

Максимова В.Ф.  
Максимов К.В.  
Вершинина А.А.

**Международные финансовые рынки и международные  
финансовые отношения**

Москва 2008

УДК –

ББК –

Макимова В.Ф., Максимов К.В., Вершинина А.А  
МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И  
МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ: Учебное  
пособие./ - М., 2008. – с.

## Содержание

1. Международный финансовый рынок
2. Международный кредитный рынок
3. Международный рынок акций
4. Международный рынок облигаций
5. Международный рынок производных ценных бумаг
6. Международный рынок драгоценных металлов
7. Международный валютный рынок
8. Международные финансовые институты

## 1. Международный финансовый рынок

### 1.1. Международный финансовый рынок: сущность и функции

Международный финансовый рынок (МФР) является неотъемлемой частью мирового хозяйства. Как известно, в основе экономических отношений на мировом уровне лежит международное разделение труда. Оно способствует более рациональному использованию ресурсов всего мира, а также углублению специализации в международном производстве. Это вызывает становление новых форм сотрудничества стран, в том числе, на финансовом уровне. В последние десятилетия мир вступил в новую эру политических, экономических и социальных взаимоотношений. Это, прежде всего, связано с переходом в начале 90-х годов бывших социалистических стран к рыночным формам хозяйствования. Эти страны постепенно интегрируются в мировую систему на рыночных условиях. Процесс сложной трансформации этих стран совпал с резко усилившимися глобализационными явлениями во всем мире.

Эксперты МВФ определяют глобализацию как "растущую экономическую взаимозависимость стран всего мира в результате возрастающего объема и разнообразия международных сделок с товарами, услугами и мировых потоков капитала, а также благодаря всё более быстрой и широкой диффузии технологий"<sup>1</sup>.

Глобализацию можно представить как процесс адаптации национальных (государственных), региональных и местных институтов, субъектов и отношений к закономерностям и тенденциям глобально связанной системы. При этом каждый субъект глобализационного процесса стремится обеспечить устойчивую по отношению к внешним воздействиям и внутренним потрясениям конкурентоспособную и гибкую внутреннюю структуру организации и развития. Эффект взаимосвязи трансформационных и глобализационных процессов в значительной степени предопределяется механизмом взаимодействия глобальных и локальных сетей связанности.

---

<sup>1</sup> World Economic Outlook. – 1997 – May – p.45.

Глобализация ставит во главу угла возможность сохранения системной управляемости и сбалансированности за счет координации зависимости отдельных стран от глобального уровня развития мировых процессов – политических, экономических, финансовых. Прежде всего, глобализация предполагает расширение открытости хозяйственных субъектов, либерализацию рынков, формирование адаптированных к внешним воздействиям экономической, социальной и культурно-информационной среды.

Процессы глобальной синхронизации и стандартизации мирового развития обуславливают новые взаимосвязи и конкретные перспективы для отдельных стран, корпораций, финансовых институтов по регулированию механизмов предотвращения и снижения потерь в ходе глобализации. Формируется глобальная структура самостоятельных, но глобально зависимых региональных и локальных сетей обмена знаниями, информацией, технологиями, квалификацией и опытом, воспроизводства товаров и услуг. Этот процесс имеет многоплановый и противоречивый характер. С одной стороны, он усиливает возможности страны, региона, компании и даже отдельного человека за счет действия мультипликаторов глобального масштаба, а с другой – удерживает их в рамках локального, хотя и не единственного, места реализации. Глобальные явления охватили практически все стороны человеческой жизни: политические, социальные, экономические, технологические, финансовые и др.

*Воздействие глобализации на международные финансовые рынки* проявляется во многом, в частности:

- ✓ доля финансового сектора значительно выше удельного веса сектора реальных активов в ВВП;
- ✓ объемы финансовых потоков и операций на финансовых рынках превышают объемы операций в нефинансовом секторе;
- ✓ доходы от операций на финансовых рынках занимают значительное место в структуре доходов корпораций в развитых странах;

- ✓ динамично развивается международное кредитование в форме синдицированных сделок, в которых участвуют несколько стран;
- ✓ рождаются новые финансовые инструменты, отвечающие возрастающим требованиям инвесторов на международном уровне;
- ✓ увеличиваются объемы эмиссии ценных бумаг, размещаемых на зарубежных рынках;
- ✓ претерпевают изменения функции международных финансовых организаций в связи с адаптацией их регулирующей деятельности к условиям возрастающей взаимозависимости стран.

*К причинам усиления глобализации рынков капитала можно отнести:*

- ✓ мобильность капитала;
- ✓ либерализацию международных экономических отношений;
- ✓ широкое внедрение новейших коммуникационных и телекоммуникационных технологий, которые не только революционизируют инфраструктуру национальных рынков, но и существенно расширяют возможности взаимодействия между ними.

В настоящее время международные финансовые организации, агентства, крупные банки создают мощные информационные структуры, которые способствуют ускорению перелива капитала, усилению взаимосвязи финансовых, товарных, инвестиционных, ресурсных рынков.

*Международный финансовый рынок* – это система рыночных отношений, обеспечивающая аккумуляцию и перераспределение мировых финансовых потоков. В организационном плане – это совокупность национальных рынков, специализированных финансово-кредитных учреждений, фондовых бирж, банков, через которые осуществляется движение мировых финансовых потоков в сфере международных экономических отношений.

*Основные функции МФР заключаются в:*

- ✓ мобилизации и перераспределении аккумулированного капитала между национальными экономиками, странами, регионами, корпорациями;
- ✓ формировании рыночной цены на отдельные финансовые инструменты под воздействием спроса и предложения;
- ✓ снижении издержек финансовых операций;
- ✓ ускорении концентрации и централизации капитала (образование крупных финансовых холдингов), что особенно ярко проявляется в слияниях и поглощениях коммерческих и инвестиционных банков, а также бирж.

## **1.2. Особенности международного финансового рынка**

Международный финансовый рынок может быть первичным, вторичным и третичным.

На первичном рынке размещаются новые выпуски долговых инструментов. Как правило, это происходит при содействии крупных инвестиционных институтов.

На вторичном рынке продаются и покупаются выпущенные ранее финансовые инструменты. Этот рынок образуется в результате превышения спроса со стороны международных инвесторов над предложением определенных инструментов на первичном рынке.

На третичном рынке производится торговля производными финансовыми инструментами.

*К особенностям МФР можно отнести:*

- ✓ огромные масштабы сделок (операции на МФР превышают в 50 раз сделки по международной торговле товарами);
- ✓ отсутствие пространственных, географических и временных границ. Операции на МФР осуществляются практически круглосуточно;

- ✓ использование ведущих валют (доллар, евро, йена, СДР) в сделках между участниками рынка;
- ✓ сделки проводятся по международным процентным ставкам (LIBOR, EUROBOR и т.п.);
- ✓ широкое внедрение национальных финансовых рынков в систему МФР при сохранении их определенной самостоятельности. Их место в системе МФР определяется:

- местом и ролью страны в мировой системе хозяйства;
- наличием развитой национальной финансово-кредитной системы;
- стабильностью национальной экономики;
- благоприятным инвестиционным климатом;
- валютным, налоговым и инвестиционным законодательством.

Кроме того, к специфике функционирования МФР в современных условиях следует отнести изменения его инфраструктуры под воздействием глобализационных процессов. В современных условиях требуется такой биржевой механизм, который охватывает максимально возможную территорию и позволяет торговать в одной системе различными финансовыми инструментами быстро, эффективно и с минимальными затратами. Новые глобализационные условия способствуют более динамичному развитию разнообразных связей между биржами. Информационные и телекоммуникационные технологии и усиливающаяся конкурентная борьба на глобальном уровне за участников рынка вызывает к жизни структуры, отвечающие современным требованиям. К таким структурам можно отнести формирование биржевых альянсов.

Ведущим европейским биржевым альянсом на сегодняшний день является объединенная торговая площадка Euronext. Альянс Euronext был создан в результате подписания в сентябре 2000г. соглашения между Парижской (ParisBourseSBF SA), Брюссельской (Societe de la Bourse de Valeurs Mobilieres de Bruxelles SA - BXS) и Амстердамской биржей (Amsterdam Exchanges NV - AEX). Euronext представляет собой единую компанию, учрежденную в соответствии с голландским законодательством и управляющую биржами в

Париже, Амстердаме и Брюсселе. Euronext – это первая интернациональная биржа в мире, члены которой полностью интегрированы, а рынки преобразованы в единую систему. В соответствии с соглашением, акционеры Парижской биржи имеют 60% акций Euronext, Амстердамской – 32%, а Брюссельской – оставшиеся 8%.

Цель создания Euronext – предоставить инвесторам, эмитентам и финансовым посредникам полный спектр услуг, начиная от организации листинга и торговли акциями, облигациями и производными инструментами и заканчивая клирингом, расчетами и депозитарными услугами. Функционирование Euronext отвечает потребности создания единого европейского фондового рынка.

В настоящее время Euronext объединяет рынки в трех названных странах единой финансовой и информационной технологией, нормативными и регулируемыми правилами. За счет разработки единой книги заявок по торгам (single electronic order book) для всех вошедших в структуру Euronext бирж и единой клиринговой взаиморасчетной системы появилась реальная возможность создать полностью интегрированную международную фондовую структуру. При этом все члены имеют равные права и скорость доступа ко всем услугам и ко всем допущенным к обороту инструментам.

Весьма значимым событием конца 90-х годов на мировом биржевом рынке деривативов явилось создание европейской биржи деривативов – EUREX (European Derivatives Exchange), которая была образована в 1998г. в результате слияния немецкой биржи деривативов DTB (Deutsche Terminbourse) и швейцарской биржи опционов и финансовых фьючерсов SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange). Формирование объединенной биржи явилось одним из первых проявлений процесса консолидации на биржевом рынке деривативов. Беспрецедентным явилось не столько создание самой биржи, сколько стремительность ее дальнейшего развития. Чуть более года после её образования потребовалось EUREX, чтобы стать крупнейшей мировой биржей деривативов.

Статистические данные свидетельствуют о продолжающемся бурном росте оборота биржи и подтверждают ее мировое лидерство<sup>2</sup>.

DTB и SOFFEX имеют в новом биржевом альянсе равные доли. Помимо управления электронной торговой системой, EUREX управляет дочерней компанией EUREX Clearing, совместной автоматизированной клиринговой палатой. Палата осуществляет мультивалютное обслуживание всех участников рынка по всем торгуемым инструментам, тем самым реализуя принципы централизованного трансграничного риск-менеджмента. В настоящее время EUREX предоставляет участникам рынка полный спектр качественных и недорогих услуг в рамках единой электронной системы, начиная с приема заявок и заканчивая финальными расчетами по контрактам.

Основной специализацией биржи являются стандартные контракты на государственные облигации Правительства Германии, фондовые индексы и отдельные акции. Биржа специализируется на «длинных» долговых инструментах, а также на инструментах фондового рынка. Контракты на краткосрочные инструменты денежного рынка (Euribor) занимают незначительную долю оборота рынка. По общему объему торгов EUREX стала мировым лидером среди бирж деривативов с 2003г.

### **1.3. Участники международного финансового рынка**

С институциональной точки зрения, МФР – это совокупность кредитно-финансовых организаций, через которые совершается движение капитала под воздействием спроса и предложение на рынке капитала. Основными участниками МФР являются национальные правительства, Центральные банки, международные финансовые организации, межнациональные агентства, транснациональные и национальные корпорации, пенсионные фонды, страховые компании.

Участников МФР можно классифицировать по следующим признакам<sup>3</sup>:

---

<sup>2</sup> Кирилл Пензин. EUREX – слагаемые успеха // Рынок ценных бумаг, - 2005, - № 3, - с. 37

1) характер участия субъектов в операциях:

- прямые;
- косвенные.

По характеру участия субъектов в операциях, к прямым участникам относятся биржевые члены соответствующих рынков производных финансовых инструментов, заключающие сделки за свой счет и (или) за счет и по поручению клиентов, не являющихся биржевыми членами, которые являются косвенными участниками.

2) цель и мотивы участия:

- хеджеры;
- спекулянты (трейдеры и арбитражеры).

3) Типы эмитентов и их характеристики:

- международные и межнациональные агентства;
- национальные правительства и суверенные заемщики;
- региональные органы власти;
- муниципальные органы власти;
- корпорации, банки, другие организации.

4) Типы инвесторов и должников:

- частные инвесторы (физические лица);
- институциональные инвесторы (финансовые институты коллективного инвестирования).

К частным – относятся физические лица, осуществляющие операции с ценными бумагами. Институциональные инвесторы – это банки, государственные учреждения, международные финансовые институты, пенсионные и страховые фонды и компании, взаимные инвестиционные фонды, менеджеры вкладов, крупные корпорации.

5) Страна происхождения/местонахождения субъектов:

- развитые страны;
- развивающиеся страны;
- международные институты;
- оффшорные зоны.

---

<sup>3</sup> Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. М.: КНОРУС, 2004, с. 23-27

## 2. Международный кредитный рынок

### 2.1. Международный кредитный рынок: содержание, принципы, источники образования кредитных ресурсов

Под *международным кредитным рынком* понимается экономический механизм аккумуляции и перераспределения кредитного капитала во всемирном масштабе, т.е. совокупность национальных рынков кредитного капитала и евторынка. Здесь концентрируются спрос и предложение на кредитный капитал в рамках всего мирового хозяйства. Эволюция развития международных кредитных отношений сводится к развитию рынка кредитных капиталов и отражает процессы интернационализации и глобализации хозяйственной жизни. Мировой рынок характеризуется наличием тенденции к созданию единого унифицированного рынка, свободного от государственного регулирования.

Кредитный капитал, т.е., капитал, используемый для предоставления кредитов и лежащий в основе формирования кредитных ресурсов, имеет несколько источников своего образования:

- *денежные капиталы, временно освобождающиеся в процессе кругооборота капитала в промышленности:*
  - ✓ из-за постепенного снашивания основного капитала (амортизационный фонд);
  - ✓ из-за несовпадения по времени процессов закупки сырья, выплаты заработной платы с процессом реализации продукции;
  - ✓ вследствие накопления прибыли в размерах больших, чем необходимо для расширения производства;
- *капиталы, которые вкладываются в производство;*
- *временно свободные денежные средства (сбережения) населения и государства, предоставляемые в кредит предпринимателям и производителям.*

Таким образом, в течение некоторого времени часть денежного капитала остается свободной и может служить источником кредитного капитала.

Основные принципы международного кредитования:

- ✓  
    озвратность;
- ✓  
    рочность;
- ✓  
    латность;
- ✓  
    беспеченность;
- ✓  
    ель использования.

Принципиально отличаясь от традиционного механизма ценообразования на другие виды товаров, определяющим элементом которого выступают общественно необходимые затраты труда на их производство, цена кредита отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке кредитных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в том числе конъюнктурного характера.

Предложение кредитного капитала зависит от нескольких факторов, в частности:

- масштабов производства;
- накоплений населения, концентрирующихся в банках и инвестиционных компаниях;
- цикла производства;
- сезонных условий.

Спрос на кредитный капитал также определяется следующими факторами:

- размерами производства
- степенью развития кредитных отношений между самими предпринимателями;
- циклом производства;
- размерами спроса на кредитный капитал со стороны государства.

В современных условиях кредитной сделкой можно назвать любую экономическую или финансовую операцию, приводящую к возникновению задолженности одного из участников. Погашение

задолженности производится должником единовременно или в рассрочку. Причем в общую сумму платежа, кроме долга, включается надбавка в виде процента.

## 2.2. Формы международного кредита

Классификация форм международного кредита осуществляется по следующим признакам:

- *по срокам:*
  - ✓ краткосрочные кредиты (до года);
  - ✓ среднесрочные (от одного года до пяти лет);
  - ✓ долгосрочные (свыше пяти лет);

В последнее десятилетие наиболее интенсивное развитие получил рынок краткосрочных ссудных капиталов. Краткосрочный международный кредит является важным условием высокодоходных спекулятивных сделок на международном финансовом и денежном рынках. Долгосрочный международный кредит используется для инвестирования в основные средства производства. Среднесрочные кредиты сопровождают поставки потребительских товаров длительного пользования;

- *по назначению*, т.е. в зависимости от того, в какой сфере кредитуется сделка;
  - ✓ коммерческие кредиты, обслуживающие международную торговлю товарами и услугами;
  - ✓ финансовые кредиты, направляемые на инвестирование в промышленность, на покупку ценных бумаг, на проведение валютной интервенции центральным банком;
  - ✓ промежуточные кредиты, используемые для обслуживания смешанных форм вывоза капиталов, товаров и услуг;
- *по технике предоставления:*
  - ✓ наличные кредиты, зачисляемые на счет заемщика, являющиеся важным условием для экспорта товаров;

- ✓ акцептные кредиты, являющиеся акцептом тратты импортером или банком, дающими согласие платить;
- ✓ депозитные сертификаты;
- ✓ облигационные займы, которые используются для долгосрочного привлечения средств;
- ✓ консорциальные кредиты, позволяющие заемщику привлекать особо крупные суммы на длительный срок;
- *по обеспечению:*
  - ✓ обеспеченные;
  - ✓ бланковые (доверительные).

В качестве обеспечения могут выступать товары и товарораспорядительные документы, ценные бумаги, векселя, недвижимость, золото и драгоценные металлы. Залог, используемый для обеспечения, должен иметь высокую ликвидность.

Бланковые кредиты выдаются под обязательство погасить их в срок.

### **2.3. Синдицированное кредитование**

К одним из самых важных способов привлечения финансовых ресурсов на международном рынке капиталов в последнее время можно отнести синдицированные кредиты. Доля синдицированных кредитов составляет почти 1/3 общего объема заимствований на международном уровне. Предпосылками возникновения такого рода кредитования являются:

- рост инвестиционной активности в национальных экономиках;
- потребность в финансировании крупных масштабных проектов;
- диверсификация кредитных рисков;
- преодоление нормативно установленных ограничений при привлечении больших объемов кредитования.

*Синдицированным* является кредит, предоставляемый одному заемщику на единых условиях несколькими кредиторами (синдикатом банков) через банк, аккумулирующий их кредитные ресурсы. Синдикат банков объединяет на срок свои временно

свободные денежные ресурсы для кредитования (как правило, долгосрочного) крупного объекта ввиду необходимости диверсификации рисков, недостаточности свободных ресурсов или невозможности предоставить кредит на всю сумму одним банком, ограниченным официальным нормативом, в части кредитного риска на одного заемщика.

При синдицированном кредитовании снимается противоречие между ограниченными кредитными возможностями банков и значительными запросами в ресурсах крупных предприятий. Кроме того, деятельность заемщика гораздо более «прозрачна», чем при других формах банковских кредитов, что связано с возможностью участников синдиката получить большее количество информации о заемщике и обмениваться ею друг с другом. Синдицированный кредит положительно влияет на кредитную историю заемщика, являясь показателем его привлекательности для потенциальных кредиторов. Он дает возможность привлекать действительно крупные кредиты на рыночных условиях, при этом заемщик ведет дела только с одним банком.

*Основные черты синдицированного кредита:*

- кредиторами являются несколько банков одновременно;
- единство документации – все заключаемые в рамках кредита договоры являются многосторонними, подписываются всеми кредиторами и заемщиком без возможности заключения соглашений на двусторонней основе;
- равноправие кредиторов – ни один из банков не имеет преимуществ по взысканию задолженности, а все средства, поступающие для погашения кредита или от реализации обеспечения, делятся между ними пропорционально предоставленной каждой сумме;
- принцип единства информации – вся информация, относящаяся к синдицированному кредиту, должна быть известна и всем кредиторам, и заемщику. Обмен информацией осуществляется через банк-агент, который обеспечивает ею всех участников сделки.

Теоретически заемщиком могут быть любые юридические лица, органы государственной власти или местного самоуправления, финансовые институты, включая кредитные организации. Но на

практике 75% мирового рынка синдицированного кредитования – это кредиты коммерческим организациям. Заемщиками таких кредитов выступают, как правило, крупные промышленные компании, имеющие стабильный бизнес, стабильное финансовое состояние, положительную кредитную репутацию, так как основной мотив получения такого кредита – сумма кредита большая, чем можно получить от одного банка. Так, в России чаще всего заемщиками данных кредитов выступают корпорации, экспортирующие высоколиквидную продукцию (нефть, газ, газовый конденсат, цветные и черные металлы).

Встречается также и синдицированное кредитование долгосрочных инвестиционных проектов, где заемщиком выступает специально созданная под проект компания (в таких случаях кредиторы обращают внимание на репутацию учредителей, гарантов или поручителей, подрядчиков и в особенности на сам проект).

Все кредиты можно разделить, в частности, *по способу предоставления*. Если кредитор один, то это *индивидуальное кредитование* (кредитование одним кредитором), а если же кредиторов 2 и больше, то это *синдицированное кредитование*. И индивидуальное, и синдицированное кредитование имеют одинаковые виды и их можно классифицировать по одним и тем же основаниям: по сроку предоставления, по валюте предоставления, по экономическому назначению, по форме предоставления, по технике предоставления, по времени и технике погашения кредита.

Интерес представляют виды синдицированных кредитов, различающиеся по рынкам обращения таких кредитов, каковыми являются первичный рынок и вторичный рынок.

*Первичный рынок синдицированных кредитов* в общем охватывает работу по синдикации до подписания кредитной документации. Банки, присоединившиеся к синдикату кредиторов на этом этапе организации сделки, будут первичными сторонами документации и «выиграют» за счет публикации информации о сделке после ее заключения.

На *вторичном рынке* имеет место уступка или продажа кредиторами долей в сделке, приобретенных ими на первичном рынке.

В процессе синдикации каждый банк - потенциальный участник закрепляет за собой часть суммы кредита. Как только вся сумма кредита расписана, начинается согласование и оформление документации. В период до подписания документации банкам-участникам не рекомендуется передавать свои доли, что оговаривается в информационном меморандуме.

Необходимость развития синдицированных кредитов в экономике России необходимо обосновать как со стороны банков-кредиторов, так и со стороны предприятий-заемщиков.

Банковский сектор в России изначально отличался низким уровнем концентрации по сравнению с реальным сектором экономики и поэтому большинство банков не в состоянии предоставить необходимые предприятиям кредиты, что является существенным препятствием формированию в России модели привлечения капитала преимущественно за счет банковских кредитов.

16 января 2004 года Банком России была принята Инструкция №110-И «Об обязательных нормативах банков», которая заменяет Инструкцию Банка России №1 «О порядке регулирования деятельности банков». В этой инструкции были даны новые определения синдицированных кредитов, регулирующие возможные формы соответствующей кредитной документации.

В соответствии с данной Инструкцией, к синдицированным кредитам относятся такие кредиты, предоставление которых предусматривает принятие риска двумя или более банками согласно заключенным между ними договором (договорами). При этом рассматриваются:

- совместно инициированные синдицированные кредиты;
- индивидуально инициированные кредиты;
- синдицированные кредиты без определенных долевых условий.

К *совместно инициированному кредиту* относится совокупность отдельных кредитов, предоставленных кредиторами (участниками синдицированного кредита или синдиката) одному заемщику, если в условии договора по предоставлению кредита, указано, что:

- срок погашения обязательств заемщика перед кредиторами и величина процентной ставки идентична для всех договоров;

- каждый кредитор обязан предоставить денежные средства заемщику в размере и на условиях, предусмотренных отдельным двухсторонним договором;

- каждый кредитор обладает индивидуальным правом требования к заемщику согласно условиям заключенного двухстороннего договора, и, соответственно, требования на заемщика по возврату полученных денежных сумм (основного долга и процентов) носят индивидуальный характер и принадлежат каждому конкретному кредитору в размере и на условиях, предусмотренных заключенными договорами;

- все расчеты по предоставлению и погашению кредита производятся через кредитную организацию, которая может одновременно являться кредитором, исполняющую агентские функции (банк-агент);

- банк-агент действует от лица кредиторов на основании многостороннего соглашения, заключенного с кредиторами, которое содержит общие условия предоставления заемщику синдицированного кредита, а также определяет взаимоотношения между кредиторами и банком-агентом.

К *индивидуально инициированному синдицированному кредиту* относится кредит, предоставленный банком (первоначальным кредитором) от своего имени и за свой счет заемщику, права требования по которому впоследствии уступлены первоначальным кредитором третьему лицу при выполнении следующих условий:

- доля каждого банка - участника синдиката в совокупном объеме приобретаемых ими прав требования к заемщику (основной суммы долга и процентов по кредиту) определяется соглашениями между банками - участниками синдиката и первоначальным кредитором и фиксируется в каждом отдельном договоре об уступке прав требования, заключенном между первоначальным кредитором и банком - участником синдиката;

- порядок действий банков - участников синдиката в случае неплатежеспособности заемщика, в том числе обращения

взыскания на залог, иное обеспечение по кредиту в случае наличия такого определено многосторонним договором.

К *синдицированному кредиту без определения долевых условий* относится кредит, выданный банком – организатором синдицированного кредитования заемщику от своего имени в соответствии с условиями заключенного с заемщиком кредитного договора, при условии заключения банком - организатором синдиката кредитного договора с третьим лицом, в котором определено, что указанное третье лицо:

- обязуется предоставить банку - организатору синдиката денежные средства не позднее окончания операционного дня, в течение которого банк - организатор синдиката обязан предоставить заемщику денежные средства в соответствии с условиями кредитного договора в сумме, равной или меньшей суммы, предоставляемой в этот день банком - организатором синдиката заемщику;

- вправе требовать платежи по основному долгу, процентам, а также иных выплат в размере, в котором заемщик исполняет обязательства перед банком- организатором синдиката по погашению основного долга, процентов и иных выплат по предоставленному ему банком кредиту, не ранее момента реального осуществления соответствующих платежей.

Кредиты *не относятся* к синдицированным без определения долевых условий, если:

- соглашение между банком и третьим лицом предусматривает условие о предоставлении банком обеспечения по полученным от третьего лица денежным средствам;

- банк осуществляет платежи по основному долгу, процентам и иным выплатам третьему лицу до момента реального исполнения заемщиком соответствующих обязательств.

При определении уровня риска по синдицированным кредитам в отношении банка-агента и кредиторов, применяются следующие коэффициенты риска:

1. По *совместно инициированному синдицированному кредиту* для банка-агента в отношении средств, предоставленных заемщику кредиторами через банк-агент, - коэффициент риска 0%, в отношении средств, предоставленных заемщику от своего имени и за

свой счет, - коэффициент риска, увеличивается. Для кредиторов (участников синдицированного кредитования) - самый большой из коэффициентов риска, предусмотренных в отношении заемщика и банка-агента.

2. По индивидуально инициированному синдицированному кредиту для первоначального кредитора:

- в отношении части кредита, права требования к заемщику по которой уступлены участникам синдиката при отсутствии условий, предусматривающих права либо обязанность первоначального кредитора по обратному приобретению у участника синдиката ранее уступленного первоначальным кредитором права требования, - коэффициент риска - 0%;

- в отношении части кредита, права требования к заемщику по которой сохраняются у первоначального кредитора, - коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией;

- для участников синдиката в отношении приобретенных прав требования к заемщику при отсутствии - коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией;

- при наличии "опционной оговорки" - коэффициент риска предусматривается в отношении заемщика Инструкцией.

3. По синдицированному кредиту без определения долевых условий:

- для банка - организатора синдиката в отношении совокупной величины кредита - коэффициент риска, предусмотренный в отношении заемщика Инструкцией;

- для третьего лица, предоставившего средства банку - организатору синдиката (банк-заемщик), - коэффициент риска, предусмотренный Инструкцией в отношении банка-заемщика.

Главная проблема заключается в том, что ни один из типов синдицированного кредитования, предусмотренных инструкцией Банка России № 110-И, по структуре организации и документооборота не соответствует наиболее часто используемым в международной и российской практике структурам синдицированного кредитования.

### 3. Международный рынок акций

#### 3.1. Международный рынок акций: содержание, виды и особенности

*Международный рынок акций* представляет собой рынок, где осуществляются сделки купли-продажи долевых обязательств как между нерезидентами, так и между резидентами и нерезидентами.

На данном рынке происходит перелив инвестиционных ресурсов из одной страны в другую. Этот рынок играет значительную роль в привлечении капитала с мирового финансового рынка, в продвижении акций компаний на международные фондовые площадки, в создании благоприятного имиджа компании на международном уровне.

Торговля акциями осуществляется на *биржевом* и *внебиржевом* рынке.

*Биржевой рынок* включает традиционные фондовые биржи (Нью-Йоркская, Лондонская, Люксембургская, Токийская биржи) и автоматизированные торговые системы, рассматриваемые как биржи (NASDAQ, SEAO, CATS). Использование компьютерных систем позволяет создавать единую систему мировой торговли ценными бумагами.

*Внебиржевой рынок* предполагает сделки купли-продажи акций через Интернет.

Международному рынку акций присущи следующие *особенности*:

- широкое использование автоматизированных торговых систем, что обеспечивает создание единой системы торговли акциями в мире в целом;
- наличие множественности котировок акций, что способствует изменению доходности ценных бумаг;
- богатый выбор места вложений средств;
- расширение спектра арбитражных сделок.

#### 3.2. Депозитарные расписки

Существенную долю на международном рынке акций занимают депозитарные расписки.

*Целью выпуска депозитарных расписок является:*

- мобилизация капитала;
- расширение круга потенциальных инвесторов;
- приобретение иностранной компании;
- диверсификация активов на международном рынке.

Депозитарные расписки позволяют преодолевать национальные границы и законодательные ограничения, и рассматриваются как эффективный инструмент международных инвестиций.

Через систему депозитарных расписок в первой половине 2007г. привлечение капитала составило 22,2 млрд. долл., или на 37% больше чем за аналогичный период в 2006 г. При этом 15,8 млрд. долл. Было привлечено через первичное публичное размещение и 6,4 млрд.долл. – через вторичный рынок. Следует отметить, что 95% привлеченных средств приходится на страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай). Компании привлекли капитал на сумму в 10,4 млрд. долл., или же прирост по сравнению с 2006 г. составил 78%, компании из Индии – 2,1 млрд. долл., из Китая - 2,1 млрд. долл., из Бразилии – 0,5 млрд. долл.

Объем сделок на рынке АДР в первой половине 2007г. превысил 25 млн. депозитарных расписок<sup>4</sup>.

*Таблица 3.1<sup>5</sup>*

25 крупнейших сделок по привлечению капитала через систему депозитарных расписок в первой половине 2007г.

---

<sup>4</sup>[www.cite.com/adr](http://www.cite.com/adr)

<sup>5</sup> Источник: DR Mid year report, July 3, 2007

Эмитент	Страна	Биржа	Дата	Стоимость млн. долл.	IPO
JSC VTB Bank	Россия	LSE	3/15/2007	5,192	да
TSMC	Тайвань	NYSE	5/23/2007	2,563	
Sterlite Industries	Индия	NYSE	6/22/2007	2,016	да
AFI Develop.	Россия	LSE		1,54	да
PIK Group	Россия	LSE		1,44	да
Magnitogorsk Iron & S.V	Россия	LSE		972	да
HBOS plc.	Великобритания	PORTAL	5/21/2007	750	
Embraer	Бразилия	NYSE		730	
Focus Media Holding	Китай	NASDAQ	1/31/2007	608	
Phamstandart	Россия	LSE		550	да
LDK Solar Co., Ltd.	Китай	NYSE		469	да
GAFISA S.A.	Бразилия	NYSE	3/21/2007	443	да
Sitronics	Россия	LSE		372	да
Yingli Green Energy	Китай	NYSE	6/13/2007	319	да
Edenor	Аргентина	NYSE	4/30/2007	307	да
Xinhua Finance media	Китай	NASDAQ	3/14/2007	300	да
Indiabulls Financial	Индия	PORTAL	5/15/2007	300	
Polymetal	Россия	LSE		295	да
New Oriental Education	Китай	NYSE	2/22/2007	291	
Mindray Medical Int. Ltd.	Китай	NYSE	1/31/2007	277	
Simcere Pharmaceutical	Китай	NYSE	4/25/2007	261	да
JA Solar Holdings Co	Китай	NASDAQ		259	да
Trina Solar Energy	Китай	NYSE	5/31/2007	249	

*Депозитарные расписки представляют собой ценные бумаги, подтверждающие права собственности иностранных экономических субъектов, и задепонированные в банке-депозитари.*

Первые депозитарные расписки были выпущены компанией Morgan Garanty в 1927г. в США на акции английской компании Selfridjes. Это было связано с принятием закона в Великобритании, в соответствии с которым английским компаниям запрещалось

регистрировать свои акции за рубежом без трансфертного агента Великобритании. Так появилась необходимость в создании специального инструмента – американских депозитарных расписок. Современную форму этот финансовый инструмент приобрел в 1955г., когда Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила форму S-12 для регистрации всех программ депозитарных расписок. Позже форма S-12 была заменена формой F-6, которая используется и в настоящее время. Ценные бумаги, представленные депозитарными расписками, получили широкое распространение в мире.

Обычно депозитарные расписки выпускаются с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. *Величина коэффициента* зависит от рыночной цены акций на национальном рынке и указывается в депозитарном договоре, который заключается между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарным банком, выпускающим депозитарные расписки. Соотношение между количеством акций и выпущенных на них депозитарных расписок колеблется в широком диапазоне от 100.000 к 1, т.е. 100.000 обыкновенных акций соответствуют одной расписке, или до 1 к 1000, когда одна обыкновенная акция представляет 1000 депозитарных расписок. Но наиболее распространенным коэффициентом является соотношение 1 к 1, когда одна депозитарная расписка представляет одну обыкновенную акцию. Например, по программе спонсируемых глобальных депозитарных расписок компании ОАО «Северсталь-авто», ориентированных на европейских инвесторов, коэффициент обмена составляет одна обыкновенная акция на одну депозитарную расписку. ОАО «Северсталь-авто» размещает на внебиржевом рынке в Лондоне 6 млн. 850 акций, что составляет 19,49% от общего количества обыкновенных именных бездокументарных акций компании.

Депозитарные расписки обладают рядом преимуществ для эмитентов, ибо обеспечивают:

- ✓ расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения;
- ✓ выход на международные рынки капиталов;
- ✓ улучшение имиджа компании;

- ✓ удобный способ для инвестора быть держателем иностранных акций;
- ✓ повышение и стабилизацию котировок акций эмитента;
- ✓ гибкое капиталовложение;
- ✓ снижение риска в силу диверсификации;
- ✓ расширение круга потенциальных инвесторов;
- ✓ механизм для приобретения и слияния компаний.

Таким образом, выпуск депозитарных расписок способствует мобилизации капитала с международного рынка, повышает имидж среди зарубежных инвесторов, расширяет базу акционеров, позволяет участвовать в международных сделках по слиянию и поглощению.

Депозитарные расписки представляют значительный интерес и для *инвесторов*. Для них депозитарные расписки являются *удобным инструментом для диверсификации* активов на мировом уровне. Последние годы свидетельствуют о значительном росте стоимости (более чем на 100%) депозитарных расписок, обращающихся на американских и европейских биржах, а также на внебиржевом рынке. В США, например, более 70% институциональных инвесторов (взаимных и пенсионных фондов) вкладывают в депозитарные расписки.

Для инвесторов депозитарные расписки привлекательны тем, что они *позволяют* преодолеть такие барьеры как страновой риск, недостаточность информации и неразвитость инфраструктуры в отдельных странах, определенные законодательные ограничения.

Инвестиционный интерес вложений в депозитарные расписки заключается и в *относительно низких издержках*. Оценки специалистов в этой области свидетельствуют, что расходы инвестора на приобретение американских депозитарных расписок в первый год приблизительно в два раза ниже, чем когда осуществляется покупка акций на иностранной бирже. Это связано с выплатой высоких комиссионных и конвертацией валюты.

Немаловажным преимуществом инвестирования в депозитарные расписки является *получение дивидендов в национальной валюте*, а также *законодательная защищенность* страны, где обращаются эти ценные бумаги.

### 3.3. Виды депозитарных расписок

Депозитарные расписки охватывают широкий спектр ценных бумаг. Они включают: *американские, европейские, глобальные* расписки.

*Американские депозитарные расписки* (American Depositary Receipts, АДР) обращаются на основных биржах США и внебиржевом рынке, деноминированы в долларах США и регулируются законодательством США.

*Европейские депозитарные расписки* (European Depositary Receipts, ЕДР) обращаются на европейских, обычно на лондонской и люксембургской биржах, деноминированы в евро, их обращение осуществляется через клиринговые системы Euroclear и Clearstream.

*Глобальные депозитарные расписки* (Global Depositary Receipts, ГДР) – это депозитарный сертификат, подтверждающий право на акции иностранной компании, и обращающийся на мировых рынках капитала. Интерес глобальной депозитарной расписки *для эмитента* заключается в том, что привлечение капитала происходит не только на американском или европейском рынках, но и на других фондовых площадках мира. Особенность ГДР заключается в том, что их целевое назначение – обеспечить прирост капитала<sup>6</sup>.

Значительная доля рынка депозитарных расписок приходится на американские депозитарные расписки. Так, удельный вес американских депозитарных расписок превышал 80% в 2007 г.

Как уже было сказано, *американские* депозитарные расписки появились в 20-е годы XX века. В условиях усиления глобализационных потоков возрастает интерес к такого рода ценным бумагам в связи с тем, что они обращаются на самом крупном и развитом фондовом рынке. В настоящее время в обращении находится около 2000 АДР из 60 стран. Торговля ведется на внебиржевом и биржевом рынке, три ведущих биржи осуществляют сделки с АДР. Ведущими банками-депозиториями, которые

---

<sup>6</sup> [www.adr.db.com](http://www.adr.db.com)

выпускают АДР, являются The Bank of New-York, JP Morgan Chase, Citigroup.

К вложениям в АДР американские инвесторы прибегают прежде всего потому, что отдельным категориям инвесторов законодательно не разрешается приобретать ценные бумаги иностранных компаний, кроме как через систему АДР.

Для американских инвесторов АДР представляют интерес в связи с тем, что обеспечивают более высокую доходность, чем финансовые инструменты на национальном рынке акций. Инвестиционная привлекательность АДР состоит и в том, что дивиденды выплачиваются в долларах США, т.е. нет необходимости конвертировать в национальную валюту. Кроме того, инвестиционные расходы в этом случае ниже, чем при приобретении акций иностранных компаний за рубежом. При вложении в АДР оформление и передача прав собственности осуществляется в той же системе учета и временных рамок, которые характерны для США. В связи с этим снижается риск возможного неверного учета прав собственности. Регистрация же прав собственности в случае приобретения ценной бумаги непосредственно в стране эмитента, потребует весьма значительного времени.

Американским держателям депозитарных расписок предоставляются и правовые гарантии.

*Механизм* выпуска АДР включает следующие шаги:

1. Инвестор дает распоряжение брокеру купить депозитарные расписки.
2. Американский брокер дает распоряжение брокеру страны местонахождения эмитента на покупку эквивалентного количества ценных бумаг.
3. Брокер страны местонахождения эмитента покупает ценные бумаги на местной бирже.
4. Ценные бумаги депонируются в банк-хранитель.
5. Банк-хранитель кредитует ценные бумаги на счет депозитария банка, выпускающего депозитарные расписки.
6. Банк выпускает депозитарные расписки, которые доставляются американскому брокеру через регистрационно-клиринговый центр (Depository Trust Company - DTC).

7. Регистрационно-клиринговый центр кредитует депозитарные расписки на счет брокера для дальнейшей продажи инвестору.

При погашении АДР действует обратная схема. Инвестор поручает продать АДР брокеру, который направляет поручение брокеру в стране эмитента на продажу акций, задепонированных по системе АДР. В случае продажи, брокер сообщает об этом в депозитарный банк, который должен погасить АДР и уведомить кастодиальный банк о погашении АДР, который, в свою очередь, должен перерегистрировать акции на нового владельца. За погашение АДР депозитарный банк взимает комиссионные с брокера.

АДР могут выпускаться в виде предъявительских сертификатов, если это необходимо инвестору. Но это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев АДР сохраняются в электронной форме.

При выпуске АДР брокер после получения заказа от инвестора на приобретение АДР покупает акции компании-эмитента в стране происхождения и депонирует их в местном кастодиальном банке. Банк-кастодиан осуществляет свои функции на основе договорных отношений с депозитарным банком, выпускающим АДР. Услуги кастодиального банка иногда осуществляют дочерние отделения иностранных банков. При этом по соглашению сторон устанавливается номинальный держатель акций, в качестве которого обычно выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация. Кастодиальный банк направляет информацию депозитарному банку о наличии акций на счете, их регистрации на номинального держателя и поручение на выпуск АДР. Банк-кастодиан должен указать количество задепонированных акций, наименование эмитента, брокера и получателя АДР. Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в ДТС (другом депозитарии), получая за это комиссионные от брокера.

Для бесперебойного функционирования механизма АДР большое значение имеет деятельность *кастодиального* и *депозитарного* банка. Банк-кастодиан должен отвечать требованиям и Правилом 17 F-5 Закона США об

инвестиционных компаниях 1940г. или иметь возможность получить освобождение. Кроме того, он должен иметь рекомендацию клиентов и регулирующих органов.

В качестве кастодиального банка выступает либо филиал депозитарного банка, либо банк в стране эмитента.

Правилom 17 F-5 Закона США об инвестиционных компаниях 1940г. предусматриваются условия хранения активов американских коллективных инвесторов, регулируемых вышеуказанным законом за рубежом. Это правило принято в 1984г. и сыграло большую роль для инвестиционного рынка, ибо до его принятия взаимные и пенсионные фонды имели право пользоваться услугами только представительств американских банков за рубежом.

В соответствии с действующим правилом иностранным кастодианом может быть:

- национальный банк или трастовая компания, имеющие акционерный капитал не менее 200 млн. долларов;
- филиал банка США, зарегистрированный по местному законодательству с акционерным капиталом не менее 100 млн. долларов;
- центральный депозитарий страны или клиринговая компания;
- депозитарий или клиринговая компания, работающая в транснациональной системе хранения ценных бумаг.

В соответствии с Правилom 17 F-5 можно воспользоваться “письмом о невмешательстве” (“no-action letter”) и “приказом об освобождении” (exemption order), издаваемые Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

Действие “письма о невмешательстве” требуется в том случае, когда организация удовлетворяет требованиям правила, но появляется необходимость в ознакомлении Комиссии по ценным бумагам и биржам США и потенциального инвестора с некоторыми особенностями деятельности организации на национальном фондовом рынке. Как правило, в письме содержится ключевая информация о положении финансового института на внутреннем и международном фондовых рынках, в соответствии с требованиями законодательства США, о выполняемых функциях.

В том случае, если финансовая организация не отвечает требованиям Правила 17 F-5, есть возможность получить “приказ об освобождении”, который предоставляет исключение для финансового института в отношении конкретного правила, например, когда финансовый институт не отвечает требованиям Правила 17 f-5 по размеру капитала.

*Банк-кастодиан* выполняет ряд важных функций по программам АДР, в частности:

- учет, хранение и перерегистрация акций, под которые выпускаются АДР;
- регистрация в качестве номинального держателя в реестре компании-эмитента;
- перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты) с конвертацией в доллары США;
- удержание налогов по выплатам по ценным бумагам;
- проведение голосования на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка;
- предоставление депозитарному банку информации об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены АДР.

Как свидетельствует практика проведения операций с АДР, кастодиальный банк получает 20% от доходов по программе депозитарного банка в программах The Bank of New-York.

Другим ключевым звеном в системе выпуска АДР является *банк-депозитарий*. Ему принадлежит серьезная роль в проведении операций с депозитарными расписками. Этот банк:

- выпускает депозитарные расписки на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента;
- выступает агентом и регистратором:
  - ✓ оформляет операции по депозитарным распискам;
  - ✓ ведет реестр номинальных и реальных владельцев депозитарных расписок;
  - ✓ выплачивает дивиденды;
  - ✓ выступает агентом по доверенности
- выступает администратором:
  - ✓ помогает в структурировании программы выпуска АДР;
  - ✓ способствует быстрейшему продвижению программы;

- ✓ помогает обеспечить соответствие программы нормативным требованиям;
  - ✓ является центром всех операций по депозитарным распискам
- берет на себя обязательства по информационной поддержке вторичного рынка выпускаемых им расписок, что обеспечивает их ликвидность, и, следовательно инвестиционную привлекательность;
  - обязан, обобщив результаты голосования держателей АДР, направить их эмитенту акций в том случае, если инвестор имеет право собственности на голосующие акции и желает реализовать свое право голоса.

### 3.4. Виды американских депозитарных расписок

Депозитарные расписки подразделяются в основном на *неспонсируемые и спонсируемые*.

*Неспонсируемые* АДР обращаются на внебиржевом рынке. Выпуск таких расписок не сопряжен с особыми требованиями отчетности со стороны компании-эмитента. При регистрации таких расписок требуется лишь предоставление документов, которые подтверждают соответствие деятельности акционерного общества законодательству, действующему в стране эмитента. Иностранная компания не заключает официальный договор с кастодиальным банком. Расписки могут быть выпущены не одним банком-депозитарием, но каждый банк-депозитарий несет ответственность за депозитарные расписки, которые он выпустил.

Существуют компании, которые организуют программы, в соответствии с которыми неспонсируемые депозитарные расписки могут обмениваться на депозитарные расписки первого уровня.

Что касается *спонсируемых* депозитарных расписок, то они предлагаются для публичного размещения. Их выпуск инициируется прежде всего самим эмитентом и осуществляется как на уже обращающиеся на рынке акции, так и на новые эмиссии.

Программы спонсируемых депозитарных расписок предусматривают три уровня.

*Первый уровень* предполагает выпуск депозитарных расписок только на те базовые акции, которые находятся уже в обращении на национальном рынке. Они обращаются на внебиржевом рынке. Первый уровень депозитарных расписок считается довольно простым и относительно недорогим способом выхода на американский фондовый рынок. Для депозитарных расписок первого уровня требуется заполнение формы отчетности F-6 для Комиссии по ценным бумагам и биржам США, а также соответствие законодательству страны эмитента.

В подобные депозитарные расписки не рекомендуется инвестировать свои средства взаимным фондам США. Следует также отметить, что по депозитарным распискам первого уровня не предусматриваются клиринговые расчеты, а торги проходят только в режиме электронной доски, где цены являются индикативными.

Выпуск депозитарных расписок *второго уровня* предполагает от эмитента предоставления финансовой отчетности по стандартам США. Эмитент должен заполнить формы отчетности F-6 и F-20. Кроме того, этот уровень характеризуется тем, что компания-эмитент должна отвечать требованиям биржи по листингу американских фондовых бирж. В эти требования входит минимальное количество акционеров, минимальная рыночная капитализация, предоставление финансовой отчетности за несколько лет.

Депозитарные расписки *третьего уровня* предполагают выпуск под *новые эмиссии акций*, что позволяет привлекать дополнительный капитал. Компания-эмитент должна соблюдать американские принципы и правила бухгалтерского учета, отвечать требованиям листинга фондовой биржи, на которой будет осуществляться котировка депозитарных расписок. Кроме заполнения формы F-6 эмитенту необходимо предоставить форму 20-F, форму F-1, годовой отчет о деятельности в соответствии с требованиями GAAP. Программа по выпуску депозитарных расписок третьего уровня требует значительных расходов. Так, расходы, связанные с листингом, презентацией, бухгалтерской и финансовой отчетностью, составляют приблизительно 300.000 – 500.000 долл. Это наиболее престижный уровень размещения ценных бумаг. Публичное размещение депозитарных расписок по программе третьего уровня

обеспечивает эмитенту широкий доступ к инвесторам на американском фондовом рынке.

Помимо депозитарных расписок трех уровней в США допускается реализация двух программ *частного* размещения. Это программы АДР, выпускаемых в соответствии с Правилom 144А и Правилom S. Данные программы предназначены для определенного круга инвесторов. АДР, размещаемые по одной из этих программ составляют приблизительно 30% всех выпускаемых АДР.

*Программа АДР, выпускаемых в соответствии с Правилom 144А* нацелена на размещение депозитарных расписок среди квалифицированных институциональных инвесторов. Размер номинала последних должен быть не менее 10 млн. долларов. Это ограниченный сегмент рынка. АДР по Правилу 144А не могут обращаться на фондовых биржах, и на открытый рынок могут поступить лишь два года спустя после первоначального предложения. В Комиссию по ценным бумагам и биржам США должна регулярно поступать финансовая отчетность в соответствии с национальными стандартами фирмы-эмитента.

*По Программе АДР, выпущенных в соответствии с Правилom S* не требуется регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Программа предназначена только для неамериканских резидентов. Американские инвесторы могут покупать эти АДР только после окончания “рестрикционного” периода, который длится от 40 дней до 1 года в зависимости от спроса на эти бумаги и степени открытости эмитента. Ценные бумаги подобного рода могут конвертироваться в АДР первого уровня, когда завершается “рестрикционный” срок.

Виды американских депозитарных расписок представлены в таблице 3.2.

Таблица 3.2<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Источник: Dr Mid Year Report. Deutsche bank 2007, July 3.

## Виды американских депозитарных расписок

Виды программ	Требования	Биржа	Привлечение капитала
Спонсируемые АDR 1 уровня	F-6 12g 3-2(b)	OTC внебиржевой рынок	Нет
Спонсируемые АDR 2 уровня	F-6 20-F	NYSE AMEX NASDAQ	Нет
Спонсируемые АDR 3 уровня	F-6 20-F F-1	NYSE AMEX NASDAQ	Да
Программа по правилу 144(a)	N/A	Portal	Да

### 3.4. Российские депозитарные расписки

На отечественном рынке ценных бумаг появились российские депозитарные расписки.

*Российская депозитарная расписка* (Согласно Закону “О рынке ценных бумаг”) - это именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

*Механизм реализации РДР* состоит из следующих этапов:

- Иностранная компания - эмитент выпускает ценные бумаги (акции и (или) облигации) и выпускает их на фондовую биржу.

- Отечественная компания – эмитент РДР, получившая права на эти бумаги, выпускает РДР на российский фондовый рынок, где их приобретают российские инвесторы.

*Эмитентом* российских депозитарных расписок является депозитарий. Он создается в соответствии с законодательством Российской Федерации, должен отвечать установленным требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществлять депозитарную деятельность не менее трех лет.

Эмиссия российских депозитарных расписок допускается при условии, что учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц. Указанные права должны учитываться организацией, которая осуществляет учет прав на ценные бумаги и включена в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В том случае, когда эмитент депозитарных расписок не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, то эмиссия допускается при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж.

*Эмиссия* российских депозитарных расписок включает следующие этапы:

- 1) утверждение решения о выпуске российских депозитарных расписок уполномоченным органом их эмитента - депозитария;
- 2) государственную регистрацию выпуска российских депозитарных расписок;
- 3) размещение российских депозитарных расписок.

Дополнительный выпуск российских депозитарных расписок не требует государственной регистрации. Его осуществляют путем внесения изменений в решение о выпуске российских депозитарных расписок в части увеличения максимального количества депозитарных расписок выпуска, которое может одновременно находиться в обращении.

*Обращение* российских депозитарных расписок может осуществляться после государственной регистрации их выпуска, а размещение и обращение российских депозитарных расписок

дополнительного выпуска - после регистрации изменений в решение о выпуске российских депозитарных расписок.

При *выпуске* российских депозитарных расписок в решении необходимо указать:

- полное наименование эмитента российских депозитарных расписок, место его нахождения и почтовый адрес;
- дату утверждения решения о выпуске российских депозитарных расписок и наименование уполномоченного органа эмитента российских депозитарных расписок, утвердившего указанное решение;
- наименование и место нахождения эмитента представляемых ценных бумаг;
- вид, категорию (тип) представляемых ценных бумаг;
- права, закрепленные представляемыми ценными бумагами;
- количество представляемых ценных бумаг, право собственности на которые удостоверяется одной российской депозитарной распиской данного выпуска;
- условия размещения российских депозитарных расписок;
- максимальное количество российских депозитарных расписок выпуска, которое может одновременно находиться в обращении;
- права владельцев российских депозитарных расписок, а также порядок осуществления (реализации) владельцами российских депозитарных расписок прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами;
- обязательство депозитария предоставлять по требованию владельца российской депозитарной расписки соответствующее количество представляемых ценных бумаг;
- в случае, если представляемыми ценными бумагами являются акции, порядок выдачи (направления) владельцами российских депозитарных расписок указаний депозитарию о порядке голосования по таким

акциям и обязательство депозитария обеспечивать осуществление права голоса по акциям иностранного эмитента не иначе как в соответствии с указаниями владельцев российских депозитарных расписок, а также обязательство по представлению владельцам российских депозитарных расписок итогов голосования;

- обязательство депозитария раскрывать информацию в объеме, порядке и сроки, которые предусмотрены Законом “О рынке ценных бумаг” нормативными правовыми актами ФСФР;
- обязательство депозитария обеспечивать соответствие количества представляемых ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, количеству российских депозитарных расписок, находящихся в обращении;
- обязательство депозитария оказывать услуги по реализации владельцами российских депозитарных расписок прав по представляемым ценным бумагам, включая получение доходов по представляемым ценным бумагам и иных причитающихся владельцам ценных бумаг выплат;
- срок осуществления выплат, причитающихся владельцам российских депозитарных расписок по представляемым ценным бумагам;
- порядок хранения, учета и перехода прав на российские депозитарные расписки;
- порядок и сроки составления списка владельцев российских депозитарных расписок для исполнения обязательств по российским депозитарным распискам;
- возможность и порядок дробления российских депозитарных расписок.

*Решение* о выпуске российских депозитарных расписок должно быть подписано лицом, осуществляющим функции исполнительного органа эмитента российских депозитарных расписок, и заверено печатью эмитента российских депозитарных расписок.

В случае, если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязанности перед владельцами российских депозитарных расписок, указанные обязанности должны быть предусмотрены договором между эмитентом представляемых ценных бумаг и эмитентом российских депозитарных расписок. Изменение указанного договора не требует согласия владельцев российских депозитарных расписок.

В случае, если владелец российской депозитарной расписки получил от депозитария соответствующее ей количество представляемых ценных бумаг, такая российская депозитарная расписка, принадлежащая указанному владельцу, погашается. При этом максимальное количество российских депозитарных расписок, которые могут одновременно находиться в обращении в соответствии с решением о выпуске таких ценных бумаг, не изменяется.

В случае регистрации проспекта российских депозитарных расписок депозитарий - эмитент российских депозитарных расписок осуществляет раскрытие информации о себе, а также об эмитенте представляемых ценных бумаг в форме ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (ежеквартальный отчет) и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг (сообщения о существенных фактах), с учетом изъятий, определяемых нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

ФСФР России осуществляет контроль количества РДР, находящихся в обращении и количества представляемых ценных бумаг, находящихся на счетах эмитента РДР, в связи с этим депозитарии – эмитенты РДР должны ежеквартально представлять в ФСФР справку с указанными сведениями.

Российские депозитарные расписки могут быть привлекательны для широкого круга инвесторов. Как институциональных, так и частных.

*Выпуск РДР способствует:*

- диверсификации инвестиций и рисков снижения для инвесторов;

- росту биржевых оборотов;
- участию национальных компаний в процессах финансовой глобализации;
- расширению рынка услуг депозиторов, андеррайтеров, агентов по размещению, юридических и финансовых консультантов.

Таким образом, введение в оборот российских депозитарных расписок позволяет международным и внутренним инвесторам вкладывать средства на российском фондовом рынке. Появление указанных ценных бумаг на российском рынке повышает его инвестиционную привлекательность и ликвидность, позволяет расширить спектр используемых финансовых инструментов, служить ориентиром для определения цены заимствования ресурсов.

## **4. Международный рынок облигаций**

### **4.1. Понятие и сущность еврооблигаций**

Облигации, размещаемые на зарубежных рынках именуется международными (*international bonds*). Термин “международные облигации” употребляется в широком и узком значениях. В широком значении под такими облигациями понимаются основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках как долгосрочные долговые инструменты (*bonds*), так и среднесрочные долговые инструменты (*notes*). Краткосрочные инструменты – депозитные сертификаты и коммерческие бумаги – в это понятие не входят. В узком значении в международные облигации включают лишь долгосрочные инструменты.

В разряд международных облигаций относят и так называемые *глобальные облигации* (*global bonds*), которые размещаются одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках, а также *параллельные облигации* (*parallel bonds*), т.е. облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран.

На международном рынке долговых обязательств значительную долю занимают *иностранные облигации*. Это ценные

бумаги с номиналом в национальной валюте страны, выпущенные зарубежным эмитентом. Регулирование подобных облигаций осуществляется в рамках внутреннего законодательства страны. К заимствованию капитала через систему национальных облигаций прибегают чаще всего, когда требуется валюта страны кредитора для совершения определенных сделок, например, оплаты товаров.

Значительную часть международного рынка долговых ценных бумаг составляют *евродепозитные сертификаты и коммерческие бумаги*. Евродепозитные сертификаты – сертификаты, выпускаемые отделениями и дочерними компаниями американских банков за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной, в основном в долларах США.

Евродолларовые депозитные сертификаты предназначены в основном для крупных институциональных инвесторов. Основными эмитентами являются отделения ведущих американских, канадских, японских, английских и европейских банков. Самыми крупными эмитентами являются банки Японии, выпускающие до 50% всех евродолларовых сертификатов.

Значительная часть евродолларовых депозитных сертификатов – это сертификаты с фиксированной ставкой и выпускаются на срок от 3 до 6 месяцев. Но есть выпуски депозитных сертификатов с плавающей процентной ставкой и более длительным сроком обращения. Так называемые траншевые депозитные сертификаты выпускаются на крупную сумму (обычно от \$10 до \$30 млн.), а затем дилеры дробят их на сертификаты с более мелкой деноминацией (от \$10 000 до \$25 000).

Еврооблигациям присущи следующие характерные *особенности*:

- их размещение осуществляется одновременно на рынках нескольких стран, в отличие от иностранных облигаций, выпускаемых нерезидентами на внутреннем рынке какого-либо государства;
- валюта еврооблигационного займа не обязательно является национальной как для заемщика, так и для кредитора;
- размещение осуществляется международным синдикатом финансовых институтов разных стран.

## **4.2. Регулирование рынка еврооблигаций**

Регулирование рынка еврооблигаций осуществляется *Ассоциацией участников международных фондовых рынков (ISMA), а также Международной ассоциацией первичных дилеров (IPMA).*

В ISMA входит около 900 членов, ее штаб-квартира находится в Швейцарии, а секретариат – в Лондоне, где проводится значительная часть работы этой организации. Она имеет статус биржи и является международной саморегулируемой организацией. ISMA призвана предоставлять информацию по рынку евробумаг, проводить специальные образовательные семинары, разрабатывать правила совершения сделок этики, поведения и разрешения конфликтов.

На международном уровне ISMA является аффилированным членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и членом Международного совета фондовых ассоциаций (International Council of Securities Associations). В настоящее время предпринимаются усилия скоординировать деятельность регулирующих органов на рынке евробумаг в рамках IOSCO. Эта организация учредила технический комитет, состоящий из представителей 12 стран (Австралия, Канада, Франция, Германия, Гонконг, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария, США, Великобритания) с целью установления единых правил работы на рынке ценных бумаг.

Кроме того, профессиональные участники рынка еврооблигаций, функционирующего в Лондоне, должны отвечать требованиям регулирующих органов Великобритании – Управления по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board) и Совета по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Authority).

## **4.3. Классификация еврооблигаций**

Рынок еврооблигаций обладает широким спектром используемых инструментов. Их можно классифицировать по различным критериям:

- *по способу выплаты дохода:*
  - ✓ облигации с фиксированной ставкой;
  - ✓ облигации с плавающей ставкой;
  - ✓ облигации с нулевым купоном.

Облигации с плавающей процентной ставкой, как правило, среднесрочные. Также существуют “вечные” облигации, без срока погашения.

В Швеции, например, выпущены облигации с погашением в 2024г. (40 лет). Китай эмитировал в 1996г. выпуск облигаций сроком на 100 лет.

- *по способу погашения:*
  - ✓ облигации с опционом на покупку;
  - ✓ облигации с опционом на продажу;
  - ✓ облигации с опционом на покупку и на продажу;
  - ✓ облигации без права досрочного отзыва эмитентом

Эмитент облигаций с опционом на покупку имеет право на досрочное погашение в установленные сроки. Инвестор же имеет право досрочно предъявить облигации с опционом на продажу к погашению, но также в установленные сроки. В случае облигаций с опционом на покупку и на продажу, и у эмитента, и у инвестора существует право на досрочное погашение. Облигации без права досрочного отзыва эмитентом погашаются полностью в момент истечения срока погашения.

- *по валюте заимствования:*
  - ✓ моновалютные заимствования – эмиссия облигаций осуществляется в определенной валюте;
  - ✓ двойная валютная деноминация – номинал выражен в одной валюте, а процентные выплаты – в другой
- *по конвертируемости:*
  - ✓ конвертируемые облигации;
  - ✓ обычные облигации.

*Конвертируемые облигации* – это долговые корпоративные ценные бумаги, которые обеспечивают их владельцам право (но не обязательство) обменять данные облигации в течение заранее установленного времени на фиксированное количество ценных бумаг этого же эмитента. Как правило, конвертация осуществляется в обыкновенные или привилегированные акции. В решении о

выпуске эмитент конвертируемых облигаций помимо традиционных атрибутов облигаций (номинал, срок погашения, величина купонной суммы и порядок ее выплаты) должен указать следующие обязательные атрибуты:

- 1) тип ценной бумаги, в которую будет конвертироваться облигация;
- 2) длительность конверсионного периода;
- 3) цена конвертации, то есть цена, по которой акции будут обмениваться. Она может быть постоянной в течение всего конверсионного периода, может увеличиваться через определенные интервалы. Цена конвертации – это условная величина, в том смысле, что инвестору не надо платить ее в денежной форме.
- 4) дополнительные процедурные проблемы: имеет ли право инвестор получать часть акции в ходе конвертации? где будет проходить конвертация? каким образом при конвертации учитывается накопленная купонная сумма?
- 5) способы защиты прав обладателя облигации при дроблении акций, выплате дивидендов в виде акций, выпуске других конвертируемых ценных бумаг, при слиянии или поглощении эмитента облигации.

Поскольку владелец конвертируемой облигации имеет право хранить ее до погашения и получать положенные купонные выплаты, а может и конвертировать ее в удобное время, то конвертируемую облигацию можно рассматривать как композицию двух ценных бумаг:

- а) обычной купонной облигации;
- б) какого-то количества опционов на покупку акций эмитента.

Так как владелец конвертируемой облигации имеет привилегию – право на конвертацию, то, как правило, купонные выплаты по конвертируемым облигациям ниже, чем по обычным купонным (с таким же сроком погашения и уровнем риска) облигациям.

Наряду с еврооблигациями на международном рынке долговых обязательств обращаются:

- *еврокоммерческие бумаги* – необеспеченные простые векселя:
  - ✓ выпускаются сроком до 270 дней;
  - ✓ эмитируются компаниями, репутация которых на рынке не вызывает сомнений
- *евроноты* – именные ценные бумаги:
  - ✓ выпускаются странами с развитой рыночной экономикой;
  - ✓ выпускаются на короткий срок (1, 3, 6 месяцев);
  - ✓ формируется обеспечение;
  - ✓ гарантируются инвестиционными синдикатами
- *евробонды* – предъявительские ценные бумаги:
  - ✓ депонированные в депозитарии при торговых системах;
  - ✓ без резервирования обеспечения;
  - ✓ размещаются в основном в развивающихся странах.

Как правило, проценты по еврооблигациям выплачиваются раз в год. Ежеквартальная выплата процентов присуща только среднесрочным облигациям с плавающей процентной ставкой, которая объявляется в начале купонного периода и фиксируется как надбавка к ставке LIBOR. По облигациям с двойной номинацией основная сумма долга выплачивается в одной валюте, а процентов – в другой. Также эмитируются облигации, по которым проценты выплачиваются вначале в одной валюте, а затем – в другой.

#### **4.4. Участники рынка еврооблигаций**

Основными участниками рынка еврооблигаций являются *государства, корпорации, международные организации*.

На долю корпораций, главным образом транснациональных и банков, приходится от половины до 2/3 всех еврооблигационных займов. При этом финансовые организации прибегают к заимствованию через облигации с плавающей процентной ставкой, а нефинансовые – с фиксированной процентной ставкой.

Важной группой заемщиков на этом рынке являются государства и их региональные образования. Среди нецентральных правительств активную позицию на рынке еврооблигаций занимают

провинции Канады и Бразилии, итальянские регионы и немецкие земли.

В число крупных участников рынка входит Международный банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация и другие наднациональные организации, которые зачастую выступают посредником в получении еврооблигационных займов странами с высоким уровнем риска, в частности из Латинской Америки.

К заимствованию на рынке еврооблигаций прибегают государственные или полугосударственные агентства, например Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита. Эти организации имеют прямую или косвенную гарантию государства по возврату долга.

Кроме того, заемщиками на данном рынке выступают пенсионные фонды, страховые компании. На их долю приходится, по некоторым оценкам, до 20% инвестиционных ресурсов.

#### **4.5. Эмиссия и размещение еврооблигаций**

Выпуск еврооблигаций осуществляется в соответствии с комплексной программой, которая содержит ряд необходимых мероприятий, и прежде всего, подготовку документов для эмиссии еврооблигаций. К ним относятся:

- проспект эмиссии;
- соглашение о подписке;
- соглашение о финансовом агенте или доверительный договор;
- соглашение между менеджерами;
- подтверждение аудитора;
- юридическое заключение.

*Проспект эмиссии* готовится, если этого требует законодательство эмитента и фондовая биржа для прохождения листинга. Обычно листинг получают на Лондонской или Люксембургской фондовой бирже.

*Соглашение о подписке* заключается между эмитентом и менеджером займа.

Эмитент при выпуске облигаций выбирает ведущего *менеджера или лид-менеджера*, который согласовывает необходимые условия для эмиссии ценных бумаг. Лид-менеджер подбирает менеджеров еврооблигационного займа, которые, как правило, входят в Международную ассоциацию участников первичного рынка. Менеджеры займа выполняют функции как андеррайтера, так и агента по размещению еврооблигаций.

В соглашении о подписке обозначены условия андеррайтинга, обязательства, гарантии о размещении и тому подобная информация.

*Соглашение о финансовом агенте* предусматривает поддержание интересов эмитента. Когда же заключается доверительный договор, то доверенное лицо выступает на стороне инвесторов и защищает их интересы. Платежным агентом выступает банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты, а также осуществлять окончательное погашение.

*В соглашении между менеджерами* предусматривается приглашение на участие в подписке.

Подтверждение аудита требуется, как правило, при эмиссии корпоративных еврооблигаций. Аудитором выступает зарекомендовавшая себя на рынке компания с положительным имиджем.

*Юридическое заключение* готовится юридической компанией или консультантом. Юридические консультанты подтверждают соответствие учредительских документов национальному законодательству, а также законодательству потенциальных инвесторов. Они оказывают помощь в составлении договоров с аудиторами, финансовыми агентами и биржей. Юридические консультанты могут помочь и в выборе схемы размещения еврооблигаций.

Большую роль играют так называемые “роуд-шоу” или презентации. Для проведения выпускается специальный буклет или информационный меморандум, содержащий сведения об объеме и схеме эмиссии еврооблигаций, информацию о стране заемщика, развернутые сведения о самой компании-эмитенте. Сама же презентация проводится в финансовых центрах, куда приглашаются заинтересованные лица. Лид-менеджер и руководство компании

представляют насыщенную информацию с использованием современных технологий для потенциальных инвесторов.

Квалифицированно проведенное “роуд-шоу” влияет не только на результаты текущего еврооблигационного займа, но и на последующие заимствования, если будет в том необходимость.

Размещение еврооблигаций проходит в разных *формах*.

*Открытая подписка* предполагает распространение еврооблигаций среди неограниченного круга инвесторов, как правило, через синдикат. Зарегистрированный синдикат или консорциум предлагает потенциальным инвесторам направлять свои заявки на приобретение облигаций в установленные сроки. По истечении этих сроков определяется количество ценных бумаг, требующихся инвесторам, и осуществляется размещение в соответствии с заявками.

Проспект содержит информацию о заемщике, его истории, заключение аудитора, условия размещения облигаций (цена, ставка, срок обращения).

Период подписки продолжается 7-10 дней. Данный период способствует определению окончательной цены размещения и характеризуется наличием так называемого “серого рынка”, который возник в 1977г. Участники такого рынка заключают форвардные сделки с инвесторами и спекулянтами в ожидании выпуска еврооблигаций. “Серый рынок” является легальным, информацию о ценах на данном рынке можно получить из разных источников, в том числе через систему Reuters.

В этот же период лид-менеджер проводит встречи с членами синдиката, определяет цену подписки и спрэд.

*Частное размещение* предусматривает распространение еврооблигаций среди незначительного числа инвесторов, зачастую среди институциональных инвесторов. Допускается приобретение еврооблигаций даже одним частным инвестором. При такой схеме размещения не предусматривается привлечение инвестиционных компаний.

*Аукцион* – способ размещения еврооблигаций, когда эмитент объявляет срок и купонную ставку, и предлагает заинтересованным лицам направлять свои заявки. Инвесторы же в своих предложениях указывают количество облигаций и проценты от номинала. Эмитент

размещает свои облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. В аукционном размещении принимают участие и банки, которые предлагают перепродать приобретенные ценные бумаги с выгодой. Аукционное распространение еврооблигаций приводит к снижению издержек, так как при этом нет необходимости оплачивать услуги менеджеров. К аукционной схеме размещения прибегают наиболее известные, зарекомендовавшие себя на рынке, заемщики.

В последние годы внедряется практика так называемых “купленных сделок” или “полного выкупа”. В США такой метод используется с 1991г. В этом случае лид-менеджер, как правило, крупный инвестиционный банк, приобретает все ценные бумаги у эмитента на установленных условиях до объявления о выпуске и формирования синдиката. Другими словами, инвестиционный банк гарантирует приобретение еврооблигаций по фиксированной цене. Также он может предложить еврооблигации другим инвестиционным банкам для того, чтобы снизить риск. При такой схеме размещения снижается роль андеррайтеров. Но при этом, с одной стороны, возрастает риск, поскольку отсутствует период подписки, в течение которого выявляется спрос на облигации. С другой стороны, общий риск может уменьшаться, поскольку период поступления облигаций на рынок сокращается, что также способствует снижению риска, связанного с изменением процентных ставок на рынке капиталов.

*Предложение по фиксированной цене* предусматривает заключение контракта, в котором оговаривается обязательство не снижать общую величину комиссионных путем уменьшения комиссионных на продажу. Подобная схема была использована впервые в конце 80-х годов при размещении еврооблигаций Международного банка реконструкции и развития. Также данный метод характерен для размещения еврооблигаций на внутреннем рынке США.

#### **4.6. Индексы и рейтинги еврооблигаций**

Для оценки состояния рынка еврооблигаций используются *рыночные индексы*. Обычно публикуются индексы общей

доходности, что позволяет проводить сравнение сегментов облигационного рынка.

Расчеты индексов облигаций осуществляются такими инвестиционными банками, как J.P.Morgan, Salomon & Smith Barney, Barclays Capital и другими. Они рассчитывают индексы облигаций правительств стран Европы.

За базу рассчитываемого индекса (100 пунктов) берется его значение на 31 декабря 1997г. Это позволяет выяснить, насколько изменилась стоимость облигаций за период с 1997г., а также за день, месяц или год. Указывается и рыночная стоимость.

Публикуются также индексы корпоративных облигаций и индексы облигаций высокой доходности в мировом масштабе и по регионам. Это дает возможность принимать эффективные инвестиционные решения.

При выпуске еврооблигаций большую роль играет *рейтинг*. Рейтинг представляет собой мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера. Цель рейтинга заключается в том, чтобы ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов. По рейтингу можно судить о возможности эмитента получать достаточные доходы в будущем.

Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются *Moody's*, *Standard&Poor's* и *The Fitch IBCA*.

Процесс составления рейтинга включает несколько стадий:

1. Анализ экономической ситуации в стране и состояния компании. Эта стадия предполагает тщательное изучение политической, экономической и социальной среды в стране нахождения эмитента. Затем исследуется отрасль, которую представляет компания-эмитент. Конечной целью анализа является оценка способности компании реагировать на ее изменение в будущем. При этом ключевыми факторами являются:

- доля рынка и положение среди конкурентов;
- структура затрат и капиталоемкость;

- финансовая гибкость;
  - качество менеджмента;
  - стратегическое управление.
2. Вторая стадия включает встречу представителей агентства с руководством компании для информирования о принципах, политике и процедуре рейтингования, о получении необходимых сведений для адекватного рейтингования. Кроме того предполагается формальная встреча в штаб-квартире компании, претендующей на рейтинг, где основными вопросами для обсуждения являются:
    - общие сведения и история компании;
    - корпоративная стратегия;
    - блок текущих вопросов;
    - финансовое управление и политика в области финансовой отчетности;
    - планирование инвестиций и возможное приобретение других компаний.
  3. Стадия принятия рейтингового решения. Окончательное решение по рейтингу принимается рейтинговым комитетом в Нью-Йорке и занимает, как правило, от трех до четырех недель. В состав комитета входит более четырех человек, включая директора по рейтингам и ведущего специалиста по отрасли, представляемой рейтингуемой компанией. На заседании комитета присутствуют представители зарубежных офисов агентства.
  4. Сообщение рейтинга. После принятия решения агентство сообщает руководству компании о присвоенном рейтинге с необходимым обоснованием. Затем рейтинг представляют всем заинтересованным инвесторам через пресс-релизы, рассылаемые в ведущие финансовые издания мира и через собственные публикации. Как правило, агентство имеет свои страницы на терминалах ведущих информационных компаний.
  5. Мониторинг рейтинга. Рейтинговые агентства берут на себя ответственность перед инвесторами обеспечивать точность рейтинга на протяжении всего срока жизни финансового инструмента. В связи с этим проводится соответствующий

мониторинг для получения постоянного потока информации об эмитенте.

Рейтинги публикуют также инвестиционные банки и специалисты фондового рынка.

В рейтингах агентств облигации по степени риска их эмитентов делятся на классы. Классы рейтинга, например, Moody's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: Ааа, Аа, А, Ваа, Ва, В, Саа, Са, С. Для классов с Аа до В включительно дополнительно используются цифры 1, 2 и 3. При этом цифра 1 (например, В1) означает более высокий рейтинг, чем цифра 2 (В2), а цифра 3 (В3) показывает самый низкий рейтинг в данном классе.

Классы рейтинга Standard&Poor's имеют следующие обозначения по уменьшающейся степени надежности: ААА, АА, А, ВВВ, ВВ, В, ССС, СС, С, D. Для классов от АА до В включительно могут использоваться символы "+" и "-" для обозначения положения в данном классе ("+" означает более высокий рейтинг, чем "-"). Класс D означает возможность дефолта (отказа платить по обязательствам) по основному долгу и (или) процентам.

Рейтинги по уровню риска подразделяются на *инвестиционные* и *спекулятивные*.

Рейтинги влияют на принятие инвестиционных решений инвесторов, их вложений в новые выпуски облигаций. Они оказывают воздействие и на рыночные курсы ранее эмитированных облигаций. В некоторых странах правительство использует рейтинги для регулирования отдельных сегментов рынка долговых обязательств. В США, например, не разрешается предприятиям инвестировать в ценные бумаги спекулятивного характера.

Для выхода на рынок коммерческих бумаг заемщики должны иметь инвестиционный кредитный рейтинг.

## **5.Международный рынок производных ценных бумаг**

### **5.1. Международный рынок производных ценных бумаг и его регулирование**

Международный рынок производных инструментов (деривативов, “срочных” контрактов) является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Этот рынок существует более 150 лет, но особенно высокими темпами он стал развиваться с начала 70-х годов XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. В 70 - 90-е годы XX века фактически был создан новый сектор рынка – финансовые и фондовые деривативы, появился весьма специфический сегмент рынка, где объектом торговли являются кредитные риски, и, соответственно, возник новый инструмент – кредитные деривативы.

Развитие рынка производных ценных бумаг происходит в условиях усиления конкуренции биржевого и внебиржевого секторов торговли, значительной волатильности цен на рынках базовых активов.

Основными тенденциями на рынке деривативов стали:

- глобализация рынков и связанные с ней резкое обострение конкуренции и изменение структуры проведения торгов ценными бумагами;
- существенный рост рынков (за последние 10 лет объем торгов вырос в 5 раз<sup>8</sup>);
- расширение спектра производных инструментов и изменение их относительной роли, а также существенное расширение состава участников;
- либерализация регулирования;
- применение передовых технологий и переход к системам электронной торговли.

*Производные ценные бумаги* – это финансовые инструменты, цена которых определяется стоимостью других средств, называемых базовыми (основными), сделки с которыми фиксируют производные ценные бумаги. Очень часто в качестве базовых средств для производных ценных бумаг используются обыкновенные акции. Кроме акций базовыми средствами могут быть товары, валюта, процентная ставка, индексы, долговые обязательства. Как правило, цена производной ценной бумаги составляет лишь часть цены

---

<sup>8</sup> К. Пензин. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов.

Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг, - 2005, -№21, -с. 23

базовой ценной бумаги, что позволяет инвестору получать от производных ценных бумаг значительную доходность. Но надо иметь в виду, что инвестирование в производные ценные бумаги относится к высоко рисковым способам инвестирования.

*Государственное регулирование* рынков деривативов является неотъемлемым элементом поддержания их стабильности и обеспечения дальнейшего развития. Превалирующей тенденцией в области государственного регулирования рынков производных ценных бумаг является либерализация, которая состоит в переходе от государственного контроля и управления к надзору, в передаче все большей части регулирующих функций биржам, создании благоприятных условий для развития национальных бирж и повышения их конкурентоспособности на международном рынке.

Важнейшим направлением развития государственного регулирования рынков деривативов является его унификация на международном уровне, осуществляемая при непосредственном и активном участии *Международной организации регулирующих комиссий* (IOSCO).

Кроме того, деятельность на отдельных сегментах рынка производных ценных бумаг регулируется соответствующими специализированными организациями. Так, например, большую роль в регулировании рынка опционов играет Орган ценовой отчётности по опционам (The Options Price Reporting Authority – OPRA). У OPRA два подразделения:

- Основное подразделение, которое занимается информацией, касающейся всех опционов за исключением опционов на иностранную валюту (в основном, все опционы на акции и индексы).

- Подразделение, сфера деятельности которого – информация только по опционам на иностранную валюту.

Важную роль в регулировании рынка опционов США играет Опционная клиринговая корпорация (The Options Clearing Corporation (OCC)). Она была основана в 1973 году, и является самой крупной в мире клиринговой организацией по деривативам на акции. Она призвана обеспечить стабильность и финансовую целостность на рынках опционов, снижение рисков торговли, действуя как гарант исполнения контрактных обязательств. OCC проводит клиринг

опционов пут и колл на акции, индексы акций, валюты, процентные ставки и фьючерсы на акции.

С конца 1980 гг. внебиржевой рынок производных ценных бумаг регулируется также международными ассоциациями, в частности, *Международной Ассоциацией дилеров свопов* (International Swap Dealers Association), позже переименованной в Международную Ассоциацию свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association [ISDA]). Она включила 450 членов из 37 стран на пяти континентах, ее штаб-квартира находится в Нью-Йорке, с отделениями в Лондоне, Токио и Сингапуре.

Данная Ассоциация разработала Кодекс Стандартов работы на рынке свопов (Code of Standard Working Assumptions and Provisions for Swaps). Затем последовали дополнительные соглашения и документация по опционам, товарным сделкам, кредитным деривативам, деривативам на акции, валютным деривативам. Правительства приняли документацию ISDA как стандартную для данной сферы деятельности. Помимо ISDA в регулировании рынка производных ценных бумаг участвует Ассоциация торговцев на развивающихся рынках (The Emerging Markets Traders Association (EMTA)). Для управления рисками при сделках с производными ценными бумагами группа ассоциаций подписала Межстороннее Сводное Соглашение (Cross-Party Master Agreement) в 2000 году<sup>9</sup>.

## **5.2. Форвардные и фьючерсные контракты**

Одним из важных сегментов международного рынка производных ценных бумаг является рынок, где проводятся форвардные и фьючерсные операции.

Под *форвардным контрактом* понимается заключенное вне биржи соглашение между двумя сторонами - покупателем и продавцом, совершенное в определенный момент времени (пусть, 10 марта 2008 года), согласно которому продавец обязуется

---

<sup>9</sup> The Bond Market Association, the British Bankers Association, EMTA, the Foreign Exchange Committee, the International Primary Market Association, ISDA, the Japan Securities Dealers Association, and the London Investment Banking Association.

доставить покупателю определенный товар (положим, 20 тонн пшеницы) в определенное время и место (например, 10 июня 2008 года на склад фирмы) по заранее обусловленной в момент совершения сделки цене. Согласно форвардному контракту, и продавец, и покупатель обязан совершить сделку, то есть продавец – доставить 20 тонн пшеницы, а покупатель – купить её.

Иными словами, форвардный контракт – это соглашение между двумя лицами о будущей сделке по будущей (форвардной) цене, определяемой обеими сторонами в момент совершения сделки. Этот контракт не предусматривает начального перевода денег.

Форвардные контракты решают *две главные задачи*: во-первых, они защищают и покупателя, и продавца от возможных колебаний цены товара: действительно, заключив сделку 10 марта о покупке пшеницы 10 июня по контрактной форвардной цене, покупатель страхуется от возможного повышения цены товара, а продавец – ее понижения. Во-вторых, форвардный контракт гарантирует совершение сделки – продавец не боится, что пшеница останется невостребованной, а покупатель уверен, что товар будет доставлен ему вовремя.

*Фьючерсный контракт* во многом напоминает форвардный контракт – это также соглашение между двумя частными людьми (покупателем и продавцом) на доставку определенного товара в заранее оговоренное время по обусловленной цене. Однако фьючерсным контрактам присущи несколько основных черт, отличающих их от форвардных контрактов:

- они стандартизированы с точки зрения контрактной спецификации - типа, количества и качества товара, даты поставки товара;
- фьючерсные сделки совершаются на специально предназначенных для этого биржах, ассоциативным членом которых являются клиринговые палаты, предоставляющие обеим сторонам фьючерсной сделки гарантии ее совершения;
- при совершении фьючерсных сделок используется маржа;
- фьючерсный контракт может быть перепродан другому инвестору;
- торговля фьючерсами регулируется специальными органами.

Данные черты делают фьючерс финансовым инструментом, сделки с которым могут совершаться непрерывно за время действия фьючерса. В этой связи операции, проводимые с фьючерсами, во многом похожи на сделки с акциями – и те, и другие осуществляются на биржах, клиенты при этом пользуются практически аналогичными видами поручений, операции на самой бирже проводят только ее члены и др. Но имеются и принципиальные отличия:

- покупка акций означает непосредственное их приобретение, тогда как, покупая фьючерс, его владелец не становится владельцем основного средства, на которое заключена фьючерсная сделка, вплоть до окончания срока контракта, когда средство будет доставлено продавцом фьючерсного контракта его покупателю;
- фьючерсные контракты требуют более значительных сумм заемных средств. При покупке акций первоначальная маржа значительно выше (более 50% стоимости приобретаемой акции), тогда как при покупке фьючерсного контракта такая маржа не превышает 20% суммы сделки;
- цены акций могут изменяться вне всяких ограничений. Сделки с фьючерсами обязательно предусматривают лимиты, в пределах которых допускается изменение цен контрактов. Если этот уровень будет превышен, сделки прекращаются;
- нет никаких ограничений в короткой продаже фьючерсов, тогда как для акций запрещается короткая продажа в случае тенденции к снижению их цены;
- сделки с фьючерсами значительно проще, поскольку отсутствуют дивидендные выплаты, консолидация и дробление фьючерсов;
- при сделках с акциями допускаются "некруглые лоты", то есть не равные 100 акциям. Фьючерсные контракты совершаются только на стандартные лоты;
- фьючерсные контракты действуют в течение нескольких месяцев, реже 1-2 лет, тогда как время действия акций практически не ограничено;
- как и в случае опционной торговли, фьючерсные контракты предполагают конкретные месяцы окончания контракта.

Сроки действия фьючерсных контрактов и месяцы их окончаний различны для разных типов основных средств. Для акций сроков их окончания не вводится.

Различают следующие виды фьючерсов:

- *Фьючерсы на фондовые индексы* – это стандартизированный контракт между участниками сделки, по которому продавец фьючерса соглашается поставить покупателю фьючерса в определенную дату поставки фиксированное количество (размер контракта) фондовых индексов по согласованной фьючерсной цене (оговаривается в момент заключения сделки) с оплатой в момент исполнения фьючерса. Основной чертой такого фьючерса является то, что базовый актив не является поставляемым, то есть по ним устанавливается процедура наличных расчетов.

В этой связи биржа устанавливает объем контракта (например, 10 USD за пункт индекса), размер тика (например, один пункт индекса), стоимость тика (положим, 10 USD).

Процентные фьючерсы обычно представляют собой фьючерсные контракты на облигации. Владелец такого фьючерса берет на себя обязательство купить облигацию в установленный день по оговоренной цене, а продавец контракта обязуется ее продать. Самые популярные процентные фьючерсы – на казначейские облигации (T-bonds), торгуемые в Чикагской торговой палате. Это контракт на поставку 20-летних правительственных облигаций с 6% купонной выплатой.

- *Валютные фьючерсы* – это стандартизированный контракт, по которому продавец фьючерса обязуется поставить его покупателю в дату исполнения фиксированную сумму (размер контракта) определенной валюты (базовый актив) по согласованной цене исполнения. Иными словами, валютный фьючерсный контракт – это контракт на курс обмена двух валют.
- *Товарные фьючерсы* – заключаются на такие товары как:

а) соевые бобы, кукурузу, соевую муку и соевое масло, пшеницу, сахар, живой скот, постную свинину – сельскохозяйственные фьючерсы;

б) сырую нефть, мазут, бензин – энергетические фьючерсы;

в) золото, серебро, платину – фьючерсы на драгоценные металлы;

г) алюминий, медь, цинк, свинец, никель, олово – фьючерсы на промышленные металлы.

*Основные принципы совершения фьючерсных сделок:*

- цена товара должна колебаться в обе стороны (то есть быть волатильной - изменчивой). Это требование имеет принципиальное значение - ведь каждая фьючерсная сделка подразумевает участие двух сторон, из которых одна обязательно рассчитывает на рост цены основного товара в будущем, а другая - на его понижение. Если цена товара слабо изменяется, или имеет тенденцию только к росту (понижению), то трудно найти партнеров для фьючерсной сделки.
- должны обеспечиваться конкурентные условия рынка основного товара с большим количеством покупателей и продавцов. К фьючерсным торгам не допускаются товары с высоким уровнем монополизации отрасли, позволяющим производителю воздействовать в значительной степени на цену товара. Должен отсутствовать и государственный контроль над ценами этого товара. В этой связи проводятся, например, фьючерсные торги на золото и серебро, но не бриллианты, торговля которыми практически полностью контролируется компанией Де Бирс;
- необходим значительный наличный (спот) рынок товара с широко доступной информацией. В конечном итоге, если нет широкого наличного рынка товара, то есть нет его предложения и отсутствует спрос, то зачем заключать на него фьючерсную сделку?;
- товар должен состоять из гомогенных (идентичных) составных частей, когда каждая часть товара может быть продана как сам товар. С этой точки зрения, не могут быть предметом фьючерсных сделок облигации корпораций -

слишком разный у них риск, а вот сделки с государственными ценными бумагами широко известны.

Другим важным условием совершения фьючерсных сделок является *стандартизация*. Фьючерсный рынок каждого товара предполагает свои стандарты сделок, которые включают закрепление в стандарте следующих характеристик:

- количество товара, которое должно быть поставлено продавцом одного фьючерса;
- качество товара;
- срок окончания фьючерса, то есть когда товар должен быть доставлен покупателю;
- последний день месяца окончания фьючерсного контракта, когда продавец обязан поставить товар покупателю;
- минимальные учитываемые отклонения цены;
- предел изменения цены товара в течение одного дня торгов;
- требуемая маржа;
- часы совершения сделок с фьючерсными контрактами;
- последний день фьючерсных торгов в месяц окончания фьючерсного контракта.

К важнейшим фьючерсным рынкам относятся:

- *США* – Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade – СВТ или СВОТ); Чикагская торговая биржа (Chicago Mercantile Exchange – СМЕ); Международный валютный рынок (International Monetary Market – ИММ); Нью-Йоркская торговая биржа (New York Mercantile Exchange – NYMEX); Нью-Йоркская торговая палата (New York Board of Trade – NYBOT).
- *Германия и Швейцария* – Eurex.
- *Великобритания* – Международная нефтяная биржа в Лондоне (International Petroleum Exchange in London – IPE); Международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial futures Exchange – LIFFE); Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange – IМЕ).
- *Франция* – французская фьючерсная биржа (MATIF).
- *Япония* – Токийская товарная биржа (Tokyo Commodity Exchange – ТСЕ); Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange – ТСЕ); Международная биржа финансовых

фьючерсов (Tokyo International Financial Foreign Exchange – TIFFE).

### 5.3. Международный рынок опционов

В настоящее же время сделки с опционами получили широкое распространение во многих странах и достигают огромных объемов.

Под *опционным контрактом* понимается сделка, когда одна сторона (продавец опциона) продает другой стороне (покупателю опциона) право либо на покупку какого-то базового средства (товара, ценной бумаги и др.) либо на его продажу по фиксированной в момент совершения сделки цене.

Существуют различные виды опционов. Прежде всего, их можно классифицировать по характеру эмиссии:

- опционы эмитента;
- простые опционы.

*Опцион эмитента* – это именная эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене исполнения, определенной в опционе эмитента.

Опционы эмитента имеют ряд отличий от простых опционов. Во-первых, опционы эмитента обычно выпускаются (продаются) каким-то акционерным обществом; в момент исполнения опциона эмитента данное общество обязано продать основную акцию. Опционы же покупаются и продаются частными инвесторами, и все обязательства по опционам исполняют частные инвесторы, а не фирмы. Во-вторых, опционы имеют меньший срок действия, чем опционы эмитента - как правило, опционы реализуются в срок до 9 месяцев. В-третьих, в отличие от корпораций, выпускающих опционы эмитента с установленным сроком исполнения и единственной ценой исполнения, индивидуальные инвесторы на рынке опционов могут устанавливать множество цен и сроков исполнения.

Важным классифицирующим признаком опционов является право, получаемое владельцем опциона. По этому праву опционы делятся на два вида – *опцион на покупку* – *call option* и *опцион на продажу* – *put option* (в нашей экономической литературе эти виды опционов часто именуется по их английскому написанию – колл опционы и пут опционы). В любой опционной сделке участвуют две стороны – покупатель опциона и его продавец, и для раскрытия сути операций с опционами необходимо понимать права и обязанности этих участников сделки. Для простоты изложения материала, будем полагать, что базовыми средствами опционов выступают обыкновенные акции.

*Опцион на покупку* – ценная бумага, дающая ее владельцу право купить определенное количество какой-либо базовой акции в заранее установленную дату. При этом в момент совершения опционной сделки оговаривается цена будущей покупки – так называемая цена исполнения (цена страйк) опциона. Для обыкновенных акций опцион на покупку обычно дает право купить 100 оговоренных в опционе акций.

Основной инвестиционной характеристикой опционов является то, что покупатель опциона на покупку имеет право, но не обязательство, купить обусловленное количество базовых акций по цене исполнения. Инвестор же, продавший опцион на покупку, обязан продать указанные в опционе ценные бумаги по цене исполнения (в случае исполнения опциона инвестором, купившим данный опцион).

Из приведенного определения видно, что позиции участников опционной сделки неравноценные: владелец опциона на покупку имеет право купить базовую ценную бумагу по цене исполнения, но не обязан делать это, а продавец опциона обязан продать базовое средство в любом случае при исполнении опциона его владельцем. В этой связи, чтобы побудить потенциального продавца опциона заключить опционную сделку покупатель опциона должен заплатить ему определенную сумму денег, называемую опционной премией.

Владелец опциона на покупку играет на повышение цены базового средства. Предположим, например, что согласно заключенной сделке, покупатель опциона на покупку имеет право в течение ближайших шести месяцев купить у продавца опциона

акцию фирмы "Вега" по цене исполнения 25 рублей. В момент заключения сделки покупатель опциона выплатил его продавцу опционную премию 4 рублей. Пусть через некоторое время рыночная цена базовой акции возрастает до 32 рублей. В этих условиях владелец опциона может принять решение о его исполнении: он обяжет продавца опциона продать ему базовую акцию по установленной цене исполнения 25 руб., затем сразу же продаст ее по рыночной цене 32 руб. и получит выручку 7 рублей. С учетом опционной премии чистая прибыль владельца опциона на покупку составит 3 рубля, что с учетом инвестиционных затрат (опционной премии) в 4 руб. означает доходность 75%.

Поскольку рыночная цена базовой акции теоретически не ограничена, то владелец опциона на покупку может получать высокие величины доходности.

Что касается продавца опциона на покупку, то его стратегия прямо противоположна – он играет на понижение цены базового средства: если в течение срока действия опциона (предусмотренных шести месяцев) рыночная цена акции не превзойдет цены исполнения 25 руб., то владельцу опциона будет нецелесообразно реализовывать опцион. Тогда полученная продавцом опциона в момент совершения сделки опционная премия станет его чистой прибылью.

*Опцион на продажу* – это ценная бумага, дающая его владельцу право продать определенное количество базовой акции по оговоренной цене в течение установленного промежутка времени. Инвестор, купивший опцион на продажу, имеет право, но не обязательство, продать ценные бумаги согласно условиям опциона. Инвестор, продавший опцион на продажу, также получает за это опционную премию и обязан купить ценные бумаги по цене исполнения.

При совершении сделки с опционами на продажу позиции покупателя и продавца опциона меняются – в данном случае уже покупатель опциона на продажу играет на понижение, а продавец – на повышение стоимости базового средства.

При классификации опционов следует учитывать их временные характеристики. Каждый опцион имеет две временные характеристики:

- срок действия опциона – промежуток времени, в течение которого опцион имеет силу и существует как ценная бумага. По окончании данного срока опцион перестает существовать как финансовое средство;

- дата исполнения опциона – дата, когда владелец опциона принимает решение о его исполнении.

Соотношение этих сроков позволяет разделить все опционы на два типа:

- если эти сроки совпадают, то есть опцион может быть реализован только в день его окончания, то такая ценная бумага называется *европейским опционом*;

- если же опцион может быть реализован в любой день до окончания срока действия, то такая ценная бумага называется *американским опционом*.

Подобное деление опционов не связано с географическим признаком.

Опционы можно классифицировать *по типу базового актива*:

- *Опционы на акции* дают их владельцам право (без обязательства) купить (для опциона на покупку) или продать (опцион на продажу) базовую акцию в определенную дату по заранее установленной цене исполнения.

Обычно биржи устанавливают несколько цен исполнения для опционов на одну и ту же базовую акцию. Котировка опционов указывается на единицу базового актива (то есть, на одну акцию). Поскольку обычный размер опционного контракта – 100 акций, то цена исполнения опциона будет в 100 раз выше котировальной цены.

- *Опционы на индексы* дают их владельцам право (без обязательств) приобрести (опцион колл) или продать (опцион пут) базовый актив (индекс) в определенную дату по установленной цене исполнения. Так как индекс не может быть физически поставлен (это условная величина), то при исполнении опционов происходит денежный расчет, что принципиально отличает этот опцион от опционов на акции, где происходит поставка акций. Владелец опциона на индекс получит от сделки сумму, равную разнице между рыночной величиной индекса в момент исполнения опциона и ценой исполнения опциона, умноженной на величину контракта.

- *Опционы на фьючерсы* очень похожи на опционы на акции, за тем исключением, что владелец опциона приобретает право купить или продать фьючерс на базовое средство, а не само средство. Популярность таких опционов обусловлена тем, что значительно проще при исполнении опциона поставить фьючерсный контракт на базовый актив, чем сам актив.

Опционы на фьючерсы имеют ряд специфических черт:

- Во-первых, исполнение опциона приводит к открытию длинной фьючерсной позиции (для покупателя опциона колл или продавца опциона пут) или короткой фьючерсной позиции (для продавца опциона колл и покупателя опциона пут). Иными словами, покупатель опциона колл на фьючерс на Индекс РТС имеет право купить фьючерс и открыть длинную позицию по фьючерсному контракту на Индекс РТС по цене исполнения опциона. С другой стороны, продавец опциона колл на фьючерс на Индекс РТС обязывается продать фьючерсный контракт на Индекс РТС по цене страйк опциона, т.е. занять короткую фьючерсную позицию.

- Во-вторых, как правило, опционы на фьючерсы являются американскими.

Ниже приведена спецификация опционного контракта на фьючерс на Индекс РТС (табл. 5.1)

*Таблица 5.1*

### **Спецификация опционного контракта на фьючерс на Индекс РТС**

Тип опциона	Call и Put
Вид	Американский
Месяц исполнения	Март, июнь, сентябрь, декабрь
Последний срок действия	Закрытие торговой сессии в последний торговый день по базовому фьючерсу
Базовый актив	1 фьючерс на Индекс РТС
Исполнение	При исполнении одного опциона фиксируется сделка купли-продажи одного фьючерсного контракта,

	<p>лежащего в качестве базового актива опциона, по цене равной цене страйк (цене исполнения) опциона. Покупатели могут потребовать исполнения в любой день в течение срока действия опциона. По окончании торгов в последний день срока действия опциона Клиринговый центр самостоятельно, без получения от держателей заявлений на востребование своих прав по опционам, производит исполнение опционов, находящихся в состоянии "в деньгах" относительно расчетной цены фьючерсного контракта</p>
--	---

- *Валютные опционы* дают их владельцам право (без обязательства) купить (опцион на покупку) или продать (опцион на продажу) фиксированное количество определенной валюты (базового средства) в установленную дату по заранее определенной цене исполнения опциона, указанной в отношении к другой валюте. Цена одной валюты, выраженная в другой валюте, называется валютным курсом. Цена исполнения валютного опциона представляет собой, по сути, валютный курс. Валюта, в которой выражается опционная премия и цена исполнения, называется валютой сделки, а валюта, которая покупается (продается) при исполнении опциона, является базовым средством (базовой валютой).

Валютный курс может выражаться двумя эквивалентными способами:

- R российских рублей за 1 доллар США (например, 1 доллар/26,54 руб.);

- U американских долларов за 1 рубль (1 рубль/0,037679 доллар).

В этой связи следующие котировки эквивалентны :

В России	В другой стране (в США)
USD/рубель	рубель/USD
Цена исполнения K в рублях	Цена исполнения в USD (1/K)
Премия и котировка в рублях	Премия и котировка в USD
Опцион на покупку USD/рубель	Опцион на продажу рубль/USD

Покупка опциона на покупку	Покупка опциона на продажу
Продажа опциона на покупку	Продажа опциона на продажу
Покупка опциона на продажу	Покупка опциона на покупку
Продажа опциона на продажу	Продажа опциона на покупку

Следует учитывать, что сделки с опционами проводятся на специализированных торговых площадках (опционных биржах) по особым правилам. В частности, при осуществлении биржевых сделок с опционами используется централизованный клиринг, при котором биржа выступает стороной по сделке. Существование вторичного рынка опционов позволяет участникам сделки закрывать свои позиции путем совершения обратной сделки: купив позицию по опциону той же серии, что он продал, или продав опцион той же серии, что он купил, инвестор может закрыть свою позицию по опциону в любое время.

#### **5.4. Кредитные деривативы**

Финансовые кризисы, охватившие ряд стран в конце XX века наиболее ярко высветили масштаб и уровень кредитных рисков, принятых коммерческими и инвестиционными банками. Это в определенной степени способствовало активизации деятельности в области создания новых, более эффективных инструментов управления кредитными рисками. И такими инструментами стали кредитные деривативы. Рынок кредитных деривативов имеет недолгую историю, продолжает развиваться и способствует появлению все новых инструментов, относящихся к классу кредитных деривативов.

Появление и развитие кредитных деривативов носит объективный характер и в значительной степени предопределяется тенденциями современного финансового рынка и является логическим продолжением развития производных финансовых инструментов.

Исследования многих западных специалистов не дают ответа на вопрос о времени возникновения кредитных деривативов, но считается, что первые публикации на тему кредитных деривативов

появились в 1993 году, когда в журнале *Investment Dealers Digest* вышла статья, в которой кредитные деривативы назывались самыми экзотическими финансовыми инструментами.

Важнейшей предпосылкой развития операций с кредитными деривативами стали попытки финансовых институтов шире применять программные продукты для оценки кредитного риска и определения цены новых финансовых инструментов. Первой компанией в этой области была компания "KMV"<sup>10</sup>, которая в 1993г. разработала программный продукт *CreditMonitor*<sup>TM</sup>. Этот продукт позволяет предсказать будущее изменение кредитного рейтинга заемщика за период от 6 до 18 месяцев<sup>11</sup>.

В апреле 1997 года<sup>12</sup> инвестиционный банк J.P.Morgan выпустил программный продукт *CreditMetrics*<sup>TM</sup>, в основу которого положены матрицы исторических переходных вероятностей<sup>13</sup>. В свою очередь, матрицы строятся на данных, которые представлены рейтинговыми агентствами. Эта методика позволяет выявить изменения стоимости долгового обязательства.

В сентябре 1997 года *Credit Suisse First Boston* представил программный продукт *CreditRisk+*<sup>TM</sup>, в котором используется подход, основанный на вероятностном моделировании процесса убытков кредитного портфеля<sup>14</sup>. Данный подход во многом базируется на идеях расчета страховых контрактов, подверженных риску больших потерь при малой вероятности наступления таких событий.

Развитие количественных методов оценки кредитного риска привело к совершенствованию и повышению эффективности

---

<sup>10</sup> Компания KMV (Kealhofer, McQuown, Vasicek) — один из мировых лидеров по предоставлению услуг в области количественной оценки продуктов, имеющих кредитный риск, на основе рыночной информации. Создана в 1989 году. Головной офис находится в Сан-Франциско.

<sup>11</sup> Волков С.Н. Моделирование и оценивание кредитного риска // Бизнес и банки. - 2000. - №46 –с.11-12

<sup>12</sup> [www.credit-deriv.com/evolution.htm](http://www.credit-deriv.com/evolution.htm)

<sup>13</sup> Волков С.Н. Моделирование и оценивание кредитного риска // Бизнес и банки. - 2000. - №46 - с.11-12

<sup>14</sup> [www.credit-deriv.com/evolution.htm](http://www.credit-deriv.com/evolution.htm)

использования кредитных деривативов. Это, в свою очередь, способствовало расширению круга участников финансового рынка, готовых вступать в сделки с новыми производными инструментами.

Стоит отметить, что на протяжении всей истории существования кредитных деривативов, государственные органы многих стран совершенствовали законодательные нормы, регулирующие операции с новыми видами производных финансовых инструментов. Однако наиболее заметное влияние на развитие рынка кредитных деривативов оказала деятельность Международной ассоциации по свопам и деривативам. Именно этой международной негосударственной организацией был разработан стандартизированный пакет документов, позволивший существенно снизить транзакционные издержки, что, в свою очередь, привело к росту ликвидности рынка.

Итак, *основными предпосылками* возникновения кредитных деривативов являются:

- потребность в страховании предпринимательской деятельности от изменения конъюнктуры посредством заключения срочных контрактов, позволяющих хеджировать риски;
- объективный процесс развития мирового финансового рынка, современные тенденции глобализации и либерализации мировой экономики, усиление роли финансового инжиниринга;
- усиление волатильности на рынках долговых ценных бумаг и финансовые кризисы в Юго-Восточной Азии, России и Латинской Америке, которые существенно увеличили кредитные риски;
- совершенствование методов количественной оценки и управления кредитным риском, адаптация разработанных методик к ценообразованию кредитных деривативов;
- целенаправленная работа регулирующих органов различных стран по совершенствованию законодательных норм и стандартизации документации для совершения операций с кредитными деривативами;
- развитие банковских технологий и повышение эффективности управления рыночными рисками.

В результате воздействия указанных факторов появились кредитные деривативы.

В экономической литературе даются разные определения кредитных деривативов: "...Кредитные деривативы – это контракты, с помощью которых осуществляется передача кредитного риска от покупателя дериватива его продавцу"<sup>15</sup>, "...Кредитные деривативы – производные инструменты, предназначенные для управления кредитным риском"<sup>16</sup>. "Кредитные деривативы – это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива. Как правило, активы принадлежат бенефициару на праве собственности".<sup>17</sup>

*Ключевой особенностью* кредитных деривативов является то, что они отделяют обладание и управление кредитным риском от других количественных и качественных аспектов владения финансовыми активами. Они позволяют участникам рынка торговать риском и активом по отдельности. При этом перенос кредитного риска по указанному в контракте активу путем осуществления платежей обусловлен наступлением определенных условий или событий, которые называют кредитным случаем.

Мировой рынок кредитных деривативов является одним самых быстрорастущих сегментов международного финансового рынка и рынка производных ценных бумаг. По оценке Британской банковской ассоциации, размер мирового рынка кредитных деривативов в конце 2006 года достиг 21трлн \$, а к началу 2009 года составит 33трлн \$.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> Афанасьев А., Лапина К., Рудько-Силиванов В. Кредитные деривативы как механизм управления пририском при взаимодействии банковского и реального секторов экономики <http://www.rcb.ru>.

<sup>16</sup> Наумов М. Западня для риска. \ <http://www.barjkir.ru>

<sup>17</sup> Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. М: КНОРУС -2004. с.

121

<sup>18</sup> BBA Credit Derivatives Report 2006/ [www.bba.org.uk](http://www.bba.org.uk)

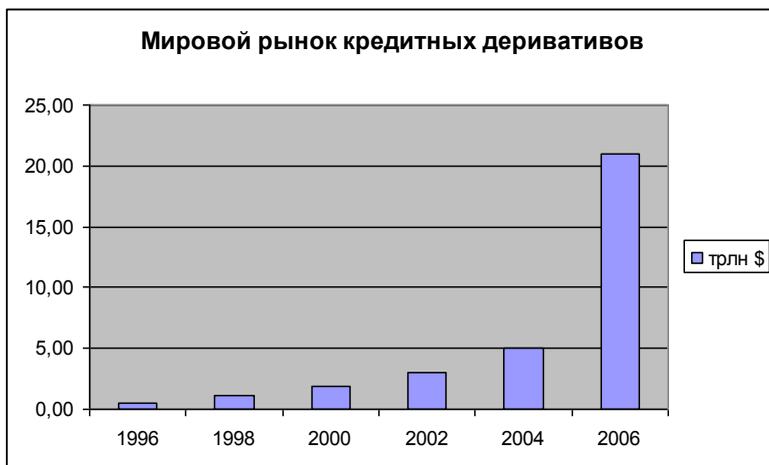


Рисунок 5.1 Динамика мирового рынка кредитных деривативов<sup>19</sup>

*Основными задачами кредитных деривативов являются:*

- ◆ Обеспечение контроля кредитного риска по долговым инструментам или корзине долговых инструментов;
- ◆ Снижение концентрации риска в портфеле долговых инструментов;
- ◆ Создание синтетических активов, отвечающих специфике конкретного банка;
- ◆ Возможность управления риском для оптимальной диверсификации кредитного портфеля;
- ◆ Обеспечение выгоды за счет принятия риска по кредитному портфелю другого банка.

По результатам исследования, проведенного *Международной ассоциацией управляющих кредитными портфелями (IACPM), Международной ассоциацией по свопам и деривативам (ISDA) и Ассоциацией риск – менеджмента (RMA)*, в котором приняло участие более 40 крупнейших инвестиционных и коммерческих банков мира, абсолютное большинство опрошенных участников использует или планирует применять кредитные деривативы в

---

<sup>19</sup> Источник: BVA Credit Derivatives Report 2006

управлении кредитными портфелями.<sup>20</sup> В то же время анализ ответов свидетельствует все еще об ограниченном привлечении этих операций по сравнению с другими способами управления кредитным риском, что видно из Таблицы 5.2.

Таблица 5.2<sup>21</sup>

**Структура активов кредитного портфеля банков**

	менее 5 % от портфеля	5-25% от суммы портфеля	25-50% от портфеля	более 50 % от портфеля
Межбанковские кредиты	7%	29%	34%	22%
Синдицированные кредиты	20%	39%	27%	10%
Облигации	66%	27%	2%	0%
Непокрытые линии	0%	29%	49%	17%
Кредитная защита, проданная через кредитные деривативы	83%	12%	0%	0%
Риск контрагента	51%	34%	7%	2%
Основные или синдицированные бумаги в рамках CDO	71%	25%	0%	0%

На момент опроса доля кредитного риска в виде кредитной защиты, проданной посредством кредитных деривативов составляет, менее 5% от величины кредитного портфеля. В то же время участники опроса, оценивая различные способы управления кредитным портфелем по пятибалльной системе, присвоили весьма высокую рейтинговую величину кредитным деривативам – 2,97.22

*Структура мирового рынка кредитных деривативов* включает следующие элементы:

<sup>20</sup> <http://www.iacpm.org>

<sup>21</sup> Источник: British Bankers' Association – Credit Derivatives Report 2006

<sup>22</sup> C. Smithson, S. Brannan, D. Mengle, M. Zmiewski. Results from the 2002 Survey of Credit Portfolio Management Practices". – [www.iacpm.org](http://www.iacpm.org).

- Участники операций с кредитными деривативами.
- Государственные и надгосударственные регулирующие органы.
- Некоммерческие организации, объединяющие участников и рынка.
- Рейтинговые агентства.

*Основными участниками* мирового рынка кредитных деривативов являются банки, страховые компании, пенсионные фонды, для которых использование кредитных деривативов способствует диверсификации и хеджированию кредитных активов и портфелей. Кроме того, с их помощью добиваются увеличения доходности на капитал с учетом норматива достаточности капитала, появляется возможность создания высокодоходных синтетических активов и проведения спекулятивных операций на основе собственных прогнозов в отношении качества того или иного кредитного актива.

Второе место по активности на мировом рынке кредитных деривативов занимают *хедж-фонды*. Их удельный вес в общем объеме кредитных деривативов почти удвоился с 2004 года и составляет около 30%. Основным мотивом для этих организаций на мировом рынке кредитных деривативов является продажа - покупка кредитного риска по недоступным высокодоходным активам. Кроме того, фонды могут использовать кредитные деривативы для хеджирования, когда какую-либо позицию нежелательно ликвидировать из-за налоговых или бухгалтерских причин. Таким образом, для хедж-фондов основным мотивом участия является возможность получения дохода, что на практике реализуется посредством продажи кредитной защиты.

Еще одним крупным участником мирового рынка кредитных деривативов являются страховые компании, доля которых на рынке кредитных деривативов составляет около 15%. *Страховые компании* все чаще используют финансовые рынки в качестве канала для распределения страховых рисков.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Romain G.Ranciere. Credit Derivatives in Emerging Markets

[\\pages.stern.nyu.edu/~sjournal/articles\\_00/credit\\_derivatives.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~sjournal/articles_00/credit_derivatives.htm)

Остальных институциональных инвесторов можно объединить в одну группу участников рынка кредитных деривативов. Сюда относятся такие организации как взаимные и пенсионные фонды. Совокупный объем сделок этих операторов рынка не превышает 6-7%.

В последнее время активизировали свою деятельность на рынке кредитных деривативов промышленные и торговые предприятия и организации. Большую роль в вовлечении корпораций в операции с кредитными деривативами сыграли банки, которые в конкурентной борьбе предлагают клиентам новые привлекательные продукты. Второе направление развития операций с кредитными деривативами связано с управлением риска контрагентов - поставщиков и заказчиков. На практике же чаще встречается хеджирование не отдельных контрактов, а всех обязательств партнера в течение определенного периода времени.

В итоге, состав участников мирового рынка кредитных можно представить в Таблице 5.3.

Таблица 5.3<sup>24</sup>

**Участники мирового рынка кредитных деривативов**

Отрасль	Покупатели кредитной защиты, %	Продавцы кредитной защиты, %
Банки	59	44
Хедж-фонды	28	31
Корпорации	2	3
Страховые компании	7	17
Взаимные фонды	1	2
Пенсионные фонды	1	2
Прочие	2	1

Основными регулирующими органами на рынке кредитных деривативов выступают, как правило, Центральные банки.

<sup>24</sup> Источник: British Bankers' Association – Credit Derivatives Report 2006

Немаловажную роль также играют налоговые службы и органы, регулирующие внешнеэкономическую деятельность. Но наиболее значимую роль в регулировании рынка кредитных деривативов принадлежит наднациональным регулирующим организациям. Так, значительный вклад в регулирование операций с кредитными деривативами внесли Банк международных расчетов (BIS) и Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS). Основная направленность действий этих организаций заключается в регламентации расчета рисков при проведении операций с кредитными деривативами.

Огромную роль в создании эффективного правового поля на данном рынке играют негосударственные некоммерческие организации:

- Международная ассоциация по свопам и деривативам.
- Британская банковская ассоциация.
- Всемирная ассоциация профессионалов риск – менеджмента.

*Международная ассоциация по свопам и деривативам* была первой структурой, которая предприняла попытку идентифицировать и снизить источники риска в операциях с деривативами. К наиболее важным достижениям этой Ассоциации можно отнести разработку Генерального соглашения<sup>25</sup>, обширную публикацию материалов по различным типам деривативов, регулирование правовых отношений в области неттинга, популяризация методов риск – менеджмента.

*Британская банковская ассоциация* обеспечивает участников рынка объективной информацией о состоянии и перспективах рынка кредитных деривативов, продвигает на рынок новые инструменты.

*Всемирная ассоциация профессионалов риск – менеджмента* в отличие от предыдущих организаций концентрирует свою деятельность на работе непосредственно со специалистами, отвечающими за риск-менеджмент в организациях, а не с банковскими организациями. Данный институт способствует повышению квалификации и профессионализма риск – менеджеров

---

<sup>25</sup> <sup>3</sup> ISDA Master Agreement (Генеральное Соглашение) - стандартизированная документация, рекомендованная при заключении сделок с производными финансовыми инструментами.

всего мира, что является существенным фактором функционирования, в том числе рынка кредитных деривативов.<sup>26</sup>

На рынке кредитных деривативов значительную роль играют ведущие рейтинговые агентства, такие как Standard & Poor's, Moody's и Fitch. Можно выделить следующие направления деятельности рейтинговых агентств на рынке кредитных деривативов:

Присвоение рейтингов непосредственно инструментам кредитных деривативов.

Присвоение кредитных рейтингов базовым активам кредитных деривативов.

Кредитные рейтинги являются надёжным индикатором рискованности вложений, что, в свою очередь, воздействует на цены долговых инструментов. Оценка кредитного риска заемщика позволяет участникам рынка не только учесть его величину при выполнении установленных нормативов, но и определить справедливую цену фондового актива.

## **6. Международный рынок драгоценных металлов**

### **6.1. Международный рынок драгоценных металлов: содержание и виды**

Многотысячелетняя история обращения драгоценных металлов тесно связана с историей цивилизации. Драгоценные металлы сыграли огромную роль в открытии континентов и отраслей промышленности, в формировании и трансформации валютной системы, становлении и развитии денежно-кредитных отношений. С течением времени менялись функции и роль благородных металлов, но они по-прежнему занимают важное место в национальной экономике и международных отношениях.

В современных условиях с одной стороны происходит сокращение денежных функций, например, золота, а с другой стороны, возникают новые формы экономического бытия этого драгоценного металла. Не уменьшается тезаврационный,

---

<sup>26</sup> <http://www.garp.com>

спекулятивный спрос на золото, возрастает его инвестиционная привлекательность.

*Международный рынок драгоценных металлов* представляет собой сферу экономических отношений между участниками по поводу сделок с драгоценными металлами и ценными бумагами, которые котируются в золоте (золотые сертификаты, облигации, фьючерсы и т.п.).

На международном рынке драгоценных металлов обращается золото, серебро, платина и металлы платиноидной группы.

Золото известно с древнейших времен. Основными золотодобывающими местами были Египет и Пиренейский полуостров. Считается, что в одной из надписей времен Тутанхамона (XIV в. до н.э.) содержится имя Рени, который был первым исследователем золотых руд.

Рассмотрим международный рынок золота. Золото – весьма редкий металл, хотя и находится в горных породах, морской воде, земной коре. Например, в одной тонне земной коры находится лишь 4 мг золота. Встречаются в природе и крупные самородки. Так, в России самый крупный самородок был найден в 1842г. весом более 36 кг, а в Австралии был обнаружен в 1869г. самородок весом 70,9 кг. Тем не менее, золото добывается не в виде самородков, а в основном из коренных (рудных) и рассыпчатых месторождений. Правда, концентрация как рудного, так и рассыпчатого золота незначительная. Содержание металла в руде до 2 грамма на одну тонну считается богатым. В ЮАР есть рудники, где концентрация золота составляла более 30 граммов на одну тонну руды.

Золото сыграло огромную роль в развитии экономики. На определенном этапе развития цивилизации золото стало функционировать как деньги<sup>27</sup>. На базе золота формировалась и

---

<sup>27</sup> Денежные функции выполняли разные товары: рыба (например, в Древней Исландии), мех пушного зверя (на Руси и в Скандинавии), скот (в Древней Руси княжеская казна именовалась скотницей, а казначей назывался скотником), соль, янтарь, люди (рабы в Западном Судане). Не только в древности, но и более развитом обществе некоторые товары сохраняли функции денег. Так, в Америке в XVIII в. фунт табака рассматривался денежной единицей, а в XIX в. на границе с Китаем такой единицей служил стандартный кусок китайского шелка.

развивалась денежно-кредитная система. Золото сыграло важную роль в длительном функционировании золотого стандарта, который представляет собой систему денежного обращения, когда стоимость денежной единицы страны приравнивалась к официально установленному количеству золота, а деньгами служили золотые монеты или банкноты, конвертируемые в золото по установленному курсу.

Золотой стандарт, по свидетельству историков, возник в XV в.<sup>28</sup>, но официально он был оформлен в 1819 г., когда Британский Банк принял закон, в соответствии с которым необходимо было менять банкноты на золото по фиксированному курсу. Германия, Франция и США ввели Золотой стандарт в 1875 г., 1878 г. и 1879 г. соответственно. Главной задачей в период действия золотого стандарта было поддержание со стороны Центрального банка паритета между национальной валютой и золотом, а для этого требовался соответствующий золотой резерв. Классическая система золотого стандарта перестала существовать в годы первой мировой войны. В качестве международных резервов стала использоваться иностранная валюта – франк, фунт стерлингов, доллар США. Золото использовалось в международных расчетах. В дальнейшем происходила эволюция в сторону снижения роли золота в валютной сфере. В результате соглашения в Бреттон-Вудсе вместо золотого был провозглашен золотодевизный стандарт. В качестве резервных активов выступали иностранные валюты наряду с золотом, которое рассматривалось как основной резервный актив. А в 70-е годы XX в. на основе ямайских соглашений была отменена официальная цена на золото, которое перестало играть роль основного резервного актива. В США в 1971 г. была отменена конвертируемость доллара в золото. Процесс демонетизации золота был довольно длительным, противоречивым, и, по мнению некоторых специалистов еще не завершился<sup>29</sup>. Они полагают, что золото сохраняет роль чрезвычайных мировых денег, обеспечения международных кредитов, воплощения богатства. Кроме того, официальные золотые

---

<sup>28</sup> Некоторые специалисты относят возникновение золотого стандарта к XVIII в. См.: Аникин А.В. Золото. – М.: Международные отношения, 1988

<sup>29</sup> См. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2000

запасы выступают как международные активы и служат показателем кредитоспособности страны.

За всю историю человечества добыто около 225 000 тонн золота. В мире прогнозные ресурсы желтого металла составляют 61 000 тонн.

В настоящее время в международных финансовых организациях - Банке международных расчетов, Международном Валютном Фонде и Центральном Европейском банке, а также в 16 государствах мира сосредоточено 80% или 27 000 тонн золота<sup>30</sup>.

Прогнозные ресурсы золота распределены по странам следующим образом.

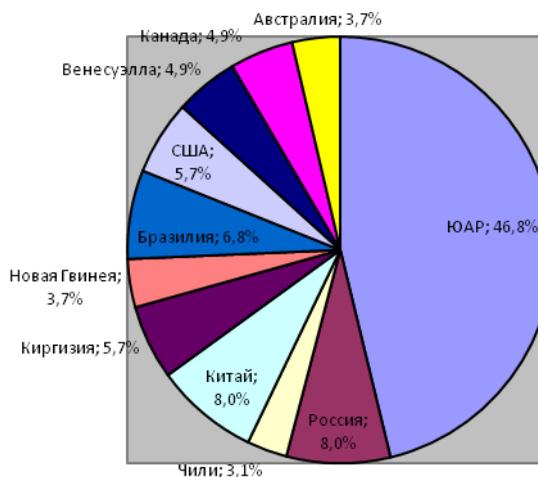


Рис. 6.1 Прогнозные ресурсы золота<sup>31</sup>

В настоящий момент мировой рынок золота представляет собой совокупность международных и внутренних рынков с разветвленной структурой глобальной торговли физическим металлом и производными инструментами.

<sup>30</sup> М. Чекулаев Ставка на золото. // Национальный банковский журнал, 2004, № 11

<sup>31</sup> Источник: аналитическое агентство Gold Fields Mineral Services и Gold Institute (Великобритания)

В *организационном* плане рынок золота – это специальные центры торговли золотом, где осуществляются сделки по купле-продаже этого металла.

Субъектами рынка выступают центральные и коммерческие банки, корпорации и отдельные лица.

Рынки золота подразделяются на *внутренние и мировые*.

*Внутренние рынки* представляют собой рынки отдельного или нескольких государств, предназначенных для местных инвесторов и тезавраторов. Отличительной чертой является значительная степень регулирования со стороны государства. Это касается вопросов ценообразования, установления квот, тарифов, налогов на движение драгоценных металлов. На внутренних рынках золота используется национальная валюта или доллар США.

В некоторых странах существуют черные рынки. Их функционирование обусловлено жестким государственным регулированием, когда запрещается ввоз или вывоз драгоценного металла, когда налоговые барьеры сдерживают торговлю золотом. На таких рынках предложение золота связано с контрабандной поставкой металла.

*Мировые рынки золота* характеризуются:

- развитой рыночной инфраструктурой;
- широким спектром операций;
- заключением крупных сделок;
- незначительным кругом участников (крупные банки, специализированные компании, государственные органы);
- отсутствием таможенных барьеров;
- проведением операций по правилам, которые устанавливаются самими участниками рынка и саморегулируемыми организациями;
- круглосуточным проведением операций;
- открытым характером проводимых операций.

Крупнейшие рынки золота находятся в Лондоне и Цюрихе.

*Лондонский рынок* золота функционирует с XVIIIв., когда на этом рынке осуществлялась перепродажа добытого в колониях желтого металла посредническими компаниями. Доминирующему положению Лондона способствовало поступление золота из стран Британского Содружества, прежде всего из ЮАР. Золото с

Лондонского рынка вывозилось в европейские страны, на внутренние рынки Азии, Ближнего Востока. Особенность этого рынка состоит в том, что он выступает в роли основного перераспределительного центра, куда стекается желтый металл из мест его производства и уходит к конечным потребителям на внутренние рынки. Доминированию Лондонского рынка также способствует и проведение золотого фиксинга – установление цены на золото.

На Лондонском рынке объектом торговли являются стандартные слитки и монеты. При этом предметом сделок могут выступать монеты старой чеканки периода золотого стандарта, современные монеты массовой чеканки, используемые для тезаврации и спекуляции, а также монеты старых образцов, но с новыми датами чеканки. Кроме того, Лондонский рынок является центром проведения клиринговых операций с драгоценными металлами.

Определенную роль в позиционировании Лондонского рынка сыграл “Золотой пул”, созданный в 1961г. и представляющий собой наднациональную организацию, в которую входили центральные банки США, Франции, Великобритании, Италии, Швейцарии, Бельгии, Нидерландов и Германии. Цель пула заключалась в поддержании цены на золото на официально установленном уровне, в координации действий монетарных властей по проведению единой политики на рынке золота. Банк Англии выступал в тот период агентом пула. Золотой пул прекратил свое существование в 1968г.

В настоящее время *координирующим центром* на Лондонском рынке является Лондонская ассоциация рынка золота (The London Bullion Market Association). Данная ассоциация была создана в 1987г. и включает две группы участников: маркетмейкеров и обычных участников. Маркетмейкеры должны поддерживать котировки на продажу и покупку. Тем самым они способствуют формированию цены. В роли маркетмейкеров выступают крупные банки, такие как Deutsche Bank, JP Morgan Chase Bank, N.M. Rothschild & Sons Ltd, Credit First Boston и другие, т.е. такие структуры, которым присущи высокая капитализация, высокие кредитные рейтинги, разветвленная клиентская сеть, огромный опыт работы с драгоценными металлами.

Обычные участники не принимают участие в формировании цены, и в своей деятельности ориентируются на маркетмейкеров. К

ним относятся крупные финансовые компании, торгующие золотом, и фирмы, которые занимаются рафинированием металла, изготовлением стандартных слитков.

Значительную конкуренцию Лондонскому рынку составил рынок золота в *Цюрихе*. Этому способствовало ряд причин, среди которых - переориентация поставок золота из ЮАР, традиционный нейтралитет Швейцарии, функционирование Лондонского рынка для нерезидентов (это ограничение было устранено лишь в 1979г.)

*Цюрихский рынок* является крупнейшим мировым центром по реализации желтого металла, через этот рынок проходит почти половина золота, которое необходимо для удовлетворения спроса на золото со стороны промышленности и населения.

Этот рынок характеризует ряд особенностей. Прежде всего, это касается структуры рынка. Организационной формой выступает пул крупнейших банков страны универсального типа. Члены пула являются дилерами и проводят сделки с золотом за свой счет в отличие от Лондонского рынка, где участники рынка являются брокерами. Поэтому прибыль участников Цюрихского рынка формируется за счет разницы в ценах покупки и продажи. Банки – члены пула имеют свои аффилированные мощности, что повышает привлекательность рынка золота в Швейцарии. Для золотопромышленников Цюрихский рынок является более привлекательным, так как он позволяет им реализовать металл непосредственно членам пула, а не через посредников. Кроме того, на Цюрихском рынке предлагается широкий спектр операций, а также возможность совершать сделки во всех центрах торговли золотом, так как швейцарские банки имеют представительство в этих центрах. В Швейцарии довольно эффективно работает розничный рынок по продаже золотых слитков и монет.

Активные операции с золотом международного характера проводятся в Нью-Йорке, Гонконге, Чикаго, Дубае.

Развитие IT-технологий порождает серьезные изменения в торговле благородными металлами. Операции с драгоценными металлами осуществляются в Интернет, что создает специфический рынок. Центральные банки не выпускают валюту, обеспеченную золотом. Но появились компании, которые выпускают электронные деньги, обеспеченные золотом. Первая система золотых электронных

денег, единицей в которой служит грамм или тройская унция (31,1г.) золота, была создана в 1996г. Уже спустя 10 лет совокупный золотой запас таких систем составлял около 9 тонн золота. Золотые электронные деньги защищены от валютного риска, и они являются интернациональными.

## **6.2 Участники международного рынка драгоценных металлов**

На международном рынке драгоценных металлов совершают операции следующие участники:

- добывающие компании;
- профессиональные брокеры и дилеры;
- центральные банки;
- коммерческие банки;
- промышленные потребители;
- инвесторы.

*Добывающие компании* поставляют на рынок основную часть драгоценных металлов, поэтому являются ведущими участниками рынка.

По масштабу своей деятельности их можно разделить на две категории:

- небольшие компании, которые не имеют возможности вести дела непосредственно с брокерскими конторами;
- огромные корпорации, которые ведут дела во всех сферах рынка золота. Эти компании проводят свои операции в масштабах достаточно значительных для мгновенных изменений цен, вследствие чего их деятельность находится под пристальным вниманием других участников рынка;

*Профессиональные брокеры и дилеры* закупают драгоценные металлы, прежде всего золото, и затем перепродают его другим банкам. Иногда банки закупают металл для пополнения своих резервов.

Английский банк (“Bank of England”) с первых дней своего существования (1694г.) является центром торговли благородными металлами и по сей день остается главным учреждением, контролирующим Лондонский оптовый рынок слитков золота. После калифорнийской и австралийской «золотых лихорадок» в 50-х гг.

XIX в. рынок золота расширился, и появились брокерские конторы, специализирующиеся на операциях с золотом в слитках («Moccata & Goldsmith», «N.M./ Rotshild and Sons», «Samuel Montague», «Sharps Pixley»).

В прошлом их деятельность заключалась главным образом в импорте золота, которое они покупали у зарубежных золотодобывающих компаний, и в продаже слитков Английскому банку. Эти фирмы стали первыми брокерами на рынке золота, выступая в качестве агентов-посредников между продавцами и покупателями и зарабатывая себе комиссионные при заключении сделок.

Фирмы, торгующие золотом в слитках, действуют как в качестве брокеров для покупателей, так и в качестве первичных дилеров, удерживая свои собственные позиции в торговле благородными металлами с целью получения прибыли за счет динамики цен. Лондонская ассоциация рынка золота, представляющая интересы участников на оптовом рынке делит их на две категории: участники, формирующие рынок (маркет-мейкер – market maker), и обычные участники.

Фирмы, выступающие в качестве маркет-мейкеров, обязаны при запросе своих клиентов и других маркет-мейкеров котировать цену на металл. Обычные дилеры, как правило, устанавливают цены только для своих агентов и не обязаны формировать рыночные цены.

Брокеры выступают посредниками и способствуют заключению торговых сделок, “соединяя” между собой покупателей и продавцов золота. Брокеры действуют по поручению своих клиентов и за их счет. Они получают вознаграждение в виде комиссионных при заключении сделки. В роли брокеров могут быть банки, фирмы и отдельные лица.

В настоящее время перечисленные фирмы, также как другие брокеры, не ограничиваются брокерскими операциями и активно участвуют в торговле золотом за свой счет.

Брокеры располагают хранилищами, которые позволяют им осуществлять операции в порядке консигнационной торговли золотом. При этой форме владелец металла (консигнант) передает его брокеру (консигнатору) для продажи. Право собственности на золото вплоть до получения денег сохраняется за продавцом. Брокер

иногда за счет покупателя или продавца доводит золото до необходимой покупателю кондиции.

Дилеры – участники рынка, которые покупают золото от своего имени за свои деньги или деньги, полученные в виде кредита. Приобретенное золото они реализуют различным покупателям. На международных рынках действует ограниченная группа дилеров, на внутренних – их состав значительно шире.

Дилеров международного рынка относят к экономической элите мира. В роли дилеров выступают крупные банки либо компании, теснейшим образом связанные с банками, т.е. дилеры, зачастую являющиеся их дочерними фирмами. Дело в том, чтобы вести дилерские операции, нужны крупные суммы денег, которые не могут быть сконцентрированы без постоянного движения ссудного капитала, т.е. банковского кредита.

*Центральные банки* с одной стороны выступают как крупные инвесторы, располагающие большим объемом металла, а с другой - являются крупнейшими продавцами и покупателями металлов. В их функцию также входит установление правил игры на золотом и финансовом рынках.

Наибольшим влиянием обладает центральный банк США – Федеральная резервная система (“US Federal Reserve System” - US FED). Далее за ним следует центральный банк Германии – Бундесбанк (“Deutsche Bundesbank”), в Великобритании – Банк Англии (“Bank of England”, называемый еще Old Lady).

Центральные банки других стран также играют существенную роль на рынке драгоценных металлов, поскольку значительная часть национальных резервов своей страны они хранят в виде золота. Вследствие большой величины этих запасов действия центральных банков могут оказывать решающее влияние на рынок золота. В прежние времена на долю центральных банков приходилось, как правило, примерно половина закупок всего поступающего на рынок золота, однако с 1971 года после того, как исчезла возможность обмена долларов США на золото, банки превратились в «чистых» продавцов.

Английский банк относится к группе центральных банков, которые торгуют золотом за свой счет и выпускают золото на рынок с целью получения некоторой финансовой прибыли на свои золотые

резервы. Английский банк и Банк международных расчетов действуют на рынке и от имени других центральных банков.

*Коммерческие банки* осуществляют операции с золотом и выступают на международном рынке как продавцы или покупатели, пользуясь услугами брокеров и дилеров. Во многих случаях они выполняют брокерские и дилерские операции, имея отношения с производителями и потребителями металла.

В настоящее время коммерческие банки имеют лицензии на право участия в международной торговле золотом. При этом активные операции проводят и российские коммерческие банки.

К *промышленным потребителям* относятся производители ювелирных изделий, промышленные предприятия и аффинажные предприятия.

Так, значительную часть клиентуры предприятий по очистке золота составляют различные отрасли промышленности, нуждающиеся в получении золота с различными конкретными характеристиками. Несмотря на то, что промышленные предприятия часто осуществляют свои первоначальные приобретения через брокерские фирмы, имеющие золото на консигнационных складах, в некоторых случаях именно брокерские конторы занимаются очисткой и облагораживанием золота от имени и по поручению своих клиентов.

Кроме промышленного потребления наличных слитков существует также *инвестиционный спрос*, например, со стороны пенсионных фондов и частных инвесторов. На них рассчитаны определенные виды слитков и монет.

Инвесторы, за исключением частных лиц, могут быть и поставщиками. Особую роль в этом случае играют различные фонды и международные организации.

*Инвесторы* представляют собой обширную категорию участников рынка золота и могут быть разделены на множество групп. Формы инвестиций в золото включают приобретение золотых монет, слитков или ювелирных изделий, дилерство на неопределенных условиях на рынке продаж за наличные или же участие в опционах и скупке золота в спекулятивных целях, а также приобретение акций каких-либо организаций и фондов, которые могут иметь золото или связанных с инвестициями в золото.

В Северной Америке и в Европе имеется тенденция к превращению инвесторов в спекулянтов, которые с помощью таких способов, как торговля золотом за счет залоговой суммы, фьючерсные сделки и опционы, пытаются в течение коротких промежутков времени получить прибыль вследствие изменения цен без физического приобретения или поставки золота. Азиатские инвесторы, в отличие от американских и европейских, стремятся к физическому накоплению золота в слитках различных форм и рассматривают инвестиции в золото в качестве средства, позволяющего выходить из критических финансовых ситуаций.

Эффективным для инвесторов являются операции с золотом, когда в стране их пребывания растет или падает курс валюты, ибо это воздействует в сторону удешевления или удорожания металла на местном рынке.

### **6.3 Ценообразование на рынке драгоценных металлов**

Формирование цены на драгоценные металлы, в том числе и на золото – это *многофакторный процесс*, протекающий под действием совокупности фундаментальных, технических, спекулятивных факторов, но при этом *соотношение спроса и предложения является предопределяющим*.

В структуре *спроса* можно выделить следующие виды:

- производственно-бытовой спрос (фабрикационный);
- тезаврационный спрос;
- инвестиционный спрос.

Постоянный спрос на золото предъявляют, прежде всего, покупатели, которые используют металл в производстве: в электронной, радиотехнической, машиностроительной промышленности, стоматологии, производстве монет и медалей, в ювелирной промышленности. Владение золотом в изделиях в некоторых случаях является признаком социального статуса и благополучия. В некоторых азиатских странах золотые изделия рассматриваются как символ богатства, респектабельности, и в силу этого люди предъявляют значительный спрос на желтый металл.

По некоторым оценкам структура потребления золота выглядела следующим образом, например, в 2005г.: государственные резервы –

30%, промышленность – 10%, ювелирные изделия – 40%, производство слитков и монет – 20%.

*Тезаврационный спрос* можно разделить на государственный и частный.

*Государственный тезаврационный спрос* связан с образованием золотых запасов. Формальная демонетизация золота в определенной степени снижает значение золотых запасов, но их реальная ценность сохраняется и по сей день.

Национальные золотые запасы официально принадлежат в разных странах центральным банкам, казначействам, специальным государственным учреждениям, т.е. правительственным организациям.

Определенные золотые запасы есть у Международного валютного фонда (МВФ). Следует отметить, что после реформирования международной валютной системы (Ямайское соглашение 1976г.), МВФ возвратил часть запаса странам – членам Фонда и часть запаса реализовал на свободном рынке. Судьба же оставшейся части золота (более 3 тыс. тонн) до сих пор не решена.

Держателем значительного запаса желтого металла является Европейский Банк. В результате образования Европейского Союза страны-участницы передали по 20% своих запасов в специальный фонд, при этом золото физически не покидало национальные хранилища.

Определенный запас золота есть и у Банка международных расчетов, акционерами которого являются центральные банки многих стран мира.

Золотые запасы государств содержатся в специальных хранилищах в виде слитков.

*К частным тезаврационным накоплениям* золота относятся стандартные слитки, мелкие слитки различного веса и формы, монеты, медальоны, медали.

*Инвестиционный спрос* на золото предполагает вложения в физический металл, в акции золотодобывающих компаний, монеты, медальоны и другие инвестиционные объекты в целях получения дохода.

Что касается *предложения* золота, то важно подчеркнуть, что золото имеет особенность не исчезать после его извлечения из недр.

Основными источниками поступления металла на рынок являются:

- первичная добыча;
- детезаврация;
- переработка вторичного золотосодержащего сырья.

Предложение первичного металла поступает из золотодобывающих стран, где производится золото путем добычи из недр и переработки золотосодержащего сырья или в виде попутного извлечения золота при выплавке цветных металлов. В настоящее время золото добывается более чем в 70 странах мира, а крупными поставщиками являются ЮАР, США, Австралия, Китай, Россия, Индонезия и Перу.

Золотодобыча является капиталоемким, затратным бизнесом. Известно, что в мире действует огромное количество компаний, добывающих драгоценные металлы, но большая часть производства осуществляется крупными фирмами. В ЮАР, например, основной объем производства металла приходится на 6 корпораций. Последние годы характеризуются процессами слияний и поглощений, что приводит к усилению конкуренции, образованию крупнейших концернов по добыче золота.

Золото поступает на мировой рынок и в результате переработки вторичного золотосодержащего сырья, скрапа, промышленных отходов, содержащих драгоценный металл. Из этого источника ежегодно поступает около 30% золота от первичной добычи. Ведущими центрами по переработке металла являются Индия, Египет, Турция.

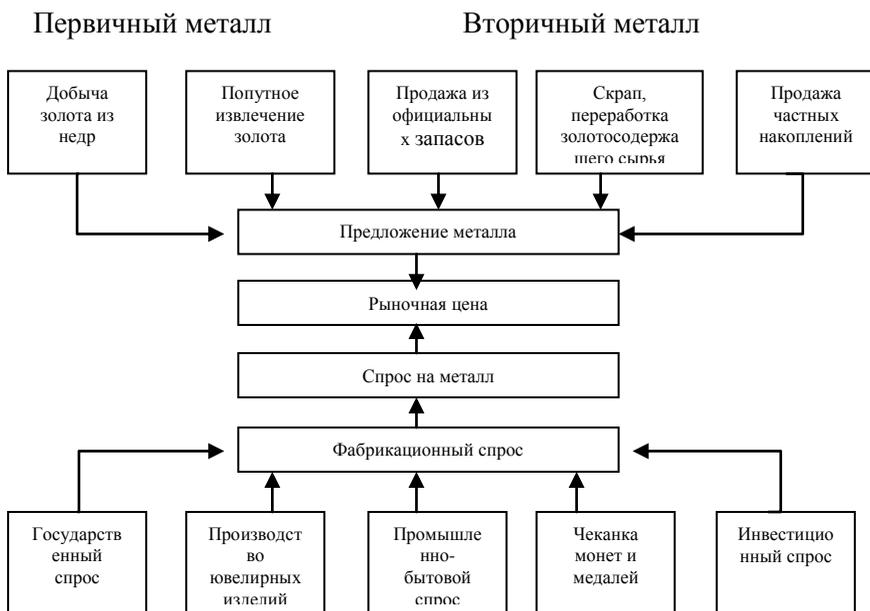
Детезаврация означает поступление золота из государственных и частных накоплений металла.

Итак, ценообразование на рынке золота происходит под воздействием соотношения спроса и предложения (рис.6.2). Кроме того влияние оказывают такие факторы как инфляционные ожидания, изменение валютного курса и процентных ставок. Специалисты в данной области называют 10 “С”, оказывающих свое влияние на цену на рассматриваемом рынке:

- Commodity price levels – динамика цен на товары;
- Consumption patterns – модели поведения потребителей;

- Currency changes and trends – тенденции, складывающиеся на валютном рынке;
- Continental changes in economic growth patterns – изменения в темпах экономического роста в разных странах мира;
- Current account trade deficits – дефицит платежного баланса по счету текущих операций;
- Central Bank holding and hedging loans – состояние золотых резервов Центробанков;
- Conflict and crises ( economic and political) – экономические и политические конфликты, кризисы;
- Consumer inflation – инфляция (выраженная индексом потребительских цен);
- Contrarian nature of gold – противоречивая природа золота:
- Constraints on owning and trading gold – ограничения на покупку и торговлю золотом.

С учетом сказанного можно проиллюстрировать образование цены на мировом рынке золота.



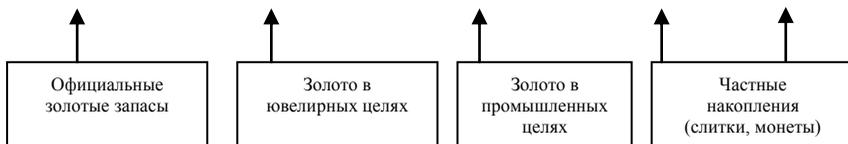


Рис. 6.2. Формирование цены на рынке золота

#### 6.4. Операции с золотом на мировом рынке драгоценных металлов

К основным видам операций с золотом можно отнести:

- сделки, связанные с торговлей физическим металлом;
- сделки с золотом в качестве финансового инструмента.

Объектом торговли при физической поставке металла является золото в слитках. Различают стандартные и мерные слитки.

*Стандартные слитки* это слитки золота, отвечающие международным или внутренним, национальным стандартам. Наиболее известным стандартом является “London Good Delivery”.

Основные требования:

1. Вес слитка – 350-400 унций (11,5-13 кг).
2. Аффинажная фирма, проставляющая клеймо на слитке, должна быть включена в специальный список лондонского рынка.
3. Химически чистого основного металла должно быть не менее 99,5 % лигатурной массы слитка.
4. На слитке должны быть указаны:
  - а) проба;
  - б) серийный номер;
  - в) клеймо изготовителя и органа пробирного надзора;
  - г) вес с точностью до 0,025 тройских унций (до 0,78 грамма).

На поверхности слитка не должно быть пор и углублений, слиток должен быть удобен для переноски и складирования.

К *мерным* слиткам относятся слитки весом и пробой меньше стандартных. В России, например, принято решение об изготовлении мерных слитков весом от 1 до 1000 г. золота.

Кроме слитков организована продажа золотых монет.

*Слитковые* монеты не имеют коллекционной стоимости, оцениваются исключительно по содержанию золота и в этом отношении они подобны мелким слиткам. Подобные монеты появились в 1957г., когда в Англии был выпущен золотой соверен с содержанием 7,33 г. золота. Десятилетием позже в обращение был представлен кюгерранд (ЮАР) с содержанием золота в одну тройскую унцию, эта монета весьма популярна в мире. За тридцать с лишним лет было выпущено кюгеррандов общим весом более 1500 тонн золота, что превышает аналогичный показатель по всем остальным монетам, обращающихся на рынке вместе взятых. В дальнейшем на рынок поступили золотые монеты из США, Канады, СССР, Австралии, Германии, России.

Характерными чертами слитковых монет являются:

- довольно большой тираж обеспечивает доступ широкому кругу инвесторов;
- чистый вес металла в монете кратен тройской унции или ее долям;
- незначительный размер премии к стоимости металла;
- при оформлении монет используются аллегии стран-эмитентов и элементы государственной символики;
- для изготовления монет используются традиционные технологии;
- слитковым монетам придается статус законного платежного средства, что позволяет пользоваться налоговыми и таможенными льготами на внутреннем и международном рынках.

*Коллекционные* монеты имеют ряд существенных отличий от слитковых:

- небольшой тираж выпуска;
- большие затраты по оформлению монет и их чеканке;
- разнообразие художественного оформления выпусков;

- чистый вес металла в монете не обязательно кратен тройской унции или ее долям.

Все это повышает размер премии к стоимости металла, и, как следствие, создает более высокую стоимость коллекционных монет.

Золото используется довольно широко и как финансовый инструмент. Прежде всего, это относится к так называемым *обезличенным металлическим счетам*.

В международной практике применяются две основные схемы обезличенного обращения драгоценных металлов. В США обезличенное обращение драгоценных металлов осуществляется, прежде всего, в форме складских свидетельств (депозитарных расписок, warrants и т.д.). В Европе, переход прав собственности на драгоценные металлы закрепляются записями на металлических счетах при совершении соответственно операций с драгоценными металлами по привлечению и размещению - зачисление, списание и иные операции - производятся по металлическим счетам. При формировании концепции развития рынка драгоценных металлов в России за основу была взята европейская система обращения драгоценных металлов.

Центральным банком РФ была разработана методика использования металлических счетов применительно к российским условиям. Эта методика предусматривает, что между клиентом и банком заключается договор по двум типам счетов:

- счетам ответственного хранения;
- обезличенным счетам.

*Счета первого типа* предназначены для учета металлов, переданных банку на ответственное хранение. Когда принимаются слитки, то фиксируется проба, размер, вес, изготовитель, серийный номер и другие характеристики слитков. В случае хранения монет фиксируются их номинал, состояние, год чеканки и количество.

Особенностью счетов ответственного хранения является то, что золото и другие металлы, зачисленные на счета не могут использоваться банком для проведения каких-либо операций с ним. В договоре между клиентом и банком оговариваются перечень операций, проводимых по счету, условия зачисления на счет и возврата металла со счета, а также размер вознаграждения за хранение металла.

*Обезличенные металлические счета* подразделяются на следующие виды:

- счета срочные; на них зачисляются драгоценные металлы, которые могут быть получены их владельцами по истечении оговоренного срока;
- счета до востребования; принятый на этот счет металл может быть получен клиентом в любое время;
- корреспондентские межбанковские металлические счета, через которые проводятся сделки с золотом между клиентами, обслуживаемыми различными банками.

Кредитные организации совершают также сделки с драгоценными металлами с различными сроками поставки драгоценных металлов. При этом различают сделки спот, своп и форвардные сделки.

*Спот-сделка* предполагает немедленную поставку, когда дата поставки денежных средств и драгоценных металлов дата валютирования устанавливается в пределах двух рабочих дней от даты заключения сделки. Ценовые параметры в спот-сделках с физическим золотом определяются по цене лондонского рынка. Стандартный размер лота составляет 5000 тройских унций.

*Своп-сделка* означает, что расчеты по поставке металла и денежных средств могут проводиться разными датами валютирования. Суть операции состоит в купле-продаже золота с одновременным осуществлением обратной сделки. Стандартная сделка по этим операциям включает 32000 унций (1 тонну).

На международном рынке драгоценным металлов практикуются различные виды свопов.

*Своп по времени (финансовый своп)* представляет собой сочетание наличной и срочной контрсделки: покупки (продажи) одного и того же количества металла на условиях “спот” и продажи (покупки) на условиях “форвард”. Дата исполнения более близкой сделки именуется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку сделки – датой окончания свопа. Обычными сроками погашения “своп” считаются 1, 3, 6 месяцев и год.

Такие операции позволяют конвертировать золото в валюту с сохранением права выкупа золота по истечении “свопа”.

*Своп по качеству металла* представляет собой сделку, которая применяется тогда, когда требуется золото более высокой пробы, нежели то, которое имеется в наличии. При этом происходит одновременная покупка (продажа) металла одного качества против продажи (покупки) золота другого качества.

*Своп по местонахождению* – это такой вид свопа, который означает покупку (продажу) золота, например в Лондоне, против продажи (покупки) его в другом месте, например в Цюрихе, что предполагает получение определенной премии в зависимости от конъюнктуры рынка.

*Форвардными сделками* называют операции, когда поставка металла и сроки расчетов превышают два рабочих дня от даты заключения сделки. Заключая форвард-сделку, покупатель стремится застраховать себя от повышения в будущем цены металла на спотовом рынке. Продавец, в свою очередь, преследует цель обезопасить себя от снижения цен в будущем. Поскольку форвард-сделку нельзя аннулировать, то можно уравновесить или закрыть форвардную позицию путем купли-продажи оговоренного сделкой количества золота по текущему курсу с дальнейшей его продажей по курсу, установленному форвардным контрактом.

Операции типа “спот”, “своп”, “форвард” осуществляются с реальным металлом на межбанковском рынке в отличие от операций “фьючерс” и “опцион”, которые осуществляются на биржевом рынке.

*Фьючерсный контракт* предусматривает обязательство продать или купить золото в обусловленный срок по цене, согласованной в момент заключения контракта. Заключение фьючерсного контракта осуществляется через брокерскую компанию – члена биржи.

В мировой практике фьючерсные контракты на золото торгуются на нескольких биржах. В нижеприведенной таблице перечислены биржи и краткая характеристика контрактов.

Таблица 6.1

Крупнейшие биржи мира

Биржа	Местонахождение	Объем контракта	Проба золота	Единица и валюта
-------	-----------------	-----------------	--------------	------------------

				расчетов
“Комекс”	Нью-Йорк	100 унций	995	долл. за унцию
“Симекс”	Сингапур	100 унций	995	долл. за унцию
“Током”	Токио	32.151 унций	999.9	яп. иена за 1г
Люксембургская биржа золота	Люксембург	100 унций	995	долл. за унцию

Опционный контракт дает владельцу право в течение определенного срока купить или продать золото или отказаться от выполнения контракта.

Организатором и посредником торговли опционными контрактами является биржа. Она выступает как третья сторона в сделках с контрактами, т.е. в роли покупателя для любого продавца и в роли продавца для любого покупателя.

Благодаря современной развитой системе электронной связи можно торговать одновременно на нескольких биржах и почти круглосуточно.

Нью-Йоркская и Токийская биржи ориентированы в основном на международную торговлю, другие же биржи функционируют преимущественно в пределах определенных регионов, хотя и представляют возможности для покупателей и продавцов из других стран.

Основную роль в торговле фьючерсными и опционными контрактами играет брокерская компания, которая аккредитована на бирже и выступает как официальный представитель биржи. Она информирует своих клиентов о состоянии торговли на бирже, учитывает их поручения и оформляет необходимые документы.

Все расчеты, связанные с покупкой и продажей контрактов, а также их взаимное погашение ведутся клиринговой системой в автоматическом режиме с использованием новейших средств современной техники. Это обеспечивает высокую точность и скорость расчетов.

Фьючерсные и опционные контракты на золото заключаются для осуществления спекулятивных операций и сделок по хеджированию. Спекулятивные операции предназначаются для получения прибыли. Хеджирование представляет собой операцию по страхованию покупателя и продавца золота с целью предотвращения риска потерь от возможных колебаний цен на металл.

Хеджирование рисков на рынке золота вызвало к жизни систему финансовых инструментов, позволяющих сглаживать риски неблагоприятного изменения процентных ставок по металлу. К ним относятся соглашение о процентных ставках (GOLDFRA) и золотые процентные свопы (Gold Interest Rate Swaps).

Наиболее известным инструментом является соглашение о форвардной ставке (Forward Rate Agreement) – договор, в котором оговаривается процентная ставка по металлу. По нему контрагенты берут обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе процентных ставок, одна из которых является твердой (фиксируется в контракте), а другая плавающей. Платежи будут рассчитываться относительно контрактного номинала. Условия контракта включают в себя форвардный период, который начинается с некоторой даты в будущем.

Серия контрактов, заключенных по одному контрактному курсу, образует золотой процентный своп. При этом покупатель будет выплачивать фиксированный, а получатель плавающий процент, а продавец – наоборот, получать фиксированный, а выплачивать – плавающий процент.

## **7. Международный валютный рынок**

### **7.1. Международный валютный рынок: сущность, виды, участники**

*Международный валютный рынок* представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи иностранной валюты, по согласованию интересов покупателей и продавцов валюты, по установлению валютного курса под воздействием спроса и предложения.

*Предпосылками* формирования и дальнейшего развития валютного рынка послужили:

- углубление международных экономических связей;
- усиление концентрации и централизации банковского капитала;
- развитие межбанковских корреспондентских отношений;
- создание мировой валютной системы;

- широкое распространение системы кредитования для проведения международных расчетов;
- отмена валютных ограничений во многих странах.

С *организационной* точки зрения международный валютный рынок выступает как совокупность всех современных информационно-компьютерных технологий, позволяющих бесперебойно осуществлять валютные операции на национальном, региональном и международном уровне.

*Основными функциями* международного валютного рынка являются:

- осуществление международных расчетов;
- тесная взаимосвязь с развитием мировой валютной системы;
- обеспечение взаимосвязи мировых валютных и кредитных рынков;
- регулирование валютных курсов;
- получение прибыли участниками рынка;
- проведение валютной политики, направленной на регулирование валютных отношений.

*Основными участниками* мирового валютного рынка являются банки и другие финансовые учреждения, брокеры и брокерские фирмы, валютные биржи, международные валютно-кредитные и финансовые организации.

Условно участников можно разделить на три группы.

Участники *первой* группы осуществляют операции как в собственных целях, так и в интересах клиентов. При этом участники могут работать на рынке, вступая в прямой контакт друг с другом, либо действовать через посредников. К этой группе относятся центральные банки, различные коммерческие банки и прочие финансовые учреждения.

*Центральные банки.* Их роль на современных валютных рынках чрезвычайно важна, ибо они занимают стратегическое положение на валютных рынках и оказывают на валютные отношения значительное влияние. Главная задача центральных банков заключается в осуществлении валютной политики правительства страны, которая в свою очередь, зависит от политической и экономической ситуации в стране и в мире.

*Коммерческие банки.* Проводят основной объем валютных операций, как конверсионных, так и депозитно-кредитных. Помимо удовлетворения заявок клиентов банки могут проводить операции и самостоятельно, за счет собственных средств.

На мировых валютных рынках наибольшее влияние оказывают крупные международные банки, ежедневный объем которых достигает миллиард долларов. Это такие банки, как Deutsche Bank, Barclays Bank, Union Bank of Switzerland, Citibank, Chase Manhattan Bank, Standard Chartered Bank и другие. Их основным отличием являются крупные объемы сделок, которые могут привести к изменениям валютных курсов.

*Валютные биржи.* В ряде стран функционируют валютные биржи, в функции которых входит осуществление обмена валют для юридических лиц, мобилизация свободных денежных ресурсов и формирование валютного курса.

Благодаря развитию телекоммуникационных технологий большинство ведущих финансовых учреждений мира пользуется услугами бирж круглые сутки напрямую или через посредников. Наиболее крупными мировыми биржами являются Лондонская, Нью-йоркская и Токийская валютные биржи. В России крупнейшей валютной биржей страны является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). С 1992г. Центральный банк РФ устанавливает официальный курс российского рубля с учетом результатов валютных торгов на ММВБ. Электронная система торгов позволяет банкам заключать сделки по широкому спектру иностранных валют на этой бирже.

*Вторую* группу участников международного валютного рынка составляют специализированные брокерские и дилерские организации. Помимо проведения собственных валютных операций, они осуществляют информационную и посредническую функции.

*Третья* группа участников включает финансовые небанковские учреждения, юридические и физические лица. Участники третьей группы лично не осуществляют операции с иностранными валютами, а пользуются услугами банков.

Среди институтов небанковского характера на валютном рынке действуют страховые, пенсионные фонды, инвестиционные компании, хедж-фонды.

*Фирмы, осуществляющие внешнеторговые операции.* Это компании, которые активно участвуют в международной торговле, предъявляют устойчивый спрос на иностранную валюту (в частности, импортеры) и предложение иностранной валюты (экспортеры), а также размещают и привлекают свободные денежные средства в краткосрочные депозиты, номинированные в разных валютах. При этом проводят конверсионные и депозитные операции на валютном рынке.

*Частные лица.* Они получили возможность участвовать на валютном рынке благодаря внедрению во второй половине 80-х гг. XX века маржинальной торговли (с использованием кредитного рычага). Они могут инвестировать свободные денежные средства на валютном рынке и получать доход, значительно превышающий проценты по банковским вкладам. Такую возможность физическим лицам предоставляют дилинговые центры. Доступность Интернета привела к бурному развитию Интернет - трейдинга. Осуществление сделок с валютами производится посредством информационно-торгового терминала, предоставляемого дилинговыми центрами бесплатно. Как правило, дилинговые центры также предлагают различные обучающие курсы по теории и практике работы на рынке FOREX.

Валютный рынок состоит из множества национальных валютных рынков, которые в той или иной степени объединены в мировую систему.

В зависимости от объема, характера валютных операций и количества используемых валют, различают *мировые, региональные и национальные* валютные рынки.

На мировых рынках осуществляются сделки с валютами, широко используемыми в мировом платежном обороте. Мировые валютные рынки сосредоточены в мировых финансовых центрах в Западной Европе, США, на Дальнем и Ближнем Востоке, в Юго-Восточной Азии. Среди них выделяются три крупнейших валютных центра мира: в Лондоне, Нью-Йорке, Токио. 40% мирового валютного оборота приходится на европейский рынок, 40% - на американский, 20% - на азиатский.

На региональных валютных рынках проводятся сделки с определенными и конвертируемыми валютами.

Национальный валютный рынок – это рынок, где совершаются операции с определенными валютами и который обслуживает валютные потребности одной страны.

Межбанковский рынок иностранной валюты подразделяется на два основных сектора: биржевой и внебиржевой.

На биржевом секторе валютного рынка операции с иностранной валютой могут совершаться через валютную биржу или при операциях с производными финансовыми инструментами частично на товарных и фондовых биржах. Валютные биржи являются некоммерческими предприятиями, действующими на основании устава. Их основные функции заключаются не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных средств через покупку-продажу иностранной валюты и в установлении ее валютного курса. При этом сделки с иностранной валютой проводятся в строго определенное время биржевой сессии. Биржевой валютный рынок имеет ряд достоинств: является наиболее дешевым источником иностранной валюты; обладает абсолютной ликвидностью, высокой степенью организации и контроля. Особенностью и одним из основных отличий биржевого рынка от внебиржевого является то, что биржевой рынок не только и не столько обеспечивает проведение валютообменных операций, сколько он играет важную роль в формировании валютных курсов иностранных валют.

*Характерными чертами* международного валютного рынка являются:

- *ликвидность*: рынок оперирует огромными денежными массами и позволяет осуществлять открытие или закрытие позиции любого объема практически по существующей на данный момент рыночной котировке;

Ежедневный объем сделок на рынке Forex оценивается в 1-3 триллиона долларов в день, что составляет от одного до трех годовых бюджетов США.

- *доступность*: возможность проводить валютные операции круглосуточно.
- *гибкое регулирование системы организации торговли*: на валютном рынке позиция может быть открыта на заранее установленный срок по желанию инвестора, что позволяет

заранее планировать по времени свою будущую деятельность;

- *низкие издержки*: рынок Forex не требует значительных комиссионных расходов, кроме естественной рыночной разницы между ценой покупки и ценой продажи, предоставляемой трейдеру банком;
- *направленность рынка*: движение валют имеет вполне определенную направленность, которая отражает присущие конкретной валюте изменения в динамике, что позволяет инвестиционным менеджерам формировать соответствующую стратегию.
- *интернационализация экономики и бизнеса*. В течение последних десятилетий в деловом мире усилилась конкуренция за расширение рынков. Становление рыночной экономики в бывших социалистических странах и адекватное вовлечение их в систему валютных отношений способствовало росту валютной торговли, появлению новых видов валютных сделок и возрастанию объема сделок на международном валютном рынке.
- *развитие телекоммуникаций*. Введение в действие дилинговых систем и интернет-трейдинга в конце видеоизменили торговлю валютой. Благодаря удобству, оперативности и безопасности дилинговых систем, увеличивается объем валютной торговли.
- *развитие компьютерных технологий*. Прогрессивные технологии широко используются для исполнения распоряжений клиентов, учета взаимных обязательств, предоставления рыночной информации в реальном времени, а также для взаимодействия с другими участниками валютного рынка. Новейшие программные продукты позволяют частным инвесторам проводить соответствующий анализ и делать прогноз динамики валютного курса.
- *унифицированность техники валютных операций*;
- *широкое развитие валютных операций* с целью страхования валютных и кредитных рисков.

## 7.2. Валютный курс. Режимы валютного курса

Валютный курс играет весьма значимую роль в экономике любой страны и на международном уровне. Он воздействует на международную торговлю, на инвестиционный процесс, на денежно-кредитную политику.

Валютный курс:

- требуется для проведения обменных операций при торговле товарами, услугами, при движении кредитов и миграции капиталов;
- необходим для сравнения цен на мировых и национальных рынках, а также стоимостных показателей разных стран;
- служит индикатором внешней конкурентоспособности;
- сигнализирует о характере и мерах денежно-кредитной политики в стране.

*Валютный курс* определяется как стоимость денежной единицы одной страны, выраженной в денежных единицах другой страны. Такая цена устанавливается исходя из соотношения спроса и предложения на определенную валюту или же она строго регламентируется решением правительства, обычно центральным банком.

Валютный курс отражает соотношение, как правило, пары валют, участвующих в сделке, например USD/GBP, USD/RU, где USD/GBP показывает, сколько фунтов стерлингов можно приобрести за 1 доллар.

Валютный курс RU/USD означает цену одного доллара США, выраженного в рублях.

Фиксирование количества единиц национальной валюты за единицу иностранной валюты называется *котировкой*. Котировка бывает прямой (американской) и обратной (европейской).

*Прямая* котировка предполагает фиксирование количества национальной валюты за единицу иностранной. *Обратная* котировка – установление количества иностранной валюты за единицу национальной.

Европейская, или обратная, котировка совпадает с обратной величиной прямой котировки. Например, 24.03.2008 г. прямая (американская) котировка пары российский рубль/доллар составила:

$S_{RU/USD}=0,042$ ; соответственно, обратная (европейская) котировка составит  $S_{USD/RU}= 23,77$ .

Национальную валюту называют основной, или базовой, поскольку через нее выражают цены валют. На межбанковском рынке европейские котировки традиционно используются для всех валютных курсов, за исключением английского фунта, австралийского и новозеландского доллара, чьи валютные курсы обычно отражаются в американских котировках.

Большинство сделок на мировом валютном рынке Forex – это межбанковские сделки, где различаются два вида сделок:

- *spot-сделки*, цены по которым устанавливаются в момент заключения контракта, а поставка валюты происходит в течение ближайших двух дней;
- *форвардные сделки*, цены по которым также определяются в момент заключения сделки, но поставка валюты происходит в установленный день в будущем.

Спот-курс **S** и форвардный валютный курс **F** показывают, какое количество национальной валюты требуется, чтобы купить единицу иностранной валюты. Разница состоит лишь в том, что фиксирование цены и обмен валют происходит в разное время.

Относительное изменение стоимости валюты от момента (**t-1**) до момента **t** можно вычислить следующим образом:

$$S_{t-1,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{S_t}{S_{t-1}} - 1$$

Если  $S_t$  больше  $S_{t-1}$ , то это значит, что требуется больше единиц национальной валюты, чтобы купить единицу иностранной валюты. Это говорит об обесценении или девальвации национальной валюты по отношению к иностранной валюте. Если  $S_t$  меньше, чем  $S_{t-1}$ , то это значит, что произошло подорожание или ревальвация национальной валюты относительно иностранной. Величину  $S_{t-1,t}$  можно трактовать как уровень обесценения или повышение стоимости национальной валюты.

Различают *номинальный* и *реальный* валютный курс.

Номинальный валютный курс - это цена одной валюты, измеренной в единице другой валюты. Реальный валютный курс это валютный курс, рассчитанный с учетом изменения уровня цен в обеих странах.

$$Sr = \frac{S_{\text{ном}} \times P_f}{P_d}, \text{ где}$$

$S_r$  – реальный валютный курс,

$S_{\text{ном}}$  – номинальный валютный курс,

$P_f$  – внешний индекс цен (за рубежом),

$P_d$  – внутренний индекс цен (в стране).

Другими словами, реальный валютный курс отражает стоимость потребительской корзины иностранных товаров и услуг по отношению к стоимости потребительской корзины, включающей отечественные товары и услуги.

Различают четыре вида режимов валютных курсов: свободный плавающий курс, регулируемый плавающий курс, валютный коридор и фиксированный курс.

*Свободный плавающий курс.* В системе свободного плавающего курса, валютный курс определяется под воздействием спроса и предложения валюты. При этом, центральный банк не вмешивается в этот процесс, а участники рынка определяют свои текущие и ожидаемые потребности в валюте с учетом изменения уровня цен, разницы в процентных ставках, темпов экономического роста и других экономических переменных. Установление свободного плавающего курса обычно приводит к весьма волатильному валютному курсу.

*Регулируемый плавающий курс.* Высокая волатильность валютного курса рассматривается как нежелательное и деструктивное свойство. Резкое повышение стоимости валюты страны может отрицательно повлиять на экспорто-ориентированные отрасли. С другой стороны, значительное обесценение валюты может привести к более высокой инфляции. Кроме того, волатильность обменного курса сопряжена с высокой экономической нестабильностью. Международные сделки становятся рискованными из-за неустойчивости валютного курса. Поэтому большинство стран с режимом плавающего курса стараются сгладить его колебания. Такая система называется регулируемым свободным курсом или системой грязного плавания валютного курса (*dirty floating system*).

Нивелирование колебаний валютного курса происходит в результате интервенций Центрального банка. *Валютная интервенция* означает продажу или покупку иностранной валюты

центральным банком. Для снижения курса национальной валюты осуществляется покупка иностранной валюты, а для повышения – продажа. Существуют разные типы валютных интервенций Центрального банка, в частности, когда банк вмешивается только для сглаживания однодневных колебаний, или когда банк стремится предотвратить резкие кратко- и среднесрочные колебания. Но в любом случае Центральный банк должен обладать значительным запасом иностранной валюты.

*Валютный коридор.* Установление валютного коридора – еще один инструмент в целях снижения колебаний валютного курса. Валютный коридор означает поддержание валютного курса в пределах установленных границ.

Когда устанавливается валютный коридор, то за основу принимается фиксированный валютный курс. Диапазон коридора выбирается таким образом, чтобы было приемлемое соотношение между волатильностью и гибкостью валютного курса.

*Фиксированный курс.* В системе фиксированного курса государство обязуется поддерживать установленный валютный курс. Система фиксированного курса – это тот же валютный коридор, но только с очень маленькой амплитудой колебания. Центральному банку необходимо вторгаться на рынок во всех случаях, когда валютный курс страны отклоняется от установленной величины. При этом Центральный банк осуществляет либо валютную интервенцию, либо прибегает к изменению процентной ставки или же применяет инструменты экспансионистской стимулирующей налоговой политики.

*Валютный контроль* – еще одна мера, при помощи которой государство может защитить фиксированный обменный курс.

Валютный контроль – это законодательное или административное запрещение, лимитирование и регламентацию операций с валютой. Он включает надзор, регистрацию и учет операций с валютой. Соответственно регулируются валютные, экспортно-импортные и другие внешнеэкономические операции<sup>32</sup>.

Осуществление валютного контроля сопровождается:

---

<sup>32</sup> Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. – М.: Дело и Сервис, 2003.

- проведением валютных операций через центральный банк и уполномоченные банки;
- лицензированием валютных операций;
- полным или частичным блокированием валютных средств;
- установлением дифференцированной конвертации валют для резидентов и нерезидентов.

### 7.3. Паритеты покупательной способности и процентных ставок

Установление оптимального валютного курса на мировом уровне связано с воздействием ряда факторов. К последним относят, прежде всего, покупательную способность денег и процентные ставки. В связи с этим разработаны концепции, выявляющие тонкую взаимосвязь между валютным курсом и другими макроэкономическими параметрами.

В рамках теории паритета покупательной способности в начале XX в. был предложен закон единой цены и абсолютный паритет покупательной способности шведским экономистом Г. Касселем.

*Закон единой цены гласит*, что один и тот же товар имеет одинаковую цену в разных странах, если она выражена в одной и той же валюте. В соответствии с законом единой цены можно вычислить равновесный валютный курс между двумя странами. Если действует этот закон, то валютный курс будет вычисляться следующим образом:

$$S_{d/f} = \frac{P_d^i}{P_f^i}, \text{ где}$$

$S_{d/f}$ - валютный курс (например, рубль/доллар),

$P_d^i$ - цена конкретного товара в национальной валюте (например, в России),

$P_f^i$ - цена этого же товара на внешнем рынке (например, в США).

Международная практика свидетельствует о существенном расхождении в ценах одних и тех же товаров, когда они конвертируются в одну и ту же валюту. Другими словами, закон единой цены не подтверждается на практике.

На базе закона единой цены выводится абсолютный паритет покупательной способности, но он отличается от закона единой цены, т.к. учитывается не один товар, а ряд товаров и услуг, которые входят в потребительскую корзину.

*Абсолютный паритет покупательской способности* является обобщением закона единой цены и гласит, что цены репрезентативной корзины товаров и услуг в различных странах должны быть одинаковыми, если они выражены в одной валюте:

$$S_t = \frac{P_t}{P_t^f}, \text{ где}$$

$P_t$  – внутренний, национальный общий уровень цен в момент  $t$ ,

$S_t$  – номинальный валютный курс в момент  $t$ ,

$P_t^f$  – общий уровень цен на внешнем рынке (в другой стране) в момент  $t$ .

Абсолютный паритет покупательной способности означает, что обменный курс равен соотношению уровней цен. Соответственно, для снижения уровня инфляции необходимо укрепить покупательную способность внутри страны.

В 70-е годы XX века был введен в научный оборот и практику *относительный паритет покупательной способности*. В соответствии с таким подходом колебания валютного курса объясняется сравнением не абсолютных уровней цен, а их относительным значением. Сторонники относительного паритета считают, что между волатильностью валютного курса и относительным изменением общего уровня цен в двух странах существует прямая связь.

$$S_{t-1,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{S_t}{S_{t-1}} - 1$$

Относительное изменение валютного курса зависит от уровня инфляции. Относительный паритет покупательной способности можно выразить следующим образом:

$$S_{t-1,t} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \pi_{t-1,t} - \pi_{t-1,t}^F, \text{ где}$$

$S_t$  – валютный курс в момент  $t$ ,

$S_{t-1}$  – валютный курс в момент  $t-1$ ,

$\pi_{t-1,t}$  и  $\pi_{t-1,t}^F$ , относительное изменение валютного курса в зависимости от уровня инфляции.

*Относительный паритет покупательной способности* означает, что обесценение национальной валюты составляет разность между уровнем инфляции внутри страны и в другой стране. Если уровень внутренней инфляции выше, чем уровень за рубежом, т.е. инфляционный дифференциал является положительным, то национальная валюта обесценивается (девальвируется). Когда уровень инфляции внутри страны ниже, чем в другой стране, т.е. инфляционный дифференциал – отрицательный, то относительное изменение валютного курса отрицательное и национальная валюта ревальвируется.

Исследования специалистов показали, что в целом устойчивая корреляция между валютным курсом и относительным паритетом покупательной способности проявляется в *долгосрочном периоде*. За временной промежуток в несколько лет общая тенденция такова, что движение обменного курса следует за относительным изменением общего уровня цен. Что же касается кратковременного периода, то концепция относительного паритета покупательной способности не находит своего эмпирического подтверждения и не может служить действенным инструментом для анализа краткосрочного движения валютного курса. Другими словами, на ее основе нельзя предсказать изменение обменного курса в течение короткого периода времени.

Для анализа международного финансового рынка и принятия адекватного инвестиционного решения большую роль играет *концепция процентных паритетов*. Особую значимость она приобрела в 70-е годы XX века в связи с переходом на плавающие валютные курсы.

Как известно, валютный курс по будущей сделке можно зафиксировать форвардным контрактом. Валютный курс, установленный форвардным контрактом, связан с процентными ставками по депозитам, выраженным в различных валютах. В связи с этим возникает *покрытый паритет процентных ставок*, который показывает, что отношение форвардного курса к спот-курсу определяется разницей в процентных ставках между двумя странами:

$$\frac{F_{t,t+1}}{S_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + i_{F,t})}, \text{ где}$$

$F_{t,t+1}$  – форвардный валютный курс в момент  $t$  для форвардного контракта со сроком исполнения  $(t+1)$ ,

$i_t$  – годовая процентная ставка по депозитам в национальной валюте в момент времени  $t$ ,

$i_{F,t}$  – годовая процентная ставка по депозитам в иностранной валюте в момент времени  $t$ .

Если преобразовать и прологарифмировать данное выражение, то получим:

$$i_t \approx i_{F,t} + F_{Pt}$$

Это означает, что национальная процентная ставка равна внешней процентной ставке плюс премия форвардного курса. Валюта страны с более низкой процентной ставкой должна обеспечить премию по отношению к стране, где есть более высокие процентные ставки. Соответственно, доход, получаемый при инвестировании средств в страну с более высокой процентной ставкой, нивелируется потерями из-за разности валютных курсов.

Покрытый паритет процентных ставок действует на рынках капитала, на которых отсутствуют барьеры для международных сделок, и имеется плавающий валютный курс.

Кроме того есть *непокрытый паритет процентных ставок*, который возникает, когда инвестор не обеспечивает защиту от риска обменного курса, продавая свою иностранную валюту по фиксированной заранее ставке. Это объясняется следующим образом.

Оценим ожидаемую конечную сумму вклада единицы иностранной валюты ( $N_F$ ), которая зависит от ожидаемого валютного курса  $E(S_{t+1})$  в момент  $(t+1)$ , она составляет:

$$N_F = \left[ \frac{E(S_{t+1})}{S_t} \right] \times (1 + i_{F,t}).$$

А конечная стоимость аналогичного вклада в национальной валюте будет равна:

$$N = (1 + i_{F,t}).$$

Если  $N_F > N$ , то участник сделок будет покупать (занимать длинную позицию) депозиты в иностранной валюте и продавать

депозиты в национальной валюте (занимать короткую позицию). В соответствии с непокрытым паритетом процентных ставок, такие арбитражные операции приведут к выравниванию ожидаемых конечных сумм депозитов в национальной и иностранной валюте. Таким образом, на рынке возникает равенство между отдачей от депозитов в национальной и иностранной валюте:

$$N_t = N_F$$

Или:

$$(1 + i_t) = \left[ \frac{E(S_{t+1})}{S_t} \right] \times (1 + i_{F,t}).$$

Преобразуем и прологарифмируем это выражение, в результате чего получим:

$$i_t = i_{F,t} + \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t}.$$

Как следует из этого равенства, процентные ставки по вкладам в национальной валюте должны быть равны процентным ставкам по вкладам в иностранной валюте с поправкой на ожидаемое относительное обесценение национальной валюты, это позволяет оценить текущий спот-курс:

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t}}.$$

Но что текущий обменный курс определяется совокупностью двух факторов: во-первых, разностью между текущими процентными ставками ( $i_t - i_{F,t}$ ) и, во-вторых, ожиданиями участников рынка по поводу будущей динамики валютного курса ( $E(S_{t+1})$ ). При неизменных величинах ожидаемого валютного курса и иностранной процентной ставки, увеличение национальной процентной ставки ведет к уменьшению обменного курса, что эквивалентно повышению цены национальной валюты. Падение национальной процентной ставки ведет к росту обменного курса – к обесценению.

Для более полной картины непокрытого паритета процентных ставок надо принимать во внимание следующее обстоятельство: если участники рынка не страхуют свои депозиты от будущих изменений валютного курса путем совершения форвардных сделок, и если они избегают риска, то им требуется, чтобы иностранные активы обеспечивали бы премию за валютный риск. Отсюда:

$$i_t = i_{F,t} + \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t} + \varphi_t$$

Решив уравнение для текущего обменного спот-курса, получаем:

$$S_t = \frac{E(S_{t+1})}{1 + i_t - i_{F,t} - \varphi_t}.$$

Это выражение является ключевым в анализе валютного курса. Оно связывает обменный спот-курс с рядом факторов. Так, если происходит падение ожидаемого валютного курса, то, при прочих равных условиях, это приведет к снижению текущего валютного курса. Аналогично, увеличение премии за валютный риск по иностранным вкладам также обуславливает снижение валютного курса. Наконец, валютный курс снижается и в том случае, если процентная ставка за рубежом возрастает относительно национальной процентной ставки.

## **8. Международные финансовые институты**

### **8.1. Международные финансовые институты: основные цели и задачи**

Международные финансовые институты как международные валютно-кредитные и финансовые организации создаются в соответствии с международным правом и на основе международного договора для осуществления сотрудничества и решения проблем в области валютно-кредитных и финансовых отношений.

Международные финансовые институты стали формироваться главным образом после второй мировой войны. Их возникновение связано с рядом причин:

- интернационализацией экономики и усилением глобализационных процессов;
- необходимостью межгосударственного регулирования валютно-кредитных отношений;

- потребностью решать проблемы устойчивого развития мировой валютной системы, рынков ценных бумаг, драгоценных металлов

Международные финансовые организации призваны:

- обеспечить стабилизацию международных финансовых отношений;
- разрабатывать и реализовать международную политику в области валютно-кредитных и финансовых отношений;
- осуществлять межгосударственное валютное и кредитно-финансовое регулирование.

Институциональная структура международных валютно-кредитных и финансовых отношений включает многочисленные международные организации. Одни из них, располагая большими полномочиями и ресурсами, осуществляют регулирование международных валютно-кредитных и финансовых отношений. Другие представляют собой форум для межправительственного обсуждения, выработки консенсуса и рекомендаций по валютной и кредитно-финансовой политике. Третьи обеспечивают сбор информации, статистические и научно-исследовательские издания по актуальным валютно-кредитным и финансовым проблемам и экономике в целом<sup>33</sup>.

## **8.2. Международный валютный фонд**

Международный валютный фонд (МВФ) - специализированное учреждение ООН, межправительственная организация, предназначенная для содействия международному валютному сотрудничеству в области валютно-кредитных отношений. Цели МВФ обозначены в статьях соглашения, которые выполняют роль устава МВФ:

1. Способствовать развитию международного сотрудничества в валютно-финансовой сфере в рамках постоянного учреждения, обеспечивающего механизм для консультаций и

---

<sup>33</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под редакцией Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2005, стр.383

совместной работы над международными валютно-финансовыми проблемами.

2. Содействовать процессу расширения сбалансированного роста международной торговли и за счет этого добиваться достижения и поддержания высокого уровня занятости и реальных доходов, а также развития производственных ресурсов всех государств – членов, рассматривая эти действия как первоочередные задачи экономической политики.
3. Обеспечить стабильность валют, поддерживать упорядоченный валютный режим среди государств-членов и избегать использование девальвации валют в целях получения преимущества в конкуренции.
4. Оказывать помощь в создании многосторонней системы расчетов по текущим операциям между государствами-членами, а также в устранении валютных ограничений, препятствующих росту мировой экономики.
5. За счет временного предоставления общих ресурсов Фонда государствам-членам при соблюдении адекватных гарантий создавать у них состояние уверенности, обеспечивая тем самым возможность исправления диспропорций в их платежных балансах без использования мер, которые могут нанести ущерб благосостоянию на национальном или международном уровне.
6. Сокращать продолжительность нарушений равновесия внешних платежных балансов государств-членов, а также уменьшать масштабы этих нарушений.
7. Поддерживать устойчивость валютных паритетов и устранение валютных ограничений.
8. Предоставлять кредитные ресурсы любым странам-участницам для выравнивания платежных балансов.

МВФ был создан на международной конференции в Бреттон-Вудсе (США) в 1944 г.

Штаб-квартира МВФ находится в Вашингтоне, округ Колумбия. Фонд также имеет представительства в более чем 80 странах по всему миру, что отражает его глобальный характер и тесные связи с государствами-членами.

*Организационная структура. Совет управляющих* - высший орган МВФ, состоит из представителей стран-членов (как правило, министра финансов или председателя центрального банка), назначаемых на 5 лет.

Совет управляющих занимается решением таких вопросов как:

- изменение Статей Соглашения (Устава);
- прием и исполнение членов фонда;
- выборы исполнительных директоров;
- определение и пересмотр квот.

Исполнительный совет - отвечает за текущие дела Фонда, состоит из Директора-распорядителя, являющегося его председателем и 24 исполнительных директоров, назначаемых каждые два года. Занимается широким кругом стратегических, оперативных и административных вопросов.

Международный валютно-финансовый комитет состоит из 24 членов (управляющие Фонда, министры и другие должностные лица сопоставимого ранга), собирается два раза в год. Готовит рекомендации Совету управляющих по вопросам функционирования международной финансовой системы.

*Капитал МВФ* формируется из взносов стран - членов. Каждая страна имеет квоту, которая зависит от экономического состояния страны, в частности от ВВП, золотовалютных резервов, объема операций по текущим операциям платежного баланса. Квоты деноминируются в расчетной единице, называемой специальные права заимствования (СДР). *Квота* играет весьма важную роль, ибо она определяет:

- сумму подписки на капитал МВФ;
- возможность получения кредита от фонда;
- количество голосов в фонде;
- величину СДР при их распределении.

Страны - участницы обязаны регулярно информировать МВФ о макроэкономических показателях, о платежном балансе, золотовалютных резервах и в целом о состоянии экономики.

Членство в Фонде является обязательным условием для вступления страны в МБРР и другие, валютно-кредитные организации. Россия стала членом МВФ с 1 июня 1992г.

Страна – член МВФ при присоединении к фонду должна внести в качестве подписки в капитал фонда 25% квоты в СДР или же в твердой валюте (доллар, евро, йена, фунт стерлингов), а остальные 75% - в национальной валюте.

Каждая страна - член имеет 250 голосов плюс один дополнительный голос за каждые 100000 СДР квоты. Квоты пересматриваются каждые 5 лет, их изменения должны быть одобрены большинством голосов (85%). Процедура пересмотра квот, состоявшаяся в двенадцатый раз в 2003 г., не привела к росту квоты, они остались на уровне, установленном в 1998 г. Очередной раунд должен состояться в 2008 г.

К середине 2006 г. квоты обеспечили финансовые ресурсы фонда в размере 213,5 млрд. СДР или 317,3 млрд. долларов США. У США квота составляет 37,1 млрд. СДР (около 551 млрд. долл.) или 17,08% общей величины квот, у России- 5945,4 млрд. СДР или 2,79%.

### **8.3.Группа Всемирного банка**

Группа Всемирного банка представляет собой специализированное учреждение ООН, деятельность которой направлена на оказание помощи в целях развития экономики, решения социально- экономических задач, стимулирование развития рыночных отношений в развивающихся и транзитивных странах.

В группу Всемирного банка входят: Международный банк реконструкции и развития (МБРР, 1944г.), Международная финансовая корпорация (МФК, 1956г.), Международная ассоциация развития (МАР, 1960г.), Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС,1966г.), Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (МАГИ, 1988г.)

Всемирный банк создавался для оказания помощи Западной Европе в восстановлении экономики после мировой войны. Его первый заем на сумму 250 млн. долл. был предоставлен Франции в 1947г.

На современном этапе Банк фокусирует свое внимание на достижении главной цели – обеспечение стабильности и сокращение бедности в мире, оказание беднейшим группам населения и беднейшим странам.

В настоящее время в состав Всемирного банка входит более 180 государств.

Участниками МБРР могут быть только члены МВФ.

*Основные направления деятельности:*

1. Финансирование программ в системе образования
2. Финансирование мероприятий по борьбе со СПИДОМ
3. Финансирование программ здравоохранения
4. Оказание помощи в сокращении бремени задолженности
5. Борьба против коррупции в международном масштабе
6. Помощь странам, пережившим вооруженные конфликты
7. Оказание помощи бедным странам

Всемирный банк осуществляет свою деятельность через департаменты вице – президентов (ДВП), занимающиеся конкретными регионами или секторами или борьбой с бедностью и содействием экономическому развитию. Всемирный банк управляется как своего рода акционерное общество, акционерами которого являются страны - члены этой организации. Крупнейшим акционером являются США (16,41 процента акции), за ним следует Япония (7,78%), Германия (4,49%), Великобритания(4,31%) и Франция (4,31%)<sup>34</sup>.

Высшим руководящим органом банка является *Совет управляющих*. Как правило, управляющими являются должностные лица правительств, например, министр финансов или управляющий центральным банком. Совет управляющих определяет политику банка, проводит свои совещания раз в год во время ежегодных сессий банка совместно с МВФ.

---

<sup>34</sup> <http://lnweb18.worldbank.org/ECA/rus.nsf>

Сессии проводятся лишь раз в год, конкретные полномочия делегируются Директорату (исполнительному органу). Каждое государство-член группы Всемирного банка представлено исполнительным директором. Пять исполнительных директоров назначаются государствами-членами, обладающими крупнейшими пакетами акций,- США, Японией, Германией, Францией и Соединенным Королевством. Некоторые директора выбираются от одной страны - России, Саудовской Аравии, Китая.

Капиталы Всемирного банка формируются путем подписки стран - членом на акции, а также путем эмиссии облигаций на международном финансовом рынке.

Банк выдает кредиты непосредственно правительствам или же под их гарантию. Кредиты предоставляются, как правило, на длительный срок, от 12 до 20 лет, а льготные ссуды – на 3-5 лет. Традиционное направление предоставления кредитов дополняется предоставлением ресурсов на программы структурной адаптации, развитие финансового сектора, борьбы с бедностью, социальное развитие и экологию, инфраструктурных преобразований, стимулирование частного сектора, повышение человеческого потенциала. При этом спектр кредитных инструментов весьма широк: кредиты на основе корзины валют, одновалютные кредиты по плавающей ставке, и фиксированной ставке. Кредиты банка, как правило, покрывают 30% общей стоимости проектов.

Основными задачами реализации программ являются: снижение государственного воздействия на экономику, либерализация цен, стимулирование экспорта, реформирование финансовой, а в ряде случаев и административной системы.

*Международная ассоциация развития* (МАР; International Development Association), дочерняя организация Международного банка реконструкции и развития (МБРР). МАР была создана в 1960 году для предоставления развивающимся странам кредитов и займов на более льготных, чем в МБРР условиях.

Целью МАР является устранение неравенства между странами и внутри стран, особенно в получении начального образования, элементарного медицинского обслуживания, а также обеспечение доступа к общественным благам. Кроме того, МАР финансирует

проекты на охрану окружающей среды, развитие частного предпринимательства, построение адекватной рыночной инфраструктуры.

МАР выдает кредиты странам, в которых доход на душу населения составлял менее 875 долл. США в год и у которых нет финансовых возможностей занимать средства у МБРР. Сроки погашения кредитов составляют 20, 35 или 40 лет, включая 10-летний льготный период погашения основной части. Проценты не взимаются, а комиссионный сбор составляет 0,75% фактически выделенных средств.

*Международная финансовая корпорация (МФК)* создана в 1956 г., предоставляет займы и осуществляет доленое финансирование проектов в частном секторе развивающихся стран. В состав МФК входят 178 стран-членов, которые совместно определяют ее политику и утверждают инвестиционные проекты. Для вступления в МФК, стране необходимо быть членом Международного банка реконструкции и развития (МБРР).

Задача МФК заключается в содействии экономическому развитию путем оказания поддержки частному сектору, предоставлении своим клиентам долгосрочных кредитов, гарантий, оказывая им консультативные услуги различного рода.

МФК предлагает широкий ассортимент финансовых продуктов и услуг компаниям в развивающихся странах-членах. Важнейшие виды финансовых продуктов и услуг включают:

- долгосрочные займы в основных валютах по фиксированной или плавающей ставке процента;
- инвестиции в акционерный капитал;
- синдицированные кредиты;
- управление рисками (посредничество в организации сделок “своп” с валютой и процентными ставками, проведение операций по хеджированию);

МФК финансирует проекты в самых разных отраслях промышленности и секторах экономики. Проекты в сфере финансовых услуг составляют значительную долю и охватывают широкий спектр услуг – от развития лизинговых операций, рынка страхования, ипотечного кредитования до выдачи ссуд студентам и открытия кредитных линий банкам в отдельных странах, которые, в свою очередь, предоставляют малым и средним предприятиям микрокредиты и займы.

Максимальный объем финансирования по линии МФК не должен превышать 25% от сметы суммарных затрат по новым проектам, в исключительных случаях по небольшим проектам эта доля может быть увеличена до 35%. МФК может предоставлять средства в объеме до 50% затрат пролонгированным проектам, если требуется дальнейшее их развитие.

*Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МАГИ)* основано в апреле 1988г. и является самым молодым членом группы Всемирного банка.

Цель МАГИ – поощрение иностранного прямого инвестирования в развивающиеся государства- члены для ускорения их экономического роста.

МАГИ способствует привлечению иностранных инвестиций в развивающиеся страны, предоставляя иностранным инвесторам гарантии от убытков, связанных с такими некоммерческими рисками, как экспроприация, неконвертируемость валюты и ограничения на перевод средств за границу, а также военные действия и гражданские беспорядки. Кроме того, МАГИ оказывает странам техническую помощь в распространении информации об инвестиционных возможностях в различных регионах. Это агентство оказывает консультативные услуги в целях содействия правительствам в привлечении частных инвестиций.

*Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС)* представляет собой независимую организацию, которая создана в 1965г. на основании Конвенции по

урегулированию инвестиционных споров между странами и гражданами различных государств. Цель Центра – способствовать примирению сторон и оказывать арбитражные услуги на основе положений Конвенции при возникновении споров по инвестиционным вопросам среди стран, заключивших контракты с Центром. В настоящее время насчитывается около 90 стран – членов этой организации.

МЦУИС способствует привлечению иностранных инвестиций, обеспечивая международные механизмы урегулирования и разрешения инвестиционных споров в арбитражном порядке. Многие международные соглашения об инвестициях содержат ссылки на арбитражное разбирательство в МЦУИС. Центр занимается также исследовательской работой и публикацией материалов по вопросам арбитражного права и законодательства, регулирующего иностранные инвестиции.

#### **8.4. Европейский банк реконструкции и развития**

Европейский банк реконструкции и развития был создан в 1990 году с целью оказания помощи бывшим социалистическим странам Центральной и Восточной Европы в формировании рыночных отношений.

Членами ЕБРР могут быть европейские страны, а также члены МВФ. Штаб-квартира Банка находится в Лондоне.

В Уставе ЕБРР содержится политический мандат, в соответствии с которым страны, которым Банк оказывает помощь, должны соблюдать принципы многопартийной демократии, плюрализма и рыночной экономики.

Осуществление всех полномочий ЕБРР возложено на *Совет управляющих* – высший распорядительный орган, в его составе каждый акционер назначает своего управляющего, как правило, министра финансов или лицо, занимающее аналогичную должность.

Совет управляющих выбирает Президента сроком на 4 года и его заместителя, которые являются законными представителями ЕБРР.

Совет управляющих осуществляет решение следующих вопросов:

- прием новых членов, или приостановка членства в ЕБРР;
- избрание директоров и президента Банка;
- изменение размера уставного капитала;
- внесение изменений в Устав ЕБРР.

*Исполнительным органом* является Совет директоров, в состав которого входят 23 члена, избираемые каждые три года. На Совет директоров возложено решение текущих вопросов, осуществление полномочий, делегированных Советом управляющих, реализация директивных документов Банка.

*Основные цели ЕБРР* заключаются в том, чтобы способствовать странам Центральной и Восточной Европы в создании полноценной рыночной экономики, развитии в этих странах частной собственности и предпринимательства. Для достижения данных целей ЕБРР ставит ряд задач, среди которых основными являются:

- содействие формированию и развитию частного сектора;
- привлечение зарубежного и национального капитала для функционирования рыночной экономики;
- осуществление инвестиций в реальный сектор и сферу услуг для устойчивого развития рыночных отношений;
- оказание поддержки проектам, направленным на структурные преобразования, реформирование отдельных секторов экономики, создание и развитие рыночной инфраструктуры, решение проблем окружающей среды.

Ресурсы ЕБРР включают уставный капитал, привлеченные средства и средства, которые Банк получает при погашении кредитов и в результате реализации коммерческих инвестиционных проектов. Наибольшие доли в капитале Банка имеют США (10%), Франция, Великобритания, Япония (8,5%) и Россия (4%).

ЕБРР вкладывает капитал главным образом в частные предприятия, как правило, совместно со своими коммерческими партнерами. Он осуществляет проектное финансирование банков, предприятий и компаний, инвестируя средства как в новые производства, так и в действующие предприятия. Банк также работает с государственными компаниями в целях поддержки

процессов приватизации и их структурной реорганизации, а также модернизации коммунального хозяйства.

В своей деятельности ЕБРР способствует:

- развитию промышленного производства и финансового сектора;
- активизации инвестиционной деятельности;
- проведению структурных и отраслевых реформ;
- развитию конкуренции, приватизации и предпринимательства;
- укреплению финансовых организаций и правовых систем;
- развитию адекватной инфраструктуры для поддержки частного бизнеса;
- внедрению надежно работающей системы корпоративного управления, в том числе и в целях решения природоохранных проблем.

Европейский банк реконструкции и развития стимулирует софинансирование и привлечение прямых иностранных инвестиций, вовлекает отечественный капитал и оказывает техническое содействие.

Большинство своих полномочий Совет управляющих передоверил Совету директоров, отвечающему за руководство общей деятельностью и реализацию директивных документов ЕБРР. Совет управляющих выбирает Президента, который является законным представителем ЕБРР. Президент осуществляет оперативное управление деятельностью ЕБРР согласно указаниям Совета директоров.

ЕБРР финансирует различные отрасли, но основной акцент делается на финансовый сектор, энергетику, телекоммуникации и агробизнес.

Не финансируются следующие виды деятельности:

- оборонная промышленность;
- табачная промышленность;
- производство средств, запрещенных международным правом;
- игорный бизнес;
- производства и процессы, оказывающие отрицательное воздействие на окружающую среду.

Доля ЕБРР в финансируемом проекте обычно составляет 25-30%, но может быть увеличена до 49% для краткосрочного проекта. Ставка процента по кредиту может быть как плавающей, так и фиксированной. Кредитная маржа отражает как страновые, так и коммерческие риски и соответствует конъюнктуре рынка синдицированных кредитов. Погашение основного долга обычно производится по частям равными долями каждые полгода. В соответствии с коммерческой практикой, при подписании кредитного соглашения удерживается разовый сбор на покрытие административных расходов, связанных с подготовкой проекта.

### **8.5 Банк международных расчетов**

В осуществлении валютно-кредитных операций существенную роль играет Банк международных расчетов (БМР).

БМР – первый международный банк, который был создан в 1930г. на основании межправительственного соглашения Англии, Бельгии, Германии, Италии, Франции и Японии. Эти государства подписали также конвенцию со Швейцарией, в соответствии с которой БМР был размещен в Базеле. Среди первых его учредителей, помимо центральных банков названных стран, были и отдельные коммерческие банки США. Россия является членом Банка с 1996г.

Целью создания БМР провозглашалось содействие сотрудничеству центральных банков стран-участниц и обеспечение международных расчетов между ними.

Являясь учредителями БМР, центральные банки этих стран выступают одновременно и его клиентами. Поэтому БМР часто называют международным банком центральных банков.

Управление деятельностью БМР осуществляется Общим собранием и Советом директоров, а сам Банк в сущности является расчетной палатой.

Основными его функциями являются:

- обеспечение благоприятных условий для международных финансовых операций;
- выполнение роли доверенного лица при проведении межгосударственных расчетов участников.

- проведение депозитно-ссудных, фондовых и других операций, в том числе с золотом, а также осуществление межгосударственного регулирования валютно-кредитных отношений;
- укрепление сотрудничества между центральными банками;
- совместное проведение международных операций;
- проведение консультаций по валютно-кредитным операциям.

Одной из основных операций являются инвалютные кредиты центральным банкам. Также он активно осуществляет операции “своп” с центральными банками с целью нивелирования колебаний валютного курса. БМР создан в 1930г.

Ресурсы Банка формируются за счет краткосрочных вкладов центральных банков в иностранной валюте или золоте. Стоит отметить, что денежной единицей в БМР служит франк с золотым содержанием 0,290332 г. чистого золота. Один золотой франк равен 1,941 долл. США. Другим источником ресурсов БМР являются заемные средства.

БМР является признанным в мире крупным экономическим информационно-исследовательским центром. Он проводит политику активного сотрудничества с другими международными кредитно-финансовыми организациями.

## **8.6 Парижский и Лондонский клубы**

Лондонский и Парижский клубы кредиторов представляют собой неофициальные неформальные международные объединения.

*Лондонский клуб* - это форум для пересмотра сроков погашения кредитов, предоставленных коммерческими банками (без гарантии правительства-кредитора). Это объединение получило название "Лондонского клуба" в силу того, что переговоры по реструктуризации долга между суверенными должниками и коммерческими кредиторами часто проходят в Лондоне. Данный клуб является неофициальным органом, включающим в себя коммерческие банки.

Лондонский клуб занимается реструктуризацией долгов *коммерческим структурам*, не имеет постоянного председателя или

секретариата, и его процедуры и организация носят гораздо более свободный характер.

В Лондонском клубе интересы банков-кредиторов представляет Банковский консультативный комитет, в его состав входят представители около 15 банков, предоставивших кредиты. Соглашение между консультативным комитетом и страной-должником о реструктуризации долга может быть официально подписано только в том случае, когда это соглашение поддерживают банки, на которые приходится 90-95% непогашенных обязательств должника. В Лондонском клубе не пересматривают процентные платежи, но могут изменить сроки погашения.

В Лондонском клубе реструктуризация долга включает следующие этапы:

1. Заявление о моратории. Это уведомление для всех кредиторов о том, чтобы они не осуществляли действия против страны-должника.
2. Стратегическое планирование процесса урегулирования долга. Страна-должник должна разработать стратегию реструктуризации, определить объем дополнительных запрашиваемых средств, период консолидации и погашения долга. Необходимо также подобрать внешних финансовых советников и юридических консультантов.
3. Взаимодействие с Банковским консультативным комитетом. БКК являются связующим звеном между должником и его кредиторами. Он согласовывает и документально оформляет соглашения о пересмотре долга от имени всех банков.
4. Подготовка информационного меморандума. Информационный меморандум содержит необходимую информацию о положении страны-должника, которая требуется для принятия взаимного решения о пакете реструктуризации.
5. Долги, подлежащие и не подлежащие реструктуризации (долги МВФ, Всемирному банку, ценные бумаги, размещенные по закрытой подписке и другие внешние долги

правительства, его политических ведомств, учреждений и полугосударственных предприятий, а также долги, гарантированные любыми из этих органов).

*Парижский клуб* кредиторов это неформальное финансовое объединение лидирующих банков мира. Парижский клуб более влиятелен, чем Лондонский клуб, и объединяет представителей банков-кредиторов 19 стран - Австралии, Австрии, Бельгии, Великобритании, Германии, Дании, Ирландии, Испании, Италии, Канады, Нидерландов, Норвегии, России, США, Финляндии, Франции, Швейцарии, Швеции, Японии. Парижский клуб кредиторов был создан в 1956 году для обсуждения и урегулирования проблем задолженности суверенных государств. В отличие от Лондонского клуба, Парижский клуб пересматривает долги официальным кредиторам. Когда возникает непосредственная угроза прекращения платежей, правительство страны-должника обращается к правительству Франции с официальной просьбой о проведении переговоров с представителями стран-кредиторов.

Назначаются прямые переговоры между страной-должником, которую представляют министр финансов или председатель Центрального банка, и ее кредиторами (страны-кредиторы представляют официальные лица из министерства финансов, экономики или иностранных дел). Представители МВФ, МБРР, региональных банков развития и ЮНКТАД участвуют в переговорах в качестве наблюдателей. В ходе переговоров вырабатывается комплекс рекомендаций, составляется протокол в котором официально фиксируются согласованные условия. С юридической точки зрения протокол носит только рекомендательный характер; в нем содержится предложение кредиторам и правительству страны-должника провести переговоры о заключении двусторонних соглашений о пересмотре условий погашения долговых обязательств. Хотя содержание согласованного протокола *не имеет юридической силы*, но положения протокола являются обязательными для подписавших его сторон. Представители стран-кредиторов и страны-должника должны заключить на основе положения протокола двусторонние соглашения, которые имеют обязательную силу, и юридическое

значение. Решения в Парижском клубе принимаются на основе консенсуса, т.е. предлагаемое решение должно устраивать представителей всех стран-кредиторов.

Россия является членом Парижского клуба с 1995 г. В настоящее время Россия уже погасила всю свою задолженность перед банками-кредиторами Парижского клуба.

### Список литературы:

1. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ
2. Инструкция Банка России №110-И «Об обязательных нормативах банков» от 16.01.2004г. с изменениями
3. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения. М.: Кнорус, 2006
4. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок. М.: Кнорус, 2007
5. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под ред. Красиной Л.Н., М.: Финансы и статистика, 2005