно реагирует на публикацию рейтингов корпоративного управления. Парадокс заключается в том, что **информация, на основе которой строился данный рейтинг, являлась абсолютно открытой и легко доступной для акционеров и инвесторов**. Но почему-то эта информация, будучи вне рейтинга, не учитывалась при принятии инвестиционных решений.

К сожалению, в методиках вышеперечисленных агентств, напрямую отсутствуют показатели, оказывающие влияния на стоимость ценных бумаг, перечисленные в Положении о раскрытии информации¹⁸².

В этих методиках звучат следующие показатели: структура собственности и влияние акционеров, финансовая прозрачность и раскрытие информации, размывание акционерного капитала, инициативы руководства, реестродержатель, состав и практика совета директоров и т.д.¹⁸³.

¹⁸² Приказ ФСФР России от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н «Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

¹⁸³ Приложение 8

Следовательно, адаптировать эти методики для учета показателей, влияющих на стоимость ценных бумаг, определенных Положением о раскрытии информации в чистом виде также не представляется возможным. Для этого необходимо провести исследования и четко определить коэффициент риска по каждому показателю и дать рекомендации по его применению. Несмотря на то, что оценщику самостоятельно очень трудно выявить плюсы и минусы этих показателей, не учесть эти показатели он не может, так как они названы таковыми в нормативном акте Федеральной службы по финансовым рынкам, причем названы, как показатели, оказывающие существенное влияние на стоимость, и, следовательно, исходя из Федеральных стандартов оценки, является обязательными для учета при определении стоимости ценных бумаг.

Однако, используя эти методики, оценщик может учесть показатели, оказывающие существенное влияние на стоимость ценных бумаг в определении ставки дисконтирования.

Ошибкой аналитиков, равно как и оценщиков является механический подход к определению корпоративного управления. Доступность и относительно легкая измеримость большинства применяемых показателей. Однако то, что хорошо измеримо, может играть существенно меньшую роль в определении качества корпоративного управления, нежели трудноизмеримые, но более значимые факторы. Оценщик должен в каждом конкретном отчете применять методику определения корпоративного управления, основанную не на отдельно взятых показателях, а на их совокупности, взаимозависимости и т.д.

Необходимо помнить, что не существует «идеальной» (шаблонной) концепции (структуры) корпоративного управления, в этом и сложность оценки этого фактора.

Применение скидок за недостаток контроля и за недостаточную ликвидность при определении стоимости акций. Об этом подробно изложено в пособии по дисциплине «Оценка стоимости бизнеса».

10.2. Особенности управления акциями государственной собственности в акционерных обществах

В целях обеспечения эффективного управления государственным сектором экономики Правительство Российской Федерации своим постановлением¹⁸⁴ утвердило положение о ведении реестра показателей экономической эффективности деятельности Федеральных государственных унитарных предприятий и открытых акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности (далее Реестр). Этот Реестр ведет Федеральное агентство по управлению государственным имуществом¹⁸⁵, перечень показателей экономической эффективности утверждается Министерством экономического развития России.

В соответствии с приказом Росимущества от 30 декабря 2005 г. № 389 «Об утверждении Регламента работы с реестром акционерных (хозяйственных) обществ, акции (доли) которых находятся в собственности Российской Федерации», утвержден регламент работы с Реестром, который размещается в сети Интернет по адресу www.reestrfr.ru. В Реестре учитывается состав сведений, идентифицирующих:

- акционерные общества, акции которых находятся в собственности Российской Федерации;
- хозяйственные общества, доли которых находятся в собственности Российской Федерации, акции (доли), находящиеся в собственности Российской Федерации;
- сведения, необходимые для принятия управленческих решений в отношении акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью;
- иные сведения.

Основанием включения акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью в Реестр являются:

- государственная регистрация акционерного общества при его создании, в том числе путем реорганизации;
- внесение в реестр акционеров акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью Российской Федерации как зарегистрированного лица (участника);

¹⁸⁴ Постановление Правительства РФ от 11 января 2000 № 23 «Положение о ведении реестра показателей экономической эффективности деятельности ФГУП и ОАО, акции которых находятся в федеральной собственности».

¹⁸⁵ Постановление Правительства РФ от 05.06.2008 № 432 «О федеральном агентстве по управлению государственным имуществом»

- решение суда.

Основанием исключения из реестра акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью являются:

- государственная регистрация прекращения деятельности акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью, реорганизованного путем преобразования, слияния, разделения, присоединения;
- государственная регистрация акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью в связи с его ликвидацией или исключением из единого государственного реестра юридических лиц по решению регистрирующего органа;
- исключение Российской Федерации как зарегистрированного лица (участника) из реестра акционеров акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью;
- решение суда.

Цели государства по управлению акциями:

- увеличение неналоговых доходов федерального бюджета, создающее предпосылки для снижения государством налогов на результаты деятельности;
- обеспечение выполнения хозяйственными товариществами и обществами общегосударственных функций (оборона, безопасность, социальные программы, регулирование естественных монополий), а также достижения иных целей, определенных в соответствии с настоящей Концепцией;
- стимулирование развития производства, улучшение финансово - экономических показателей деятельности хозяйственных товариществ и обществ, привлечение инвестиций;
- оптимизация управленческих затрат (сокращение количества хозяйственных товариществ и обществ, в уставном капитале которых имеется доля государства, сокращение расходов, связанных с управлением);
- осуществление институциональных преобразований в экономике (реструктуризация предприятий, отраслей, создание вертикально интегрированных структур).

Проводя оценку акций в акционерных обществах, где есть доля государства (особенно если это касается специального перечня и перечня акционерных обществ, входящих в состав стратегических)¹⁸⁶, оценщик должен отдавать себе отчет о том, что цели государства не всегда будут направлены на обеспечение выплаты дивидендов, в ряде случаев оно будет преследовать совершенно иные цели, следовательно, методология оценки при выборе подходов и методов будет выстраиваться с учетом этих особенностей. Как правило, в этом случае приоритетным является именно затратный подход.

В то же время, оценщик всегда имеет возможность получить информацию в открытом доступе, рассчитывая на то, что все акционерные общества, где есть государственная и муниципальная доля являются открытыми акционерными обществами и, следовательно, должны раскрывать информацию в соответствии с Приказом ФСФР России¹⁸⁷. Более того, оценщик имеет возможность получить дополнительную информацию в виде показателей экономической эффективности, о проведенных заседаниях совета директоров и принятых на них решениях, из отчетов представителей государства и из реестра федеральной собственности.

Он должен также уделять внимание и тем дополнительным рискам, которые снижают инвестиционные качества акций в связи с неудовлетворительной работой представителей государства.

Усиление ответственности представителей государства в акционерных обществах является одним из резервов повышения эффективности его дивидендной политики.

¹⁸⁶ Постановление Правительства РФ от 3 декабря 2004 г № 738 «Положение об управлении находящимися в федеральной собственности акциями открытых акционерных обществ и использовании специального права на участие Российской Федерации в управлении Российской Федерации в управлении открытыми акционерными обществами (права «золотой акции»)»

Государство при управлении обществами, акции которых находятся в их собственности, сталкивается с целым рядом проблем:

- низкий уровень доходности пакетов акций, находящихся в собственности субъекта федерации, в том числе вследствие неэффективного управления;
- недостаточная прозрачность деятельности компаний для государства как акционера, и, как следствие, сложность контроля;
- сложность управления большим количеством разнопрофильных портфелей акций;
- высокая занятость госслужащих, являющихся представителями в органах управления и контроля обществ.

Особое внимание Росимущество в настоящее время уделяет работе ревизионной комиссии. Приказом Росимущества от 26.08.2013 № 254 утверждены «Методические рекомендации по организации проверочной деятельности Ревизионных комиссий акционерных обществ с участием Российской Федерации»

Особенности правового статуса «золотой акции»

В ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества»¹⁸⁸ предусмотрено, что на участие в управлении открытыми акционерными обществами может применяться специальное право. Такое право получило название «золотая акция», которое предоставляет представителям Российской Федерации, субъектам российской Федерации право вето при принятии на общем собрании акционеров решений. Специальное право «золотая акция» в соответствии с Федеральным законом «О приватизации государственного и муниципального имущества», как и прежде, не является ни акцией, ни ценной бумагой вообще.

10.3. Методы оценки акций на основе фундаментального анализа

Инвестиционные качества акций

Деятельность акционерного общества с позиций инвестора характеризуют следующие показатели:

- отдача с акционерного капитала;
- обеспеченность акции имуществом предприятия;
- прибыль в расчете на акцию;
- отдача финансового капитала;
- финансовый рычаг;
- доля чистой прибыли;
- размер оборота;
- производственная эффективность
- состояние чистой и балансовой прибыли.

Все эти показатели подробно рассмотрены в главе 4. Сравнительный анализ основных показателей работы акционерного общества позволяет выявить как сильные, так и слабые стороны, более трезво и взвешенно оценить перспективы его развития, прогнозировать рост или падение прибылей в будущем, изменение рыночных цен на его акции.

К аналитическим показателям инвестиционных качеств акции относятся:

- расчетная рыночная цена;
- прибыль на акцию;
- базовая прибыль на акцию;
- доля выплаченных дивидендов;
- доходность по дивидендам;
- курс на прибыль;
- срок окупаемости.
- соотношение рыночной и балансовой цены;
- соотношение балансовой и рыночной цены;
- абсолютный уровень капитализации;
- коэффициент «бета».

Расчет показателей, характеризующих доходность акции, представлен в таблице 8.

¹⁸⁸ ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21 декабря 2001

Таблица 8

Показатели, характеризующие доходность акций

Дивиденд (текущий доход)	Размер распределяемой прибыли акционерного общества, приходящейся на одну акции в обращении ($K_{раз}$ – количество акций в обращении)	$D_d = \frac{PП}{K_{раз}}$
Ставка дивиденда (на каждый момент времени цена прямо пропорциональна ставке дивиденда)	Процентная ставка годового текущего дохода, исчисляемая отношением годового дивиденда к номинальной цене акций	$r_d = \frac{D_d}{P_n}$
Текущая доходность , ставка текущего дохода (рендит)	Процентная ставка годового текущего дохода, исчисляемая отношением годового дивиденда к цене покупки акции (инвестированному капиталу)	$r_{Td} = \frac{D_d}{P_{пок}}$
Дополнительный (спекулятивный доход) или курсовая разница	Разница цены продажи и покупки акции	$D_{dd} = P_{рын} - P_{пок}$
Совокупный (конечный) доход	Сумма дивидендов и курсовой разницы	$D_{cd} = D_d + D_{dd}$
Дополнительная (спекулятивная доходность) , или ставка дополнительно дохода	Процентная дополнительного дохода, исчисляемая отношением курсовой разницы к инвестированному капиталу	$r_{dd} = \frac{D_{dd}}{P_{пок}} =$
Совокупная (конечная) доходность (ставка совокупного, или конечного дохода)	Процентная ставка совокупного дохода, исчисляемая отношением совокупного дохода к инвестированному капиталу	$r_{cd} = \frac{D_{cd}}{P_{пок}}$
Чистый дивиденд	Сумма дивиденда после удержания налога K_3 – ставка налога на дивиденды	$D^ч_d = K_3 \cdot D_d$
Чистый дополнительный доход	Сумма дополнительного дохода после уплаты налога, $K_ч$ – ставка налога на прибыль	$D^ч_{dd} = K_ч \cdot D_{dd}$
Чистый совокупный доход	Сумма совокупного дохода после удержания налога на дивиденды и налога на прибыль по дополнительному доходу	$D^ч_{cd} = D^ч_d + D^ч_{dd}$
Чистая текущая доходность	Процентная ставка чистого годового текущего дохода, исчисляемая отношением чистого годового дивиденда к инвестированному капиталу	$r^ч_{Td} = \frac{D^ч_d}{P_{пок}}$

Чистая дополнительная доходность	Процентная ставка чистого дополнительного дохода, исчисляемая отношением чистого совокупного дохода к инвестированному капиталу	$r_{dd}^c = \frac{D_{dd}^c}{P_{пок}}$
Чистая совокупная доходность	Процентная ставка чистого совокупного дохода, исчисляемая отношением чистого совокупного дохода к инвестированному капиталу.	$r_{cd}^c = \frac{D_{cd}^c}{P_{пок}}$

Реализация теоретического подхода к оценке стоимости акций

Доходный подход.

Предметом оценки в теоретическом подходе является теоретическая стоимость ценных бумаг, определяемая с использованием детерминированного метода в рамках доходного подхода к оценке.

Детерминированный метод оценки акций и облигаций базируется на принципе о том, что любая «цена любого финансового инструмента... равна приведенной стоимости его ожидаемых денежных потоков. Дисконтирование позволяет учитывать время поступления денежных средств»¹⁸⁹. Иначе говоря, данный подход – аналог метода DCF в оценке бизнеса.

Источником методических разработок в области оценки ценных бумаг служат труды российских и зарубежных ученых в данной области.¹⁹⁰

Модели оценки акций

Оценить теоретическую стоимость акции на основе доходного подхода дивидендов.

В целях формализованного описания введем ряд обозначений:

D_t – сумма дивиденда, получаемого в момент времени t ;

D_0 – последний выплаченный дивиденд;

V_0 – ожидаемая стоимость акции в текущий момент времени t ;

V_s – ожидаемая стоимость акции в конце каждого года;

V – теоретическая (расчетная стоимость) акции в текущий момент времени;

r – минимально приемлемая ставка доходности на акцию;

Теоретическая стоимость акции в текущий момент t есть настоящая стоимость ожидаемого потока платежей (10.1)

$$V = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Дивиденды могут расти, падать или оставаться постоянными. Данные предположения в основном связаны с темпом роста дивидендов.

Темп прироста дивидендов определяют на основе данных о выплате дивидендов по формуле средней геометрической (10.2).

¹⁸⁹ Уилсон Р.С., Фабоцци Ф.Дж. Корпоративные облигации: структура и анализ.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

¹⁹⁰ Б.Грехем и Д.Додда «Анализ ценных бумаг», Г.Грей, П.Кьюсати и Дж.Вулриджа. (к оценке облигаций)

$$g = \sqrt[n-1]{D_{dn}/D_{d1}} - 1$$

Где g - темп прироста дивиденда,

D_{dn} – дивиденд за последний известный период;

D_{d1} – дивиденд за первый известный период;

n – число периодов за которые известны дивиденды.

Темп прироста дивиденда можно также определить на основе темпа прироста прибыли компании.

В зависимости от предложений о темпе роста дивидендов различают следующие модели: нулевого роста, постоянного роста, переменного роста.

Модель нулевого роста

Оценка теоретической стоимости акций в случае отсутствия роста дивидендов.

Если ожидается, что величина дивиденда на одну акцию будет оставаться неизменной каждый год, то есть величина дивидендов на одну акцию, выплаченная за прошедший год, будет также выплачена и в следующем году и так далее: $D_0=D_1=D_2=D_3=\dots=D_\infty$.

Формула расчета чистой приведенной стоимости для модели нулевого роста будет следующей (10.3)

$$V = \frac{D_0}{r_0}$$

Поскольку $D_0=D_1$, то равенство (10.3) записывают еще и так (10.4):

$$V = \frac{D_1}{r_0}$$

Пример.

Компания «МИГ» рассчитывает, что в будущем дивиденд на её акцию будет составлять 10,0 руб. в год. Предполагается, что акционеры рассчитывают получать доход в размере 15%.

Решение.

Если следующая выплата дивиденда предстоит примерно через год, то реальная теоретическая стоимость составит: $10:0,15=66,7$ (руб.).

Модель постоянного роста

Другая рассматриваемая разновидность DDM — это модель, в которой предполагается, что дивиденды будут расти от периода к периоду в одной пропорции, то есть с одинаковым темпом роста. Такую модель называют моделью постоянного роста. Предполагается, что дивиденды на одну акцию, выплаченные за предыдущий год D_0 , вырастут в данной пропорции g так, что в следующем году ожидаются выплаты в размере $D_0(1+g)$. Через год после следующего ожидается, что дивиденды

вырастут в той же самой пропорции g , т.е. $D_2=D_1(1+g)$. Так как $D_1=D_0(1+g)$, то это эквивалентно следующему $D_2=D_0(1+g)^2$, или в общем виде (...):

$$D_t = D_{t-1} (1 + g),$$

$$D_t = D_0 \cdot (1 + g)^t, \quad (10.5)$$

Формула расчета чистой приведенной стоимости для модели постоянного роста (10.6):

$$V = D_0 \left(\frac{1 + g}{r - g} \right)$$

Равенство (10.6) записывают еще и так (10.7):

$$V = \frac{D_1}{r - g}$$

Пример.

Предположим, что за прошедший год компания ЗАО «МИГ» выплатила дивиденды в размере 1,80 руб. на акцию. Прогнозируется, что дивиденды по акциям компании будут расти на 8% каждый год в течение неопределенного срока. Ожидаемые дивиденды за следующий год составят 1,94 руб. [$1,80(1+0,08)$].

Решение. Предполагая, что требуемая ставка доходности r равна 12%, можно увидеть, что

$$V = \frac{1,80(1 + 0,08)}{(0,12 - 0,08)} = \frac{1,94}{0,12 - 0,08} = 48,5 \text{ руб.}$$

Модель переменного роста

Более общей разновидностью DDM для оценки обыкновенных акций является модель переменного роста.

Главная особенность данной модели - это период времени в будущем (обозначаемый через T), после которого ожидается, что дивиденды будут расти с постоянным темпом g .

Инвестору приходится заниматься прогнозом дивидендов до периода T , однако при этом не предполагается, что до этого времени они будут изменяться по какому-то определенному закону. Лишь после наступления периода T , предполагается, что размер дивидендов меняется с постоянным темпом роста. Иначе говоря, вплоть до времени T для каждого периода инвестор делает индивидуальный прогноз по величине дивидендов - $D_1, D_2, D_3, \dots, D_T$. Инвестор также прогнозирует наступление момента T .

Предполагается, что после наступления момента времени T , дивиденды будут расти с постоянным темпом g .

При определении курса обыкновенной акции с помощью модели переменного роста требуется вычислить приведенную стоимость прогнозируемого потока дивидендов. Это можно сделать следующим образом: разделить общий поток на две части, рассчитать приведенную стоимость каждой части и затем сложить их вместе.

Формула расчета чистой приведенной стоимости модели переменного роста (10.8)

$$V = V_{t-1} + V_{t+1} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{t+1}}{(r-g) \times (1+r)^T}$$

Пример.

Предположим, что компания «ЗАО «МИГ» выплачивала дивиденды в размере 0,75 руб. на акцию. В следующем году ожидается, что она будет выплачивать дивиденд в размере 2 руб. на акцию.

Решение:

$g_1=(D_1-D_0):D_0=(2-0,75):0,75=167$ (%). Через год дивиденд ожидается в размере 3 руб. на акцию, следовательно, $g_2=(D_2-D_1):D_1=(3-2):2=50$ (%). Начиная с этого момента времени имеется прогноз, что в будущем величина дивидендов будет расти с постоянным темпом 10% в год, т.е. $T=2$ и $g=10\%$. Таким образом, $D_{T+1}=D_3=3(1+0,1)=3,30$ (руб.).

При значении требуемой ставки доходности по акциям компании в 15% величины V_{t-1} и V_{t+1} могут быть:

$$V_{t-1} = \frac{2}{(1 + 0,15)^1} + \frac{3}{(1 + 0,15)^2} = 4,01;$$

$$V_{t+1} = \frac{3,30}{(0,15 - 0,1)^1 + (1 + 0,15)^2} = 49,91.$$

Складывая значения V_{T-1} и V_{T+1} получим $V=4,01+49,91=53,92$ (руб.).

Округленно стоимость акции ЗАО «МИГ» 54 руб.

Сравнительный подход.

Сравнительный подход в оценке теоретической стоимости ценных бумаг представлен следующими методами:

- статистическим;
- инвестиционным;
- методом пробных сделок.

Статистический метод оценки ценных бумаг

Статистический метод оценки ценных бумаг построен на использовании цен заключения сделок по акциям компаний, аналогичных эмитенту. Этот метод применяется, если имеются достоверные сведения по ценам фактически совершенных сделок с ценными бумагами предприятий аналогов.

Схема данного метода оценки строится на основе расчета унифицированных коэффициентов, связывающих рыночную стоимость акции компании-аналога и показатели финансово-хозяйственной деятельности эмитента в расчете на одну акцию. Наиболее популярным коэффициентом статистического метода выступают показатели:

- P/E – отношение рыночной цены к прибыли, приходящейся на одну акцию.
- P/S – отношение рыночной цены к выручке, приходящейся на одну акцию,
- P/ BV- отношение рыночной цены к балансовой стоимости активов, приходящейся на одну акцию.

Допустимо использование натуральной продукции на единицу стоимости акции.

Использование данного метода предусматривает отбор компаний-аналогов, акции которых обращаются на российском организованном рынке ценных бумаг, и иностранных предприятий – аналогов, акции которых обращаются на организованных рынках ценных бумаг. Расчет рыночной стоимости акций статистическим методом по двум видам компаний аналогов – резидентам и нерезидентам – дает оценку ценных бумаг более точной.

Инвестиционный метод оценки ценных бумаг

Данный метод основывается на оценке ценных бумаг с общими инвестиционными качествами безотносительно характеристик эмитента.

Данный метод оценки используется в качестве дополнительного и служит преимущественно для определения предельных границ колебаний теоретической стоимости оцениваемых ценных бумаг.

В рамках инвестиционного метода оценки рассматриваются такие показатели ценных бумаг-аналогов, как ширина, глубина и сопротивляемость рынка ценной бумаги, показатель волатильности ценной бумаги за продолжительный период времени, коэффициент бета и альфа¹⁹¹.

Метод пробных сделок

В качестве цен на ценные бумаги компаний-аналогов при отсутствии организованного рынка ценных бумаг этих компаний используются цены по сделкам, заключаемым с ценными бумагам компаний-аналогов на внебиржевом рынке ценных бумаг. Дополнительная информация может поступить со стороны индикативных котировок внебиржевого рынка. Информация полученная в итоге требует обязательной корректировки с учетом низкой информационной эффективности внебиржевого рынка.

В рамках использования рыночного подхода может быть применен и так называемый **фактический метод** определения рыночной стоимости ценных бумаг.

Необходимо помнить, что рыночная стоимость ценной бумаги при применении этого метода не зависит от мнения оценщика и определяется исходя из публичной информации на рынке ценных бумаг, в основе которой официальные данные организаторов торговли на рынке ценных бумаг: фондовых бирж или внебиржевых торговых систем.

Затратный подход

Стоимость ценной бумаги, определяемая на основе затратного подхода, базируется на расчете стоимости чистых активов, приходящихся на одну акцию, и ликвидационной стоимости в расчете на одну акцию или облигацию.

Стоимость чистых активов предприятия и ликвидационная стоимость выявляются на основе методов оценки ценных бумаг через оценку бизнеса, как **показано в разделе 2** настоящего пособия.

Однако, в случае расчета ликвидационной стоимости при определении стоимости одной ценной бумаги уточняется очередность выплат по конкретной ценной бумаги в общей сумме задолженности.

10.3. Инвестиционный пай

Инвестиционный пай – это именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ), право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Так как пай не имеет номинальной стоимости, то в период формирования ПИФа сумма денежных средств (стоимость имущества), внесенных в паевой инвестиционный фонд, на которую выдается один инвестиционный пай, определяется правилами доверительного управления ПИФом и должна быть единой для всех.

Характеристики инвестиционного пая:

¹⁹¹ Коэффициент альфа характеризует ожидаемый доход на акцию в момент достаточной стабильности цен на акции в целом, когда доход равен нулю.

- каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права;
- инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой;
- права фиксируются в бездокументарной форме;
- инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости;
- выпуск производных от инвестиционных паев не допускается;
- свободное обращение возможно только по окончании формирования инвестиционного пая;
- количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом не менее пяти знаков после запятой. Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компанией учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. ПИФ - это просто сложенные вместе средства пайщиков (паи) на которые управляющая компания приобретает ценные бумаги или другие ценности. Собственниками всего имущества ПИФа являются пайщики. Сам ПИФ не является юридическим лицом, это имущественный комплекс. Управляющая компания осуществляет доверительное управление этим комплексом исключительно в интересах пайщиков и только в рамках закона «Об инвестиционных фондах» и постановлений ФСФР России.

Федеральный закон¹⁹² регламентирует привлечение денег в ПИФы, доверительное управление привлеченными средствами и контроль за распоряжением имущества в ПИФе.

Приобретение инвесторами инвестиционных паев признается законодательством заключением инвесторами договора о доверительном управлении имуществом с управляющей компанией. Все условия этого договора определены в правилах ПИФа.

Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего ПИФ.

Учет прав на инвестиционные паи осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев ПИФа и, если это предусмотрено правилами доверительного управления ПИФа, на счетах депо депозитариями.

Существует три типа инвестиционных фондов:

1. открытые;
2. закрытые;
3. интервальные.

Для того, чтобы паевой фонд состоялся, управляющая компания в период первичного размещения должна собрать не менее 10 млн.руб. в открытом, 15 млн.руб. – в интервальном и 25 млн.руб. - закрытом фонде. Срок первичного размещения может быть не более трех месяцев.

Открытый паевой инвестиционный фонд (ОПИФ) - предусматривает наличие у инвестора возможности купить и продать паи в любой рабочий день. Это удобный инвестиционный фонд для физических лиц. Он дает возможность в любое время предъявить купленный пай к выкупу и достаточно быстро получить денежные средства в размере цены выкупа.

Открытый паевой фонд создается только для вложений в ценные бумаги, имеющие официальную биржевую котировку. В первую очередь - это денежные вклад, акции крупнейших российских приватизированных предприятий и государственные ценные бумаги.

Интервальный паевой инвестиционный фонд (ИПИФ) - предусматривает процедуру покупки - продажи паев не реже одного раза в год в определенные правилами фонда интервалы (например, четыре раза в год поквартально). Интервальный фонд предназначен для инвестиций в менее ликвидные активы по сравнению с ОПИФ, например не торгуемые на фондовых биржах ценные бумаги, недвижимость и права на неё.

¹⁹² Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ), предусматривает отсутствие у владельца инвестиционных паев права требовать от управляющей компании прекращения доверительного управления ПИФом до истечения срока его действия иначе, как в случаях, предусмотренных законом. Закрытый фонд предназначен для инвестиций в конкретный проект, связанный с недвижимостью или венчурными (особо рисковыми) вложениями.

Количество инвестиционных паев, которые может выдавать УК открытого и интервального ПИФов, законом не ограничивается, тогда как количество инвестиционных паев ЗПИФа должно устанавливаться правилами доверительного управления фондом.

В состав активов паевых инвестиционных фондов, наряду с имуществом, указанным для акционерных инвестиционных фондов может входить иное имущество в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Виды имущества не слишком разнообразны. В открытый и интервальный ПИФы могут передаваться только денежные средства, а в закрытый, если это предусмотрено правилами доверительного управления, помимо денежных средств, может передаваться иное имущество (в основном недвижимость и права на неё), предусмотренное инвестиционной декларацией. Не подлежит передаче для включения в состав активов ПИФа обремененное имущество, например, находящееся в залоге.

После окончания формирования ПИФа инвестиционные паи поступают в свободное обращение.

Необходимо отметить, что инвестиционный пай можно погасить, получив соответствующую компенсацию, обменять на паи других ПИФов, находящихся в управлении одной УК, или продать на вторичном рынке.

Обращение инвестиционных паев на вторичном рынке осуществляется по правилам, установленным в отношении эмиссионных ценных бумаг.

Участники обеспечения деятельности паевого инвестиционного фонда.

Управляющая компания (УК). Паевой инвестиционный фонд создается по инициативе управляющей компании, имеющей соответствующую лицензию. Для получения лицензии на право управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами управляющая компания должна соответствовать ряду требований, а именно: она должна быть создана только в виде хозяйственного общества. С 1 января 2009 г. норматив достаточности собственных средств управляющей компании должен быть не менее 40 млн.руб., в случае совмещения деятельности (с деятельностью доверительного управления ценными бумагами) не менее 60 млн.руб.

Специализированный депозитарий. Хранит и ведет учет имущества ПИФа на основании лицензии, осуществляя при этом контроль за законностью управляющей компании в отношении имущества фонда. В случае неисполнения этой обязанности депозитарий несет солидарную ответственность с управляющей компанией перед владельцами паев ПИФа.

Регистратор. Ведет реестр владельцев инвестиционных паев на основании лицензии.

Аудитор. Ежегодно проверяет правильность ведения учета и отчетности. Заключение аудитора по результатам ежегодной аудиторской проверки является обязательным приложением к отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

Оценщик. Оценивает ту часть имущества фонда, которая не имеет рыночной стоимости (только в интервальных фондах).

Агенты. Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев могут быть только специализированные депозитарии и профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности или деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Размещают, выкупают, обменивают паи фонда.

Контролирует эту деятельность Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации.

Инвестиционная декларация паевого инвестиционного фонда должна соответственно содержать:

- описание целей инвестиционной политики акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда;
- перечень объектов инвестирования;

- описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты инвестирования;
- требования к структуре активов акционерного инвестиционного фонда и активов паевого инвестиционного фонда.

Стоимость инвестиционного пая рассчитывается на основе стоимости чистых активов фонда:
Стоимость инвестиционного пая = Стоимость чистых активов/Количество паев

В свою очередь стоимость чистых активов рассчитывается по следующей формуле:
Стоимость чистых активов = Стоимость активов фонда – величина обязательств, подлежащих исполнению

Выдача, погашение и обмен инвестиционных паев.

Для возмещения расходов, связанных с выдачей и погашением инвестиционных паев, правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут быть предусмотрены надбавки к расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче и скидки с расчетной стоимости инвестиционных паев при погашении. Максимальный размер надбавки не может составлять более 1,5% расчетной стоимости инвестиционного пая. Максимальный размер скидки не может составлять более 3% расчетной стоимости инвестиционного пая.

Таким образом, в виде формул цена выдачи и цена погашения инвестиционного пая может быть представлена следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Цена выдачи} &= \text{Стоимость пая} + \text{Надбавка} \\ \text{Цена погашения} &= \text{Стоимость пая} - \text{Скидка} \end{aligned}$$

Примеры расчета цены выдачи и цены погашения инвестиционного пая.

Пример1 .

Паи ОПИФ выдаются по цене 505 руб., включающей 1% надбавку. Какую величину составляют пассивы ПИФа, если активы составляют 150 млн.руб., а количество паев – 200000 штук.

Определим расчетную стоимость пая без надбавки:

$$505 \frac{100}{101} = 500 \text{ (руб.)}$$

Стоимость чистых активов по фонду составит:

$$500 \cdot 200000 = 100 \text{ (млн.руб.)}$$

Пример2 .

Управляющая компания ПИФа выдает инвестиционные паи по цене 353 руб. 85 коп. за пай. Расчетная стоимость пая составляет 350 руб. Правомерны ли действия управляющей компании?

Определим процент надбавки:

$$(353,85 - 350,00) \cdot \frac{100}{350} = 1,1 \text{ (\%)}$$

Действия управляющей компании правомерны.

Пример3 .

Если стоимость чистых активов открытого ПИФа составляет 24 млн.руб., число паев 30000 штук, при выдаче паев взимается надбавка в размере 1,5%, а при погашении скидка 3% к расчетной стоимости пая. Определите цену выдачи и погашения инвестиционного пая.

Решение:

$$\text{Расчетная стоимость пая составляет: } 24000000 : 30000 = 800 \text{ (руб.)}$$

$$\text{Цена выдачи: } 800 \cdot 1,015 = 812 \text{ (руб.)}$$

$$\text{Цена погашения: } 800(1 - 0,03) = 776 \text{ (руб.)}$$

10.4. Ипотечный сертификат участия

Ипотечный сертификат участия - именная ценная бумага, удостоверяющая долю её владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего её лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют

ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах».

Каждый ипотечный сертификат участия удостоверяет одинаковый объем прав, в том числе одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие.

Ипотечный сертификат участия не является эмиссионной ценной бумагой.

Права, удостоверенные ипотечным сертификатом участия, фиксируются в бездокументарной форме.

Количество ипотечных сертификатов участия, удостоверяющих долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие, указывается в правилах доверительного управления этим ипотечным покрытием.

Ипотечный сертификат участия не имеет номинальной стоимости.

Выпуск производных от ипотечных сертификатов участия ценных бумаг не допускается.

Ипотечные сертификаты участия свободно обращаются, в том числе через организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Учет прав на ипотечные сертификаты участия осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев ипотечных сертификатов участия и, если это предусмотрено правилами доверительного управления ипотечным покрытием, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев ипотечных сертификатов участия открываются лицевые счета номинальных держателей. При этом депозитарии, за исключением депозитариев, осуществляющих учет прав на ипотечные сертификаты участия, обращение которых осуществляется через организатора торговли на рынке ценных бумаг, не вправе открывать счета депо другим депозитариям, выполняющим функции номинальных держателей ценных бумаг своих клиентов (депонентов).

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев ипотечных сертификатов участия, по требованию владельца ипотечных сертификатов участия, уполномоченного им лица или номинального держателя обязан подтвердить права указанных лиц на ипотечные сертификаты участия путем выдачи в течение пяти дней выписки из реестра владельцев ипотечных сертификатов участия¹⁹³.

Лица, имеющие право выдавать ипотечные сертификаты участия.

Выдача ипотечных сертификатов участия может осуществляться только коммерческими организациями, имеющими лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также кредитными организациями.

Выдача ипотечных сертификатов участия является основанием для возникновения общей долевой собственности владельцев ипотечных сертификатов участия на ипотечное покрытие, под которое они выдаются, и учреждения доверительного управления таким ипотечным покрытием. Общая долевая собственность на ипотечное покрытие возникает одновременно с учреждением доверительного управления этим ипотечным покрытием.

Доверительное управление ипотечным покрытием учреждается путем заключения договора доверительного управления ипотечным покрытием.

Выдача ипотечных сертификатов участия осуществляется лицу, которому принадлежат права требования, составляющие ипотечное покрытие.

В случае, если ипотечное покрытие сформировано за счет прав требований нескольких лиц, правилами доверительного управления ипотечным покрытием должно быть предусмотрено количество ипотечных сертификатов участия, которые приобретаются каждым из них.

Требования к ипотечному покрытию ипотечных сертификатов участия.

¹⁹³ Статья 20 ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 № 152-ФЗ.

В состав ипотечного покрытия ипотечных сертификатов участия могут входить только требования по обеспеченным ипотекой обязательствам, ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, и денежные средства, полученные в связи с исполнением обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, обращением взыскания по таким требованиям и исполнением обязательств по ипотечным сертификатам участия, составляющим ипотечное покрытие.

Реестр владельцев ипотечных сертификатов участия.

Реестр владельцев ипотечных сертификатов участия - система записей об ипотечных сертификатах участия, выданных согласно соответствующим правилам доверительного управления ипотечным покрытием, об общем количестве выданных и погашенных ипотечных сертификатов участия, о владельцах ипотечных сертификатов участия и о количестве принадлежащих им ипотечных сертификатов участия, о номинальных держателях, об иных зарегистрированных лицах и о количестве зарегистрированных на них ипотечных сертификатов участия, а также записей о приобретении, о передаче, об обременении или о погашении ипотечных сертификатов участия.

Ведение реестра владельцев ипотечных сертификатов участия вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг (далее - регистратор).

Договор о ведении реестра владельцев ипотечных сертификатов участия может быть заключен только с одним регистратором. Порядок ведения реестра владельцев ипотечных сертификатов участия определяется нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг^{194,195}.

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев ипотечных сертификатов участия, и управляющий ипотечным покрытием несут субсидиарную ответственность перед владельцами ипотечных сертификатов участия за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязанностей по ведению указанного реестра, предусмотренных настоящим Федеральным законом, правилами доверительного управления ипотечным покрытием и договором с управляющим ипотечным покрытием.

Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев ипотечных сертификатов участия, несет ответственность перед управляющим ипотечным покрытием за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязанностей по ведению указанного реестра, предусмотренных Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах», правилами доверительного управления ипотечным покрытием, договором с управляющим ипотечным покрытием.

В настоящее время ФСФР России уже подготовлен проекты приказа «Об учете прав на ипотечные сертификаты участия», и «Положение о порядке ведения реестра владельцев ипотечных сертификатов участия», в которых в частности говорится, что учет прав на ипотечные сертификаты участия должны осуществляться на лицевых счетах в реестре владельцев ипотечных сертификатов участия (далее - реестр), ведение которого осуществляется профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг (далее - регистраторы), а также, если это предусмотрено правилами доверительного управления ипотечным покрытием, на счетах депо профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг (далее - депозитари). Регистратор, осуществляющий ведение реестра владельцев ипотечных сертификатов участия, обязан зарегистрировать в Федеральной службе по финансовым рынкам правила ведения реестра владельцев ипотечных сертификатов участия, содержащие порядок ведения указанного реестра, формы применяемых документов и порядок документооборота. Изменения и дополнения, вносимые в указанные правила, вступают в силу при условии их регистрации в ФСФР России. Также подготовлены проекты приказов ФСФР России о порядке погашения ипотечных сертификатов участия, о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью управляющего ипотечным покрытием, а также к содержанию раскрываемой информации.

Всё это говорит о том, что за ипотечными ценными бумагами большое будущее.

¹⁹⁴ Приказ ФСФР России от 1 ноября 2005 года N 05-60/пз-н «Правила ведения реестра ипотечного покрытия»

¹⁹⁵ Приказ ФСФР России от 5 декабря 2006 г. N 06-142/пз-н г. «О внесении изменений в Положение о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правила ведения реестра ипотечного покрытия, утвержденные приказом ФСФР России от 1 ноября 2005 года N 05-60/пз-н»

Стоимость (денежная оценка) ипотечного сертификата участия, составляющего ипотечное покрытие облигаций, признается равной его оценочной стоимости, рассчитанной путем деления размера ипотечного покрытия, долю в праве общей долевой собственности на которое удостоверяет ипотечный сертификат участия, на количество выданных ипотечных сертификатов, по состоянию на дату определения размера ипотечного покрытия¹⁹⁶.

В то же время, ФСФР России своими нормативными документами указывает, что стоимость ипотечных сертификатов участия может увеличиваться и уменьшаться, государство не гарантирует доходность инвестиций в ипотечные сертификаты участия, а также сведения о том, что, прежде чем приобрести ипотечный сертификат участия, следует внимательно ознакомиться с правилами.

Вопросы для самопроверки

1. Какие права у акционера, владеющего 50%+1 акция?
2. Какие права у акционера, владеющего 30% акций?
3. Какие права у акционера, владеющего 1% обыкновенных голосующих акций?
4. Какие функции выполняет в акционерном обществе совет директоров?
5. Что такое номинальная стоимость акции и можно ли её считать рыночной стоимостью?
6. В каких обязательных случаях необходимо привлечение независимого оценщика согласно ФЗ «Об акционерных обществах»?
7. С какими правоустанавливающими документами оценщику необходимо ознакомиться в случае оценки эмиссионных ценных бумаг?
8. Кто осуществляет ведение реестра ипотечных сертификатов участия?
9. Какие функции выполняет управляющая компания паевого инвестиционного фонда?
10. Когда инвестиционные паи поступают в свободное обращение?

Тесты для самопроверки

1. Общество признается зависимым, если другое (преобладающее) общество имеет долю в уставном капитале более:
 - 1) 10% голосующих акций;
 - 2) 20% голосующих акций;
 - 3) 25% голосующих акций.
2. В соответствии с какой статьей ФЗ «Об акционерных обществах» акционеры имеют право запросить информацию:
 - 1) статья 89;
 - 2) статья 90;
 - 3) статья 91.
3. Оценщику необходимо запросить от заказчика при подписании договора на оценку ценных бумаг:
 - 1) передаточное распоряжение;
 - 2) договор купли продажи ценных бумаг;
 - 3) выписку из реестра акционеров.
4. Правоустанавливающим документом для эмиссионных ценных бумаг является:
 - 1) проспект эмиссии;
 - 2) отчет о выпуске ценных бумаг;
 - 3) решение о выпуске ценных бумаг.
5. Оценщик сможет найти описание прав на привилегированные акции:
 - 1) в уставе;
 - 2) в решении о выпуске;
 - 3) в плане приватизации.

¹⁹⁶ Приказ ФСФР России от 1 ноября 2005 г № 05-59/пз/н «Об утверждении положения о порядке определения размера ипотечного покрытия»

6. Документы бухгалтерского учета оценщик может получить от заказчика, если он владеет:
- 1) 25%;
 - 2) 15%;
 - 3) 10%.
7. Стоимость (денежная оценка) ипотечного сертификата участия, составляющего ипотечное покрытие облигаций, признается равной его:
- 1) оценочной стоимости;
 - 2) ликвидационной стоимости;
 - 3) инвестиционной стоимости.
8. Участниками обеспечения деятельности паевого инвестиционного фонда являются:
- 1) оценщики;
 - 2) агенты;
 - 3) депозитарии.
9. Стоимость инвестиционного пая равна:
- 1) Стоимости чистых активов/Количество паев;
 - 2) Стоимости всех активов/ Количество паев;
 - 3) Прибыль/Количество паев.
10. Каждый ипотечный сертификат участия:
- 1) удостоверяет одинаковый объем прав, в том числе одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие;
 - 2) является эмиссионной ценной бумагой;
 - 3) является бездокументарной ценной бумагой

Глава 11.

Оценка стоимости товарораспределительных ценных бумаг.

11.1. Коносамент

Коносамент является товарораспорядительным документом, предоставляющим его держателю право распоряжения грузом.

Коносамент - это документ, выдаваемый судовладельцем-перевозчиком грузоотправителю в подтверждение факта принятия груза к перевозке и обязательства передать его грузополучателю в порту назначения.

Коносамент - документ, содержащий условия договора морской перевозки. Наиболее распространён во внешней торговле.

В РФ порядок составления коносамента и его необходимые реквизиты установлены Кодексом торгового мореплавания РФ.

В соответствии со статьей 144 КТМ¹⁹⁷ в коносамент должны быть включены следующие данные:

- наименование перевозчика и место его нахождения;
- наименование порта погрузки согласно договору морской перевозки груза и дата приема груза перевозчиком в порту погрузки;
- наименование отправителя и место его нахождения;
- наименование порта выгрузки согласно договору морской перевозки груза;
- наименование получателя, если он указан отправителем;
- наименование груза, необходимые для идентификации груза основные марки, указание в соответствующих случаях на опасный характер или особые свойства груза, число мест или предметов и масса груза или обозначенное иным образом его количество. При этом все данные указываются так, как они представлены отправителем;
- внешнее состояние груза и его упаковки;
- фрахт в размере, подлежащем уплате получателем, или иное указание на то, что фрахт должен уплачиваться им;
- время и место выдачи коносамента;
- число оригиналов коносамента, если их больше чем один;
- подпись перевозчика или действующего от его имени лица.

По соглашению сторон в коносамент могут быть включены иные данные и оговорки.

Коносамент, подписанный капитаном судна, считается подписанным от имени перевозчика. После того как груз погружен на борт судна, перевозчик по требованию отправителя выдает ему бортовой коносамент, в котором в дополнение к указанным выше данным, должно быть указано, что груз находится на борту определенного судна или судов, а также должны быть указаны дата погрузки груза или даты погрузки груза.

Виды коносамента:

- именной коносамент, на имя определенного получателя;
- ордерный коносамент, приказу отправителя или получателя либо на предъявителя.

Ордерный коносамент, не содержащий указания о его выдаче приказу отправителя или получателя, считается выданным приказу отправителя.

Оговорки в коносаменте. Доказательственная сила коносамента.

В случае, когда в коносаменте содержатся данные, которые касаются наименования груза, его основных марок, числа мест или предметов, массы или количества груза и в отношении которых перевозчик или выдающее коносамент от его имени другое лицо знают или имеют достаточные основания считать, что такие данные не соответствуют фактически принятому грузу или погруженному грузу при выдаче бортового коносамента либо у перевозчика или другого такого лица не было разумной возможности проверить указанные данные, перевозчик или другое такое лицо

¹⁹⁷ Кодекса торгового мореплавания РФ от 30.04.1999 № 81-ФЗ

должны внести в коносамент оговорку, конкретно указывающую на неточности, основания для предположений или отсутствие разумной возможности проверки указанных данных.

В случае, если перевозчик или другое выдающее коносамент от его имени лицо не указывает в коносаменте внешнее состояние груза, считается, что в коносаменте указано хорошее внешнее состояние груза.

За исключением данных, в отношении которых внесена оговорка, коносамент удостоверяет, если не доказано иное, прием перевозчиком груза для перевозки, как он описан в коносаменте. Доказывание перевозчиком иного не допускается, если коносамент передан третьему лицу, которое, исходя из содержащегося в коносаменте описания груза, действовало добросовестно. По желанию отправителя ему может быть выдано несколько экземпляров (оригиналов) коносамента, причем в каждом из них отмечается число имеющихся оригиналов коносамента. После выдачи груза на основании первого из предъявленных оригиналов коносамента, остальные оригиналы теряют силу.

Правила передачи коносамента

Правила передачи коносамента:

- именной коносамент может передаваться по именным передаточным надписям или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования;
- ордерный коносамент может передаваться по именным или бланковым передаточным надписям;
- коносамент на предъявителя может передаваться посредством простого вручения.

Отправитель имеет право распоряжаться грузом до выдачи его получателю либо передачи такого права получателю или третьему лицу. При передаче права распоряжения грузом получателю или третьему лицу отправитель обязан уведомить перевозчика об этом. Отправитель имеет право потребовать обратной выдачи груза в месте отправления до отхода судна, выдачи груза в промежуточном порту или выдачи его не тому получателю, который указан в перевозочном документе, при условии предъявления всех выданных отправителю оригиналов коносамента или предоставления соответствующего обеспечения и с соблюдением правил, установленных КТМ.

11.2 Складские свидетельства

По договору складского хранения товарный склад (хранитель) обязуется за вознаграждение хранить товары, переданные ему товаровладельцем (поклажедателем) и, возвратить эти товары в сохранности¹⁹⁸.

Товарным складом признается организация, осуществляющая в качестве предпринимательской деятельности хранение товаров и оказывающая связанные с хранением услуги. Письменная форма договора складского хранения считается соблюденной, если его заключение и принятие товара на склад удостоверены складским документом.

Товарный склад выдает в подтверждение принятия товара на хранение один из следующих складских документов:

- двойное складское свидетельство;
- простое складское свидетельство;
- складскую квитанцию.

Согласно п. 3 ст. 912 ГК РФ двойное складское свидетельство, каждая из двух его частей и простое складское свидетельство являются ценными бумагами.

Простое складское свидетельство является ценной бумагой¹⁹⁹ на предъявителя, а двойное складское свидетельство - ордерной ценной бумагой.

Двойное складское свидетельство состоит из двух частей - складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта), которые могут быть отделены одно от другого (п. 2 ст. 912 ГК РФ).

В каждой части двойного складского свидетельства должны быть одинаково указаны:

1. наименование и место нахождения товарного склада, принявшего товар на хранение;

¹⁹⁸ статья 907 ГК РФ (в редакции от 14 июля 2008 г.).

¹⁹⁹ Приложение 4

2. текущий номер складского свидетельства по реестру склада;
3. наименование юридического лица либо имя гражданина, от которого принят товар на хранение, а также место нахождения (место жительства) товаровладельца;
4. наименование и количество принятого на хранение товара - число единиц и (или) товарных мест и (или) мера (вес, объем) товара;
5. срок, на который товар принят на хранение, если такой срок устанавливается, либо указание, что товар принят на хранение до востребования;
6. размер вознаграждения за хранение либо тарифы, на основании которых он исчисляется и порядок оплаты хранения;
7. дата выдачи складского свидетельства.

Обе части двойного складского свидетельства должны иметь идентичные подписи уполномоченного лица и печати товарного склада.

Как следует из ст. 915 ГК РФ, складское свидетельство и залоговое свидетельство могут передаваться вместе или порознь по передаточным надписям.

Закон устанавливает различные полномочия держателей складского и залогового свидетельства по распоряжению товаром, хранящемся на складе. Обе части двойного складского свидетельства могут находиться у одного лица (держателя). Держатель может обладать только складским свидетельством, отделенным от залогового, или только залоговым свидетельством. Так, держатель складского и залогового свидетельств имеет право распоряжения хранящимся на складе товаром в полном объеме.

Держатель же складского свидетельства, отделенного от залогового свидетельства, вправе распоряжаться товаром, но не может взять его со склада до погашения кредита, выданного по залоговому свидетельству.

Таким образом, указание ст. 915 ГК РФ о том, что складское свидетельство (товарораспорядительная часть) и залоговое свидетельство (варрант) могут передаваться по передаточным надписям вместе или порознь означает, что эти ценные бумаги являются ордерными.

Организация осуществляющее хранение товара, выдает его держателю складского и залогового свидетельств (двойного складского свидетельства) не иначе как в обмен на оба эти свидетельства вместе. Держателю складского свидетельства, который не имеет залогового свидетельства, но внес сумму долга по нему, товар выдается складом не иначе как в обмен на складское свидетельство и при условии представления вместе с ним квитанции об уплате всей суммы долга по залоговому свидетельству (п. 2 ст. 916 ГК РФ).

Держатель складского и залогового свидетельств вправе требовать выдачи товара по частям. При этом в обмен на первоначальные свидетельства ему выдаются новые свидетельства на товар, оставшийся на складе.

Простые складские свидетельства в соответствии с ГК РФ являются предъявительскими ценными бумагами. В ГК РФ нет прямого указания о том, к какому типу ценных бумаг принадлежит двойное складское свидетельство, однако положения ст. 146 ГК РФ, посвященной передаче прав по ценным бумагам в зависимости от их вида, являются императивными, и способ передачи бумаги всегда должен соответствовать её виду, хоть он и не является основанием для классификации. Двойное складское свидетельство также, как и его части, является ордерной ценной бумагой²⁰⁰.

Согласно п. 2 ст. 907 ГК РФ складское свидетельство подтверждает факт «заключения договора складского хранения» и факт «принятия товара на хранение».

Приказом Гохрана РФ²⁰¹ предусматривается порядок совершения передаточных надписей при переуступке прав по двойному складскому свидетельству Гохрана России либо по его частям. Складское свидетельство и залоговое свидетельство двойного складского свидетельства Гохрана России могут передаваться вместе или порознь по передаточным надписям установленной формы, совершаемым на оборотной стороне этих ценных бумаг или на аллонжах, прикрепленных на соответствующим частям двойного складского свидетельства Гохрана России. Осуществление прав по свидетельствам возможно лишь тем лицом, которое обосновывает свое право владения этой ценной бумаги на непрерывном ряде передаточных надписей. При этом, наименование такого лица, которое осуществляет права по свидетельству, должно быть вписано в последнюю передаточную надпись. Зачеркнутая передаточная надпись считается ненаписанной. Для целей осуществления прав по двойному складскому свидетельству предъявление двойного складского свидетельства Гохрана России с бланковой последней передаточной надписью не допускается. Если двойное складское свидетельство Гохрана России не разделено, то при переуступке прав по нему контрагенты

²⁰⁰ Котелевская А.А. Диссертация Правовое регулирование двойных и простых складских свидетельств. М, 2006 г.

²⁰¹ Приказ Гохрана РФ²⁰¹ от 16 февраля 2000 г. № 42 «Об утверждении документов по складскому хранению ценностей с выдачей двойных складских свидетельств Гохрана России»

совершают передаточную надпись только на складском свидетельстве (части А) или аллонже, прикрепленном к части А. Совершение передаточной надписи на залоговом свидетельстве (части Б), или на аллонже, прикрепленном к части Б, в этом случае не допускается. Любые отлагательные или отменительные условия в тексте передаточной надписи считаются ненаписанными. Передаточная надпись на частичную переуступку прав требования на частях А и Б двойного складского свидетельства Гохрана России или на прикрепленных к ним аллонжах считается ненаписанной.

Простое складское свидетельство выдается на предъявителя. Должно содержать сведения, предусмотренные для двойного складского свидетельства за исключением наименования юридического лица либо имени гражданина, от которого принят товар на хранение, а также места нахождения (места жительства) товаровладельца, а также указание на то, что оно выдано на предъявителя.

Документ не соответствующий указанным требованиям не является простым складским свидетельством.

Действующие правовые нормы о складских свидетельствах существуют на федеральном, региональном и корпоративном уровнях. В субъектах Российской Федерации, преимущественно органами и должностными лицами исполнительной власти, принято большое количество нормативных правовых актов, позволяющих эффективно использовать складские свидетельства. Эти ценные бумаги используются, с одной стороны, как инструмент внутренних заимствований, необходимых для товаропроизводителя, а с другой стороны - как форма безденежных расчетов, в том числе и с бюджетами разных уровней.

Важно заметить, что ни выдаваемое складское свидетельство, ни коносамент не могут наделить поклажедателя (или отправителя груза) большим объемом вещных правомочий на товар, чем тот, который они имели к моменту помещения товара на хранение или к моменту сдачи его перевозчику.

И товарный склад, и морской перевозчик отвечают за сохранность принятой вещи, а не за законность её происхождения.

Вопросы для самопроверки

1. Являются ли товарораспорядительные ценные бумаги инструментом финансового рынка?
2. Какие складские документы может выдать товарный склад в подтверждение принятия товара на хранение?
3. Какие документы подтверждают заключение договора перевозки?
4. В чем разница ордерного и именного коносамента?
5. Кто от имени перевозчика может подписать коносамент?
6. На основании чего составляется коносамент?
7. Имеет ли право держатель складского и залогового свидетельства требовать выдачи товара по частям?
8. Приравнивается ли передача складского свидетельства к передаче товара?
9. Является ли складское и залоговое свидетельство ордерной ценной бумагой?
10. Какую ответственность несет товарный склад, выдавший товар держателю складского свидетельства?

Тесты для самопроверки

1. В соответствии со статьей 144 КТМ в коносамент должны быть включены следующие данные:
 - 1) только наименование перевозчика и место его нахождения;
 - 2) наименование порта погрузки согласно договору морской перевозки груза и дата приема груза перевозчиком в порту погрузки;
 - 3) наименование отправителя без указания места его нахождения.
2. Коносамент может быть:
 - 1) именовым;
 - 2) ордерным;
 - 3) бланковым.
3. В каждой части двойного складского свидетельства должны быть одинаково указаны:

- 1) наименование и место нахождения товарного склада, принявшего товар на хранение;
 - 2) текущий номер складского свидетельства по реестру склада;
 - 3) номер лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.
4. Складское свидетельство и залоговое свидетельство двойного складского свидетельства Гохрана России могут передаваться по передаточным надписям установленной формы:
- 1) только вместе;
 - 2) только порознь;
 - 3) вместе или порознь.
5. Товарный склад и морской перевозчик отвечают:
- 1) за сохранность принятой вещи, а не за законность её происхождения;
 - 2) за сохранность принятой вещи и за законность её происхождения;
 - 3) за сохранность вещи, за законность её происхождения и за возврат вещи.
6. Отправителю груза выдается:
- 1) только один экземпляр (оригинал) коносамента;
 - 2) по желанию может быть выдано несколько экземпляров (оригиналов) коносамента;
 - 3) в обязательном порядке выдается два экземпляра (оригинала) коносамента.
7. Правила передачи коносамента предусматривается, что:
- 1) именной коносамент может передаваться по именованным передаточным надписям или в иной форме в соответствии с правилами, установленными для уступки требования;
 - 2) ордерный коносамент может передаваться по именованным или бланковым передаточным надписям;
 - 3) коносамент на предъявителя может передаваться только посредством бланковым передаточным надписям.
8. Держатель складского и залогового свидетельств имеет право:
- 1) распоряжения хранящимся на складе товаром в полном объеме;
 - 2) владения, пользования и распоряжения хранящимся на складе товаром в полном объеме;
 - 3) владеть, пользоваться товаром на складе в полном объеме.
9. Обе части двойного складского свидетельства должны иметь:
- 1) идентичные подписи уполномоченного лица и печати товарного склада;
 - 2) только подпись и печать товарного склада на лицевой стороне складского свидетельства;
 - 3) только подпись и печать товарного склада на последнем листе складского свидетельства.
10. Целью выдачи складского свидетельства является:
- 1) лишь подтверждение принятия товара на хранение, а не удостоверение права собственности на товар;
 - 2) удостоверение права собственности на товар;
 - 3) хранение и залог товара.

Глава 12.

Оценка производных финансовых инструментов

Производные финансовые инструменты возникли из традиционных финансовых отношений. Они представляют собой финансовые инструменты, ориентированные на новые договорные отношения, выходящие за рамки традиционных прав и обязательств по поводу приобретения или продажи классических финансовых инструментов по фиксированным ценам. К производным финансовым инструментам обычно относят фьючерсы, опционы, свопы. Рынок производных инструментов называют форвардным, или срочным, рынком. Производные инструменты обращаются как на финансовом рынке, так и на товарном.

Производные финансовые инструменты расширяют возможности участников финансовых рынков, используются в финансовом инжиниринге.

Под производными инструментами, или деривативами, понимается широкий класс договоров неопределенной правовой природы, отвечающей нескольким критериям:

- если имеет место отсрочка исполнения обязательств по договору (срочная сделка);
- если цена, по которой оплачивается исполнение договора, может изменяться на предусмотренных договором условиях;
- если цена, по которой оплачивается исполнение договора, зависит от изменения цен, значений) базисного актива (иностранной валюты, ценных бумаг и иного имущества и имущественных прав, процентных ставок, стоимости кредитных ресурсов, индексов цен или процентных ставок).

Производные инструменты (деривативы) – это инструменты, чья ценность является производной от цены какого-либо финансового или иного актива (например, нефти) или индексации (например, ценовой индекс на товар, индекс РТС). Производными эти инструменты называются потому, что их курс напрямую зависит от динамики стоимости базового актива.

Основной проблемой, которая стоит перед инвесторами на финансовом рынке, является высокий риск неполучения ожидаемой доходности.

Выделяют первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой сегменты рынка. По виду торгуемых инструментов рынок можно подразделить на форвардный, фьючерсный, опционный и рынок свопов.

Участниками рынка являются хеджеры, спекулянты и арбитражеры.

Хеджер – это лицо, страхующее ценовые риски. Операция по страхованию ценового риска называется хеджированием.

Спекулянт – это лицо, рассчитывающее получить прибыль на курсовой разнице производных инструментов, которая может возникнуть во времени.

Арбитражер – это лицо, которое получает прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же актива на разных рынках, если на них разные цены.

Арбитражная операция – это операция без риска.

На срочном рынке пользуются следующей терминологией:

- если по срочному контракту лицо обязуется купить базисный актив (является покупателем контракта), то говорят, что оно открывает *длинную позицию*;
- если по контракту лицо обязуется продать базисный актив (является продавцом контракта), то говорят, что оно открывает *короткую позицию*.

12.1. Фьючерсный контракт

Фьючерсный контракт представляет собой обязательство купить или продать определенное количество товара по согласованной цене в определенную дату.

Прообразом фьючерсных контрактов послужили форвардные контракты (срочный индивидуальный контракт, заключается, как правило, вне биржи). При наличии общих черт у этих двух видов контрактов есть ряд существенных отличий.

Отличительные черты фьючерсных контрактов заключаются в следующем:

- фьючерсный контракт является биржевым договором, разрабатываемым и обращающимся на данной бирже;
- фьючерсный контракт стандартизирован по количеству базисного актива, лежащего в его основе, месту и срокам поставки (типичные сроки поставки — март, июнь, сентябрь, декабрь), срокам и форме расчетов, применяемым штрафным санкциям и т.д. Единственным нестандартизированным параметром является цена базисного актива;
- исполнение контракта, полнота и своевременность расчетов по фьючерсному контракту гарантируются биржей.

В связи с этим расчетная палата предъявляет ряд требований к участникам фьючерсной торговли. При открытии позиции инвестор обязан внести на счет брокерской фирмы некоторую денежную сумму в качестве залога, минимальный размер которой устанавливается расчетной палатой биржи. Эта сумма называется первоначальной маржой (обычно от 2% до 10% от стоимости контракта). Расчетная палата устанавливает также нижний уровень маржи, ниже которого никогда не должна уменьшаться сумма на счете клиента. Расчетная палата в конце каждого торгового дня производит перерасчет позиций инвесторов, переводя сумму выигрыша со счета проигравшей стороны на счет выигравшей стороны. Данная сумма называется вариационной (переменной) маржой.

Заключение фьючерсных контрактов производится, главным образом, не для купли-продажи базисного актива, а в целях получения прибыли от разницы в ценах;

Каждая из сторон фьючерсной сделки может в любой момент до истечения срока контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, иначе говоря, офсетной сделки (покупкой/продажей аналогичного контракта).

Расчетная палата устанавливает минимальную сумму средств, которая должна находиться на счете клиента. Она может равняться или быть ниже начальной маржи. Если в результате получения убытков по фьючерсному контракту на клиентском счете окажется меньшая сумма, клиент обязан восстановить её величину до уровня начальной маржи. В противном случае, брокер закроет его позицию. Условия контракта могут допускать внесение начальной маржи, как деньгами, так и ценными бумагами.

Отражением ожиданий инвесторов относительно будущей цены базисного актива является фьючерсная цена.

Фьючерсная цена — это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении контракта фьючерсная цена может быть выше или ниже цены спот для базисного актива. Ситуация, при которой фьючерсная цена выше спот цены базисного актива, называется *контанго*. Ситуация, при которой фьючерсная цена ниже спот цены базисного актива, называется *бэквордэйшн*. К моменту исполнения фьючерсного контракта фьючерсная цена становится равной цене спот. В зависимости от вида базисного актива выделяют следующие виды фьючерсных контрактов.

- Фьючерсный товарный контракт — это контракт на принятие или поставку товара определенного количества и качества по зафиксированной в нем цене на установленную дату. В качестве базисного товара могут выступать зерно, нефть, драгоценные металлы, продовольственные товары и т.д.
- Фьючерсный финансовый контракт - это контракт, представляющий собой соглашение, обязывающее купить или продать определенный финансовый инструмент в определенный срок по зафиксированной в нем цене.

В зависимости от вида базисного актива, который лежит в основе финансового фьючерса, выделяют три основных вида фьючерсов:

- процентные фьючерсы,
- валютные фьючерсы,
- фьючерсы на фондовые индексы.

Разница между спот-ценой базисного актива и фьючерсной ценой называется базисом. На дату исполнения контракта базис будет равен нулю. Для финансовых фьючерсных контрактов базис определяется как разность между фьючерсной ценой и спот-ценой. Такой порядок расчета принят

для того, чтобы сделать базис величиной положительной, так как фьючерсная цена финансовых фьючерсных контрактов, как правило, выше спот-цены. Для товарных - характерна обратная ценовая картина.

Для расчета фьючерсной цены используется формула расчета форвардной цены на акции, по которым не выплачивается дивиденд.

Одним из центральных моментов определения фьючерсной цены выступает так называемая стоимость удержания позиции.

Стоимость удержания позиции включает:

- расходы на хранение и страхование актива;
- доходы (расходы) в виде процентных выплат (платежей), которые получил (заплатил) бы инвестор, если бы вложил на депозит (взял в кредит) на срок действия контракта сумму, потраченную на приобретение базисного актива.

Таким образом (12.1):

$$\text{Фьючерсная цена} = \text{Цена спот} + \\ + \text{Процент по депозиту (кредиту)} + \text{Расходы по хранению и страхованию}$$

Для финансового фьючерсного контракта в расчете фьючерсной цены участвуют также доход, полученный от инвестиции (например, дивиденды) (12.2):

$$\text{Фьючерсная цена} = \text{Цена спот} + \text{Процент по депозиту (кредиту)} + \text{расходы по хранению} \\ \text{и страхованию} - \text{доходы от владения базовым активом.}$$

Если данное соотношение не выдерживается, то возникает возможность совершения арбитражной операции.

Стоимость фьючерсного контракта определяют по следующей формуле (12.3):

$$V_f = P_a + \left(1 + r_f \frac{T}{365}\right)$$

где V_f - стоимость фьючерсного контракта; P_a - рыночная стоимость актива; r_f - процентная ставка по безрисковым операциям; T - число дней до окончания срока действия контракта.

Если базовый актив приносит доход, то его необходимо вычесть и формула примет следующий вид (12.4):

$$V_f = P_a + I_a(r - r_a) \frac{T}{365}$$

где I_a - сумма дохода, принесенная базовым активом; r_a - процентный доход по базовому активу

12.2. Опцион

Опцион - это производный финансовый инструмент, представляющий собой контракт, покупатель которого приобретает право купить или продать актив по фиксированной цене в течение определенного срока, а продавец обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить реализацию этого права.

Опцион, как экономическое явление, представляет собой оформляемое договором право купить, продать (или отказаться от сделки) на протяжении договорного срока и по фиксированной договорной цене определенный объем базисного актива либо получить определенный доход от финансового вложения или денежного займа.

Цена, по которой исполняется опцион, называется ценой исполнения.

В заключении опционной сделки участвуют две стороны - покупатель и продавец опциона. Покупатель опциона (держатель опциона) - сторона договора, приобретающая право на покупку, продажу либо на отказ от сделки. Продавец опциона (надписатель опциона) - сторона договора, обязанная поставить или принять предмет сделки по требованию покупателя.

При покупке опциона покупатель уплачивает продавцу премию. Опционная премия - это цена приобретения опциона. Премия состоит из двух компонентов:

- внутренней стоимости
- временной стоимости.

Внутренняя стоимость - это разность между текущим курсом актива и ценой исполнения опциона.

Временная стоимость - это разность между суммой премии и внутренней стоимостью опциона.

Для расчетов теоретической стоимости опционов применяются достаточно сложные математические формулы. Наиболее часто используется формула Блэка-Шоулза.

Существуют различные виды опционов. С точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: американские и европейские.

Американский опцион - это опцион, при котором держатель опциона может реализовать свое право в любое время в пределах опционного срока.

Европейский опцион - это опцион, при котором реализация заложенного в нем права возможна только при наступлении указанного в опционе срока исполнения обязательств.

В зависимости от того, какие права приобретает покупатель опциона, выделяют два вида опционов — опцион на покупку и опцион на продажу.

Опцион на покупку - колл (call) — опцион, который предоставляет покупателю опциона право купить оговоренный в контракте актив в установленные сроки у продавца опциона по цене исполнения или отказаться от этой покупки.

Опцион на продажу - пут (put) — опцион, который предоставляет покупателю опциона право продать продавцу опциона оговоренный в контракте актив в установленные сроки по цене исполнения или отказаться от его продажи.

Поскольку цена на базисный актив на наличном рынке постоянно колеблется, соотношение цены спот и цены исполнения опциона может быть разным. В связи с этим выделяют три категории опционов:

- опцион с выигрышем (опцион «в деньгах») - опцион, который в случае его немедленного исполнения принесет инвестору прибыль;
 - опцион без выигрыша (опцион «при деньгах») - опцион, который при немедленном исполнении не окажет ни позитивного, ни негативного воздействия на финансовое состояние инвестора;
 - опцион с проигрышем (опцион «без денег») - опцион, который в случае его немедленного исполнения приведет инвестора к финансовым потерям
- Опционы исполняются, если на момент исполнения они являются опционами с выигрышем.

Опционы позволяют инвесторам использовать различные торговые стратегии. Простейшими из них являются так называемые синтетические стратегии: сочетание купли (продажи) опционов с куплей (продажей) акций. Такие стратегии позволяют инвесторам хеджировать свои позиции.

Существуют и более сложные стратегии, которые формируются за счет одновременной продажи и (или) покупки нескольких опционов. К ним относятся комбинации и спрэды.

- Комбинация — это портфель опционов различного вида на один и тот же актив, с одним и тем же сроком исполнения, с одинаковыми или различными ценами исполнения.
- Спрэд — это портфель опционов одного и того же вида на один и тот же актив, но с разными ценами исполнения и (или) датами истечения, причем одни из них являются длинными, а другие — короткими.

В зависимости от сочетания опционов в портфеле различают несколько видов спрэдов:

- горизонтальный спрэд состоит из опционов с одинаковыми ценами исполнения, но разными датами истечения контрактов;
- вертикальный спрэд состоит из опционов с одной и той же датой истечения контрактов, но разными ценами исполнения;
- диагональный спрэд состоит из опционов с разными ценами исполнения и сроками истечения контрактов.

Кроме разнообразных торговых стратегий, основанных на использовании опционов, существуют также производные активы, включающие в себя черты опционов. К ним можно отнести кэпсы, флорсы и колларсы.

Кэпс - соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с гарантией, что она никогда не превысит определенный уровень. Использование этого инструмента позволяет заемщику ограничить риск по своим обязательствам.

Флорс - соглашение о предоставлении займа с плавающей процентной ставкой, но с условием, что она никогда не опустится ниже некоторого уровня. В этом случае кредитор ограничивает свой риск от падения процентной ставки.

Колларс - комбинация из двух процентных опционов - кэпс и флорс. Эта комбинация защищает инвестора от больших колебаний процентных ставок, поскольку устанавливает верхнюю и нижнюю границу изменения процентной ставки.

Стоимость опциона это разность между рыночной ценой акции и ценой исполнения. Стоимость опциона на покупку определяется по формуле (12.5):

$$V = (P_m - P_s)Q$$

где V - стоимость опциона; P_m - рыночный курс акции; P_s - цена исполнения опциона (strike); Q - количество акций в опционе (обычно 100 шт.)

Из формулы следует, что опцион на покупку имеет стоимость в том случае, когда рыночная цена акции выше цены исполнения по опциону. Так, если акция продается за 44 руб., а курс исполнения составляет 35 руб., то стоимость опциона составляет 9 руб. за акцию или 900 руб.

Опцион на продажу напротив, имеет стоимость тогда, когда рыночный курс акции ниже цены исполнения. Формула для определения стоимости опциона на продажу (12.6):

$$V = (P_s - P_m)Q$$

Стоимость опциона обозначает сумму денег, тот выигрыш, который получил бы держатель, если бы реализовал опцион в данный (сегодняшний) момент времени. В действительности срок действия опциона может быть достаточно большим. Поэтому опционы всегда продаются по ценам выше их стоимости. Цена, по которой продаются опционы, т.е. рыночная цена, называется котировочной ценой.

Разница между котировочной ценой и стоимостью опциона показывает величину избыточной стоимости, которая содержится в котировочной цене опциона.

Пример: Текущая цена акции составляет 100 руб. Инвестор ожидает значительного изменения курса акций, но не знает в каком направлении будут двигаться цены. В связи с этим он приобретает два опциона (пут и колл) с ценой исполнения 105 руб. и сроком на три месяца. Премия по каждому из опционов составляет 6 руб.

Определите:

- 1) каков финансовый результат инвестора, если спустя три месяца:
 - а) цена акций возрастет до 105 руб.
 - б) цена акций возрастет до 117 руб.
 - в) цена акций снизится до 93 руб.

г) цена акций снизится до 85 руб.

Решение:

а) потери 12 руб. на премии

б) нулевой результат (117-105-12)

в) нулевой результат (105-93-12)

г) доход 8 руб.(105-85-12)

Отношение величины избыточной стоимости к стоимости опциона называется инвестиционной премией. Она определяется по формуле (12.7):

$$IP = \frac{OP - V}{V},$$

где IP - инвестиционная премия; OP- котировочная цена; V - стоимость опциона.

Для расчета теоретической стоимости опционов используется формула Блэка-Шоулза (12.8):

$$V = S \cdot N\left(\frac{\ln \frac{S}{X} + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}\right) - X \cdot e^{-rT} \cdot N\left(\frac{\ln \frac{S}{X} + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}} - \sigma \cdot T^{\frac{1}{2}}\right)$$

где V - стоимость европейского опциона колл; S - текущая рыночная цена базового актива; N (d₁,d₂) - кумулятивное нормальное стандартное распределение;

где $d_1 = \frac{\ln \frac{S}{X} + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}; (12.9)$ $d_2 = d_1 - \frac{\ln \frac{S}{X} + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}; (12.10)$

x - цена исполнения опциона; r - ставка процента, свободная от риска;

T - оставшийся срок до исполнения опциона; e - основание натурального логарифма; σ - стандартное отклонение; σ² - дисперсия биржевого кассового курса.

Вопросы для самопроверки

1. Можно ли заключить фьючерсный контракт на покупку абстрактного актива?
2. Опцион удостоверяет право или обязательство?
3. Какие две стоимости заложены в опционе?
4. По каким характеристикам американский опцион отличается от европейского?
5. Вправе ли покупатель опциона отказаться от сделки?
6. Какую цель имеет фьючерсный контракт?
7. Что понимается под открытием позиции?
8. Можно ли заключить фьючерсный контракт не на бирже?

9. Что такое инвестиционная премия?
10. Какие опционы исполняются?

Тесты для самопроверки

1. Видами опционных контрактов являются:
 - 1) опцион на покупку и опцион на продажу;
 - 2) именной, предъявительский и ордерный;
 - 3) срочный и бессрочный.

2. Заключение фьючерсного контракта на покупку называется:
 - 1) открытием позиции;
 - 2) открытием длинной позиции;
 - 3) открытием короткой позиции.

3. Фьючерсный контракт имеет своей целью:
 - 1) получение прибыли от изменения цены базового актива;
 - 2) получение базового актива;
 - 3) получение базового актива и процентов.

4. Опцион это:
 - 1) договор, по которому держатель опциона приобретает право на совершение в будущем сделки купли-продажи базового актива, а на продавца опциона возложена обязанность обеспечения этого права.
 - 2) стандартный биржевой договор купли-продажи фиксированного количества биржевого актива в определенный момент времени в будущем.
 - 3) это соглашение между двумя сторонами, каждая из которых обязуется в заранее определенные сроки выплачивать другой стороне проценты.

5. Гарантированность фьючерсного контракта достигается
 - 1) наличием крупного страхового (резервного фонда денежных средств);
 - 2) наличием товаров на хранении на бирже.
 - 3) принятием биржей на себя обязательств быть продавцом для всех покупателей контрактов и покупателем для всех продавцов.

6. В опционе заложены следующие стоимости:
 - 1) стоимость самого опциона (опционная премия);

- 2) стоимость базового актива;
- 3) рыночная стоимость.

7. По срокам исполнения опцион может быть:

- 1) американский;
- 2) европейский;
- 3) опцион – колл.

8. В зависимости от того, какие права приобретает покупатель опциона, выделяют опционы

- 1) опцион на покупку;
- 2) опцион на продажу;
- 3) опцион с выигрышем.

9. Выделяют следующие категории опционов:

- 1) опцион с выигрышем (опцион «в деньгах»);
- 2) опцион без выигрыша (опцион «при деньгах»);
- 3) опцион не исполненный.

10. Опцион, который в случае его немедленного исполнения принесет инвестору прибыль называется:

- 1) опцион с выигрышем;
- 2) опцион без выигрыша;
- 3) опцион с проигрышем

Литература

1. Беликов И.В. Совет директоров в системе корпоративного управления. М.: 2005, -606 с.
2. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебное пособие. - М.: ИНФРА - М, 2003. - 270 с.
3. Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг. Учебное пособие. - М.: Инфра-М, 2004. - 144 с.
4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: Учебник. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. - 352 с.
5. Галанов В.А. Ценные бумаги: Учебное пособие- М.: ФОРУМ: ИНФРА-М,2006. -288 с.
6. Гололобов Д.В. Акционерное общество против акционера. Противодействие корпоративному шантажу.- М.: ЗАО Юстицинформ, 2004. -312 с.
7. Горбунов А.Р. Дочерние филиалы, холдинги. Методические рекомендации. Организационные структуры. Консалтинг. – М.: Издательство «Глобус», 2002 – 256 с.
8. Грязнова А.Г., Эскиндаров М.А, Федотова М.А., Микерин Г.И., Тазихина Т.В., Иванова Е.Н, Щербакова О.Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.; ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.
9. Гудков Ф.А. Вексель. Дефекты формы. М.: Интеркрим-Пресс, 2000.
10. Тазихина Т.В., Иванова Е.Н, Щербакова О.Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.; ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.– 544 с.
11. Гусева И.А. Практикум по ценным бумагам. Учебное пособие. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ. М. , 2001. - 184 с.
12. Гусева И.А. Рынок ценных бумаг. Практические задания по курсу: Учебное пособие для вузов. - М.: Издательство «Экзамен», 2005. - 464 с.
13. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. - М.: 2004. Альпина-Бизнес-Букс, 2004. - 1342 с.
14. Ендовицкий Д.А., Ишкова Н.А. Учет ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: КНОРУС, 2006. -336 с.
15. Есипов В.Е., Маховикова Г.А. , Терехова В.В. Тесты и задачи по оценочной деятельности. Учебное пособие. Санкт-Петербург: - Питер, 2002. - 128 с.
16. Иванов А.П. Инвестиционная привлекательность акций. - М.: Издательский центр «Акционер»2002.
17. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А. Рынок ценных бумаг. Учеб. пособие -2-е изд. перераб. - М.: КНОРУС,2005. -272 с.
18. Ильин А.Е., Соловьева Т.Н. Практикум по рынку ценных бумаг. М.:Финансы и статистика, 2005. – 207 с.
19. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. -М.:2003. – 176 с.
20. Колесников В.И., Торкановский. В.С. Практикум по курсу ценные бумаги: Учеб. пособие/ - М.: Финансы и статистика, 2001. -304 с.
21. Колесникова В.И. Практикум по курсу ценные бумаги. М.: «Финансы и статистика», 2001. - 304 с.
22. Кравченко Р.С. Корпоративное управление: обеспечение и защита права акционеров на информацию. -М.: Спарк,2002. -112 с.
23. Криничанский К.В. Рынок ценных бумаг Учебное пособие. - М.: «Дело и Сервис» 2007 г -512 с.
24. Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг: учеб. - М.:ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. - 384 с.
25. Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч. 1. Векселя. - М.: Финансовая академия, 2002. 168 с.
26. Маковская А.А. Залог денежных средств и ценных бумаг. - М.:МЦФЭР, 1999. -228 с.
27. Маренков Н.Л. Ценные бумаги. Ростов-на-Дону: Из-во «Феникс», 2003. - 608 с.
28. Меликян О.Г. Финансовое консультирование на фондовом рынке. - М.:Издательства «Флинта», «Науки», 2005. -688 с.
29. Мелкумов Я.С. Инвестиции: Учеб. пособие. - М.: ИНФРА-М,2003. -254 с.
30. Началов А.В. Паевые инвестиционные фонды. - М.: Издательско-консультационная компания «Статус-Кво 97», 2004. -40 с.
31. Подшиваленко Г.П., Лахметкина Н.И., Макарова М.А. и др. Инвестиции. Учебное пособие. - М.: КНОРУС, 2004. - 176 с.
32. Рабинович А.М. Ценные бумаги: новое в учете и налогообложении. - М.: Бератор, 2003. -336 с.
33. Ричард С.Уилсон, Фрэнк Дж.Фабозци Корпоративные облигации. Структура и анализ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. -445 с.
34. Рубцов Б.В. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: «Издательство «Экзамен», 2002. – 448 с.
35. Рынок ценных бумаг Учебно-практическое пособие. В 4 частях. Часть 1. - М.: Издательский Дом «Социальные отношения», 2003. -229 с.
36. Салин В.Н., Ситникова О.Ю. Техника финансово-экономических расчетов.
37. Селеванова Т.С. Ценные бумаги: Теория, задачи с решениями, учебные ситуации, тесты: Учеб. пособие. -М.: Издательская корпорация «Дашков и К», 2006. -352 с.

38. Сорокина Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. - М.: Финансы и статистика, 2002. -176 с.
39. Стародубцева Е.Б. Рынок ценных бумаг: Учебник. - М.: ИД «ФОРУМ»: ИНФРА-М, 2006. -176 с.
40. Тазихина Т.В. Оценка стоимости ценных бумаг. - М.: Финансовая академия, 2002, 58 с.
41. Толкачев А.Н. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. Учебное пособие для вузов. - М.: Издательство «Экзамен», 2005. -112 с.
42. Торский Г.А. От векселя к деньгам. Руководство по практической работе с векселями. - М.: «Финансы и статистика, 2002. - 160 с.
43. Царихин К.С. Рынок ценных бумаг Учебно-практическое пособие. Часть 1. - М.: - 2003.
44. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Д.В.: Инвестиции. - М.: «Инфра - М», 2003. - 1028 с.
45. Шевченко Г.Н. Правовое регулирование ценных бумаг: Учебное пособие. - М.: «Статус», 2004.