

ТЕМА НОМЕРА:

**ОБ ОСОБЕННОСТЯХ КЛИРИНГОВОЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВЫХ
РЫНКАХ**

1 (85)

январь / 2011

**Завершился чемпионат
по трейдингу на срочном рынке –
Кубок ММВБ 2010**

13



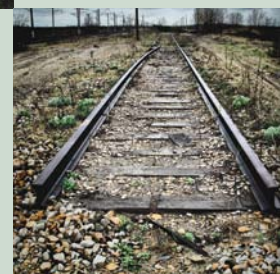
**Государственно-частное
партнерство:
Опыт Санкт-Петербурга**

15



**Ценные бумаги и злоупотребления
при строительстве железных дорог
во второй половине XIX века**

16



**Биржевое обозрение
№ 1 (85) 2010****ЗАО ММВБ**

125009 Москва,
Большой Кисловский переулок, 13
Тел.: (495) 234-48-07
Факс: (495) 202-95-17
Эл. почта: tyagay@micex.com
Интернет:
<http://www.micex.ru/infocenter/bursereview>

Издатель: ЗАО «Группа «РЦБ»»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес:
105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (495) 785-8100
Цена договорная
Отпечатано ООО «МедиаГрупп»
Тираж 4 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены.

Перепечатка — только по согласованию с ЗАО ММВБ и ЗАО «Группа «РЦБ»».
Индекс 73346. ISSN 0869-6608

СОДЕРЖАНИЕ

БИРЖЕВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

- | | | |
|---|--|--|
| 3 | Об особенностях клиринговой деятельности на финансовых рынках | Директор по биржевым технологиям
ЗАО ММВБ Сергей Майоров |
|---|--|--|

НАШИ ПРОЕКТЫ

- | | |
|----|---|
| 13 | Завершился чемпионат по трейдингу на срочном рынке — Кубок ММВБ 2010 |
| 15 | Государственно-частное партнерство |

СТРАНИЦЫ ИСТОРИИ

- | | | |
|----|---|--|
| 16 | Ценные бумаги и злоупотребления при строительстве железных дорог во второй половине XIX века | Руководитель Историко-информационного центра ЗАО ММВБ
Юрий Голицын |
|----|---|--|

**Сергей Майоров**

Директор по биржевым технологиям ЗАО ММВБ

ОБ ОСОБЕННОСТЯХ КЛИРИНГОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Проблематика клиринга на финансовых рынках, особенно актуальная в связи с принятием нового Федерального закона «О клиринге и клиринговой деятельности», всегда находилась и будет находиться в поле зрения БО. В этом номере мы публикуем статью, посвященную некоторым методологическим аспектам данной проблематики.

1. Клиринг как объект анализа (постановка задачи)

В настоящее время нет необходимости доказывать важность и обоснованность клиринга на финансовых рынках, который уже превратился в значимое экономическое явление, достойное адекватного осмысления. Между тем, как это ни покажется странным, уровень такого осмысления заметно отстает от уровня развития самого клиринга, что проявляется прежде всего в:

- определенной неупорядоченности базовой терминологии, в т. ч. в недостаточном разграничении понятий «клиринг» (*clearing*) и «расчет» (*settlement*);
- отсутствии до сих пор комплексного фундаментального анализа клиринговой деятельности (первое исследо-

вание, которое могло хотя бы отчасти претендовать на такой статус, было опубликовано только два года назад, а в России — в прошлом году)¹;

- нерешенности ряда ключевых проблем, связанных, прежде всего, с оценкой эффективности различных моделей клиринга и определением оптимальной степени конкуренции в этой сфере².

Как представляется, существование такого разрыва вызвано, главным образом, специфичностью клиринга (при этом не вся практика клиринга вовлечена в оборот, доступный для исследования)³: клиринг до сих пор выступает достаточно специальной услугой, в которой сложным образом переплетается целый ряд разнообразных аспектов. А именно:

- бизнес-позиционирование (например, вертикальная, горизонтальная или иная модель);
- выбор оптимального инструментария, в первую очередь, в части построения адекватной системы управления рисками;
- разработка соответствующего математического, в т. ч. статистического аппарата;
- надлежащее юридическое оформление и сопровождение и т. д.

В этих условиях дальнейшая теоретическая и методологическая разработка проблематики клиринга представляется как весьма целесообразной, так и все еще актуальной. В данной статье, не претендующей, разумеется, на полный охват темы, делается попытка уточнения содержания клиринговой деятель-

¹ Hasenpusch T.P. *Clearing Services for Global Markets: A Framework for the Future Development of the Clearing Industry*. — Cambridge University Press, 2009. — 568 p.; Уткин В. Внедрение и развития института центрального контрагента на финансовом рынке. — М.: ОУП «АТИСО», 2010. — 260 с.

² Hasenpush T. P. *Op. cit.* — P. 9; Майоров С. Первая после кризиса // Биржевое обозрение. — 2009. — № 6. — С. 9—11.

³ Так, в уже упоминавшейся монографии Тины Хазенпуш (*Tina Hasenpusch*), несмотря на значительный охват фактического материала, в т. ч. из неформальных источников, можно найти указания на отсутствие фактической информации по тем или иным аспектам клиринговой деятельности, например, по особенностям процедур урегулирования ситуаций несостоятельности (р. 102). Представляется, что профессионалам не составит труда пополнить перечень таких тем.



ности и ее отграничения от смежных видов деятельности.

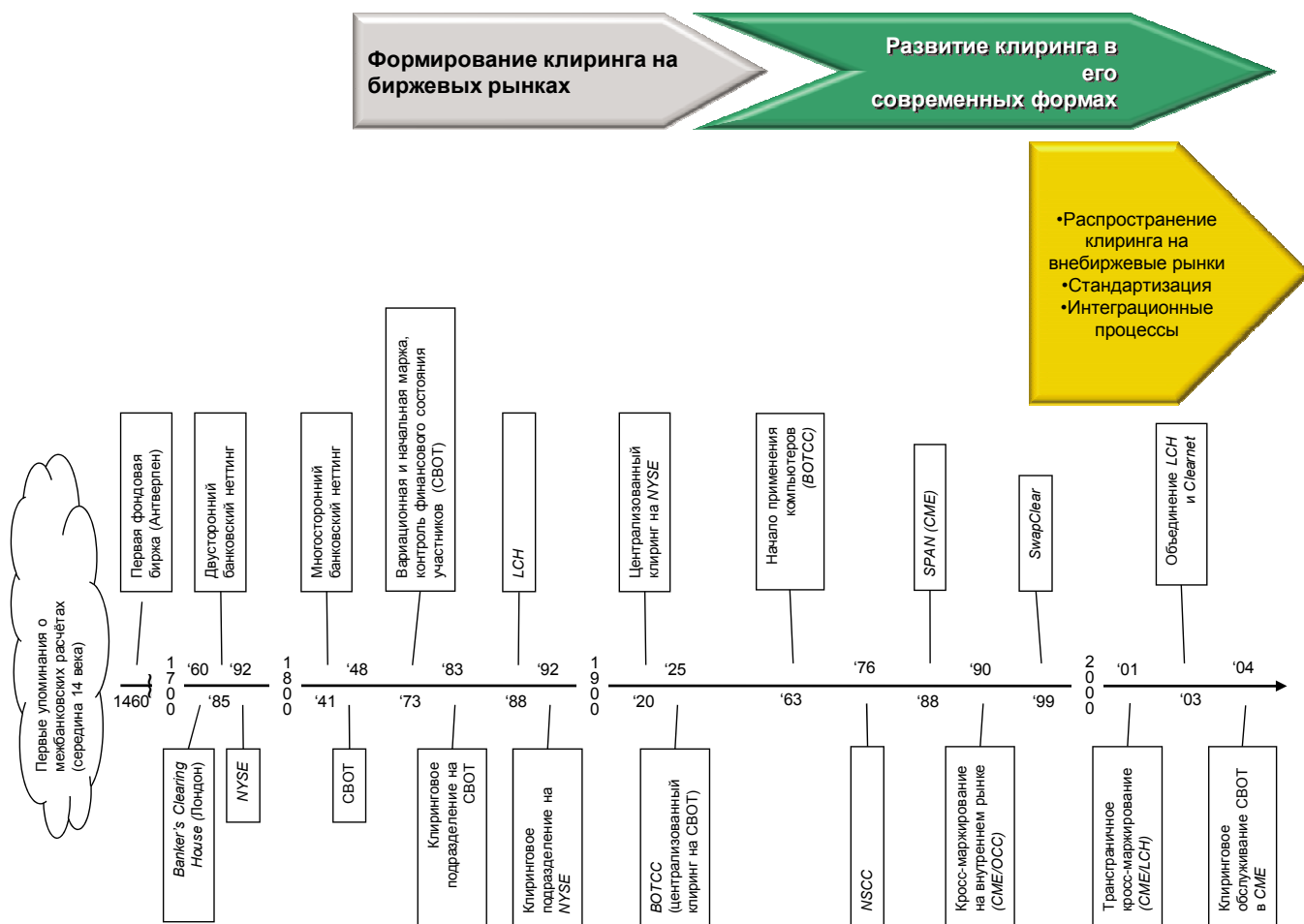
2. О содержании клиринговой деятельности на финансовых рынках

В данной статье клиринг рассматривается в качестве самостоятельного вида бизнес-деятельности (клиринговой деятельности), что, однако, не является единственно возможным подходом (см. выше, а также Вставку 3). При этом под клиринговой деятельностью будет пониматься дея-

тельность, так или иначе направленная на гарантирование исполнения обязательств⁴, под клиринговой организацией (КО) — организацией, осуществляющей такую деятельность в качестве центрального контрагента (*central counterparty, CCP*), поскольку именно *CCP* является в настоящее время наиболее адекватной юридической и организационной моделью для такой деятельности, под централизованным клирингом — клиринговой деятельностью, осуществляемая КО в качестве *CCP*.

Несмотря на то, что клиринговая деятельность как феномен финансовых рынков (см. Вставку 1) появилась уже в середине XIX в., а в узнаваемых чертах стала оформляться с 1920-х гг.⁵, ее действительная необходимость стала осознаваться, пожалуй, лишь в последнее время. Клиринг является массовой услугой и позволяет потребителям получить эффект, оправдывающий затраты, в результате использования клиринговыми организациями своих конкурентных преимуществ («экономика на масштабах», эффект специали-

Рис. 1. Основные фазы развития клиринга на финансовых рынках



Примечания:

Banker's Clearing House (Банковская клиринговая палата) — первая организация, созданная для проведения банковского клиринга (впервые применила двусторонний и многосторонний неттинг).

BOTCC (Board of Trade Clearing Corporation) — клиринговая организация *CBOT* (в настоящее время входит в состав группы *ICE*).

CBOT (Chicago Board of Trade) — Чикагская товарная биржа (первая фьючерсная биржа). Иногда переводится как «Чикагский совет биржевой торговли» с целью отличить от русского перевода названия *CME*.

CME (Chicago Mercantile Exchange) — Чикагская товарная биржа.

LCH (London Clearing House) — Лондонская клиринговая палата (первая специализированная клиринговая организация на биржевом рынке) (в настоящее время входит в состав *LCH.Clearnet*).

NSCC (National Securities Clearing Corporation) — Национальная корпорация по клирингу на фондовом рынке (США).

NYSE (New York Stock Exchange) — Нью-Йоркская фондовая биржа.

SPAN (Standard Portfolio Analysis) — система портфельного маржирования, разработанная и внедренная *CME*.

SwapClear — система клиринга внебиржевых сделок со свопами, разработанная и внедренная *LCH*.

⁴ В соответствии с ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности» клиринговая деятельность — это «деятельность по оказанию клиринговых услуг», или «услуг по осуществлению клиринга», т.е. по «определению подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате осуществления неттинга обязательств, и подготовке документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств».

⁵ Майоров С. Развитие технологий финансовых рынков: продолжение (клиринг внебиржевых деривативов и модели доступа) // Биржевое обозрение. — 2010. — № 6. — С. 8.



Вставка 1. Клиринг как феномен финансовых рынков

Под финансовыми рынками в данной статье понимаются рынки, на которых обращаются финансовые инструменты рынка наличного товара, или спот-рынка (прежде всего, ценные бумаги и валюты), а также фьючерсы, опционы и другие инструменты срочного рынка (рынка производных инструментов)⁶. С организационной точки зрения финансовые рынки могут быть биржевыми и внебиржевыми.

БИРЖЕВЫЕ РЫНКИ

Если бы данная статья писалась лет пятнадцать назад (или ранее), то вполне можно было ограничиться только биржевыми рынками — прежде всего фондовыми и срочными⁷, поскольку функции клиринга (в т. ч. CCP) возникли именно на биржевых рынках (см. рис. 1) и в течение долгого времени существовали только на них.

- Во-первых, биржевые сделки изначально заключались в торговых залах «с голоса», в результате чего требовалась сверка сделок для выявления и устранения практически неизбежных ошибок и расхождений. Подобная услуга являлась одной из исторически первых функций клиринга.
- Во-вторых, особенностью биржевой торговли является стандартизация товара и его частая покупка-перепродажа, что вызывало потребность в зачете (неттинге) обязательств. Такая услуга также являлась одной из исторически первых функций клиринга.
- В третьих, при том, что в исполнении контрагентом своих обязательств в принципе заинтересованы участники любой сделки, только, пожалуй, на биржевых рынках, одно из главных предназначений которых формирование достоверных и обществу значимых ценовых индикаторов, существует объективная (в данном смысле выходящая за рамки «непосредственных» участников сделки) экономическая потребность в таком исполнении, ибо ее отсутствие дискредитирует саму идею биржевого ценообразования. Поэтому клиринговая деятельность как деятельность по гарантированию исполнения обязательств по сделкам возникла и существует именно на биржевых рынках и не применяется, например, на автомобильном рынке (здесь защита от рисков неисполнения обязательств осуществляется иными способами).

ВНЕБИРЖЕВЫЕ РЫНКИ

В последние годы, особенно после кризиса, начавшегося в 2008 г., клиринг, ранее присущий биржевым рынкам, активно распространяется и на внебиржевые сегменты⁸. При этом даже сами инструменты зачастую начинают квалифицироваться как биржевые или внебиржевые не в зависимости от места торговли, а от того, осуществляется ли централизованный клиринг по ним⁹ или нет.

Может показаться терминологически парадоксальным, но к внебиржевым рынкам могут быть без потери смысла отнесены не все рынки, функционирующие вне бирж, а только те из них, которые могут быть разумным образом «соотнесены» с биржевыми — по составу участников, назначению инструментов, применяемым стратегиям и т. п. Так, например, рынок FOREX может считаться внебиржевым, а все тот же автомобильный рынок — нет (хотя он и, как и рынок FOREX, тоже организован «не как биржевой»).

зации и т. п.). Иными словами, пользователям выгоднее обратиться к услугам клиринговых организаций, чем самим организовывать бизнес-процессы, направленные на получение сопоставимого эффекта.

Для выражения функции клиринга как общественно-необходимой услуги зачастую применяются термины «услуга, добавляющая стоимость» (*value adding service*) и «элемент цепочки создания стоимости (*value chain*)» в соответствии с концепцией «конкурентного преимущества», предложен-

ной в середине 1980-х гг. профессором Гарвардской школы бизнеса Майклом Портером (*Michael Porter*)¹⁰. Согласно последовавшим интерпретациям данной концепции, в такой цепочке есть узлы, где проявляется «эффект рычага» (*leverage*) — резкое возрастание стоимости по сравнению с затраченными ресурсами, вызванное наличием соответствующего конкурентного преимущества¹¹. С этой точки зрения, клиринг, наряду с организацией торговли и системой расчетов (расчетно-депозитарной системой), является одним из ос-

новных элементов (узлов) *value chain* на финансовых рынках (см. рис. 2)¹².

Выступая стороной каждой сделки, КО как CCP принимает на себя все риски на контрагента (см. Вставку 2). Вследствие этого:

- КО практически гарантирует исполнение всех обязательств по совершенным сделкам, тем самым снижая издержки участников, улучшая качество рыночного ценообразования, делая возможным анонимную (а применительно к современным условиям и алгоритмическую) торговлю, повышая привлекательность соответствующих инструментов и способствуя росту ликвидности рынков и их нормальному функционированию;
- основной деятельностью CCP как элемента инфраструктуры, который принимает на себя наивысшие финансовые риски, является управление такими рисками при помощи специального инструментария (см. рис. 3)¹³.

В то же время, наличие КО (даже как CCP) не ведет к полному устранению рассматриваемых рисков:

- риски не исчезают, а перекладываются на КО, пусть и, возможно, в сокращенном виде¹⁴;
- непосредственный эффект снижения рисков имеет место только для участников клиринга — контрагентов КО как CCP. При этом риски во взаимоотношениях между этими участниками и их клиентами управляют КО в лучшем случае косвенно — гарантированием исполнения обязательств по «клиентской» сделке перед участником клиринга (т. е. перед посредником, а не самим клиентом) и определенными мерами по защите клиентов.

⁶ В статье термины «срочный рынок» и «рынок производных инструментов» используются как синонимы, равно как и термины «срочные инструменты», «производные инструменты» и «деривативы» (*derivatives*).

⁷ Вообще говоря, срочные рынки более корректно противопоставлять т. н. спот-рынкам. Однако последние в мировой биржевой практике представлены, главным образом, фондовыми рынками.

⁸ Майоров С. Указ. соч. — С. 8—9.

⁹ По-видимому, с формальной точки зрения, более корректно употреблять терминологию «клиринг обязательств по операциям/сделкам с теми или иными инструментами на тех или иных рынках» вместо «клиринга операций/сделок с теми или иными инструментами на тех или иных рынках» и уж, тем более, вместо «клиринга тех или иных инструментов/рынков». Однако потенциальная корректность — из-за ее очевидной словесной громоздкости — будет в статье иногда «приноситься в жертву» удобству изложения в соответствии со сложившимся профессиональным словоупотреблением (сленгом).

¹⁰ Портер М. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость /Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005 (2-е изд. — 2008). — 715 с.

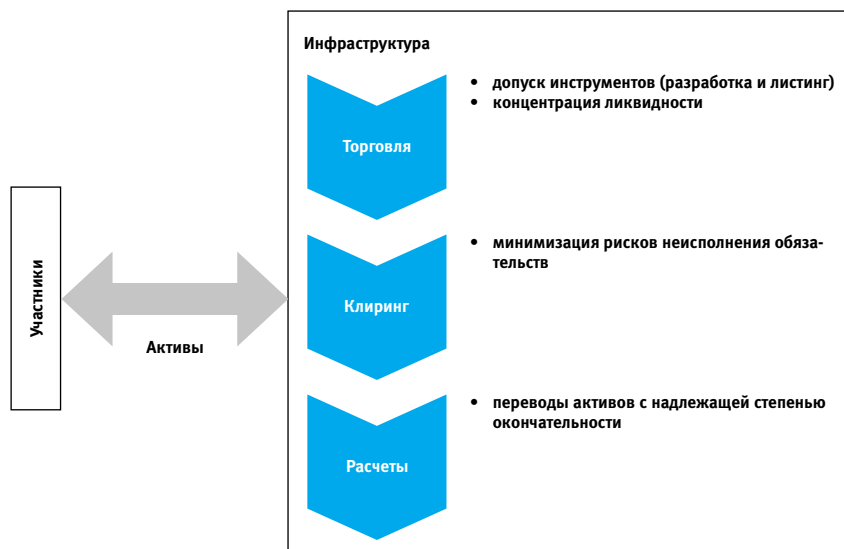
¹¹ Galper J. *Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories. A working paper.* — Paris: FIBV; April 2000. — 45 p.

¹² Общепринято располагать клиринговую деятельность после «торговой» («биржевой») и перед расчетной (расчетно-депозитарной), таким образом, рассматривая ее (наряду с последней) как «послеторговую» (*post-trade*). Это, хотя и верно логически (см. рис. 2), не всегда корректно с фактической точки зрения: выполнение некоторых клиринговых функций (допуск участников и инструментов, проверка определенных лимитов и др.) может предшествовать выполнению торговых функций.

¹³ См. также: Майоров С. Мировая индустрия срочного рынка: год спустя // Биржевое обозрение. — 2010. — № 5. — С. 8—10.

¹⁴ Общий размер рисков снижается в результате их консолидации, ведущей к взаимной компенсации разнонаправленных рисков и позволяющей оптимизировать управление ими путем получения более полной информации, стандартизации процедур и т. п.

Рис. 2. Основные элементы *value chain* на финансовых рынках.



3. Клиринговая деятельность и «смежные» виды деятельности

3.1. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И СТРАХОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Поскольку клиринговая деятельность направлена на гарантирование исполнения обязательств, она имеет, по крайней мере, де-факто, страховую функцию. Поэтому неслучайны ее достаточно тесные пересечения с традиционной страховой деятельностью:

- во-первых, страховая защита традиционно выступает одним из возможных (хотя и не обязательных) элементов гарантийных систем, создаваемых КО. При этом, однако, такое страхование носит ограниченный характер: оно применяется далеко не всеми КО, а если и применяется,

Вставка 2. Основные риски, связанные с неисполнением обязательств по сделкам на финансовых рынках

В соответствии с общепризнанной классификацией Банка международных расчетов (*Bank for International Settlements, BIS*)¹⁵, основными рисками, связанными с неисполнением обязательств по сделкам на финансовых рынках, являются¹⁶:

Табл. 1. Классификация основных рисков

Вид риска	Описание	Размер	Пример
Кредитные риски:			
риск основной суммы (<i>principal risk</i>)	Риск того, что вследствие неисполнения обязательств недобросовестным участником добросовестный участник понесет убытки в размере полной суммы своих обязательств.	Полная сумма соответствующего обязательства цены.	Покупатель ценных бумаг перечислил денежные средства продавцу, оказавшемуся банкротом, и в результате не получил ни причитающихся ценных бумаг, ни своих денег.
рыночный риск (<i>market risk</i>), или риск замещения (<i>replacement cost risk</i>)	Риск того, что вследствие неисполнения обязательств недобросовестным участником добросовестный участник понесет убытки, вызванные неблагоприятным изменением цен.	Убытки, связанные с замещением непоставленного актива по неблагоприятным ценам.	Покупатель не получил причитающихся ему ценных бумаг, а оставшиеся у него денежные средства недостаточны для их покупки из-за роста цен.
Риск ликвидности (<i>liquidity risk</i>)	Риск того, что вследствие несвоевременного исполнения обязательств недобросовестным участником добросовестный участник понесет убытки.	Убытки, связанные с необходимостью привлечения денежных средств и/или базовых активов (по той или иной ставке) для исполнения обязательств перед другими участниками.	Продавец сорвал срок поставки ценных бумаг, и покупателю пришлось срочно занять их, чтобы исполнить свои обязательства (уже как продавца) перед другими участниками.
Системный риск (<i>systemic risk</i>)	Риск того, что вследствие неисполнения (несвоевременного исполнения) обязательств одним участником другие участники также не смогут исполнить своих обязательств, что приведет к невозможности исполнения обязательств в целом.	Сумма убытков по всем рыночным рискам.	В результате, например, непоставки ценных бумаг продавцом покупатель не смог поставить бумаги тем, кому он их продал (перепродал), эти участники не смогли поставить бумаги своим контрагентам и т. д., в результате чего возникает т. н. «эффект домино».

Базовыми технологиями, используемыми для минимизации указанных рисков, являются «поставка против платежа» (*delivery versus payment, DVP*) и гарантирование исполнения обязательств со стороны КО (см. также Вставка 5), причем в последнем случае риски ограничиваются в наибольшей степени.

Табл. 2. Базовые технологии минимизации рисков

Вид риска	Технологии:	
	DVP	Гарантирование
• Риск основной суммы	•	•
• Рыночный риск		•
• Риск ликвидности		•
• Системный риск		•

¹⁵ *Delivery versus payment in securities settlement systems*. — Basle: Bank for International Settlements, September 1992. — 86 p.

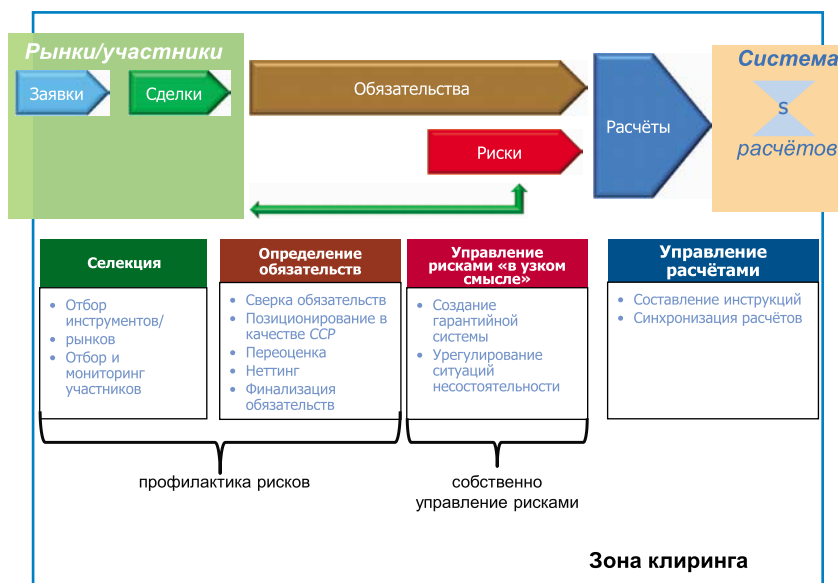
¹⁶ В статье рассматриваются, преимущественно, основные (финансовые) риски как специфичные для сферы клиринга и расчетов. Наряду с этими рисками существуют также риски более общего характера — операционные, юридические, имиджевые и т. д., анализ которых выходит за пределы статьи.

то в отношении, как правило, остальных рисков, т. е. рисков, не покрытых имеющимся обеспечением, гарантийными фондами или иными элементами гарантийной системы:

- страховые компании не предлагают клиринговым организациям услуг, учитывающих специфику их деятельности (за редкими исключениями);
- в частности, поэтому размер запрашиваемой страховой премии зачастую рассматривается как неоправданно высокий (известны случаи, когда из-за этого прекращались уже действовавшие программы);
- дорого обходится также выполнение условий этих программ — по имеющимся сведениям, некоторые страховые компании «постоянно требуют дополнительные данные, увеличивая тем самым нагрузку на сотрудников клиринговой организации»;
- во-вторых, в последние годы намечается тенденция обратного характера: проникновение индустрии срочного рынка и, соответственно, централизованного клиринга, на территорию страхования, которое может проявляться как в использовании срочных инструментов (например, *credit default swap*) в качестве заменителей страховых полисов, так и в применении клиринговых технологий (маржирование и т. д.) в качестве альтернативы системе страховых взносов¹⁷.

В то же время представляет интерес более общий вопрос: если страхование, под которым понимается т. н. страхование предпринимательского риска как разновидность имущественного страхования¹⁸, имеет цели, в принципе, сходные с клирингом, а так же более давнюю историю, то почему оно не заменило клиринг полностью и с самого начала? Иными словами, зачем вообще нужен клиринг, если уже есть страхование?

Рис. 3. Инструментарий клиринговой деятельности и управление рисками.



Вставка 3. Клиринг как правовой комплекс

Современный клиринг представляет собой развитый правовой комплекс, хотя как таковой в статье и не рассматриваемый, но все же заслуживающий упоминания, пусть даже в общих чертах. Понимая роль клиринга в финансовой системе, их необходимость для ограничения системных рисков, законодатели и регуляторы стремятся создать адекватный правовой режим для соответствующей деятельности (см. табл. 3).

Табл. 3. Правовая проблематика клиринга (базовые аспекты)

Правовой аспект	Применение к клирингу
Гражданско-правовой	Юридическое оформление CCP и неттинга. Определение порядка прекращения обязательств. Определение правового статуса средств гарантийной системы.
Несостоятельность (банкротство), исполнительное производство	Сохранность средств гарантийной системы и обеспечения для завершения расчетов.
Регулирование	Определение и юридическое оформление клиринговой деятельности. Определение правового статуса клиринговых организаций (в т. ч. проблематика совмещения). Лицензирование. Создание условий для трансграничной клиринговой деятельности.
Налогообложение	Создание адекватного налогового режима для специальных операций в ходе клиринга (перечисление вариационной маржи, взимание обеспечения и т. п.).

Как представляется, традиционное страхование не может быть универсальным средством, гарантирующим исполнение обязательств на тех рынках, где этим занимаются клиринговые организации, прежде всего потому, что у страхования и клиринга различны объекты, риски, спо-

собы урегулирования «страховых случаев» и затраты участников¹⁹. А именно:

- страхованию подлежат, как правило, единичные (разовые) крупные сделки с относительно низкой вероятностью неисполнения, но с достаточно серьезными убытками, если неиспол-

¹⁷ Это, однако, еще не означает того, что клиринговые организации начинают заниматься непосредственно страховой деятельностью. К тому же такое совмещение может наталкиваться на законодательные запреты (например, в соответствии с ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности» «клиринговая организация не вправе заниматься... страховой деятельностью»).

¹⁸ Так, согласно Гражданскому кодексу РФ, «по договору имущественного страхования одна сторона (страховщик) обязуется за определенную договором плату (страховую премию) при наступлении предусмотренного в договоре события (страхового случая) возместить другой стороне (страхователю) или иному лицу, в пользу которого заключен договор (выгодоприобретателю), причиненные вследствие этого события убытки в застрахованном имуществе либо убытки в связи с иными интересами страхователя (выплатить страховое возмещение) в пределах определенной договором суммы (страховой суммы)». Разновидностью имущественного страхования является страхование предпринимательского риска, или «риска убытков от предпринимательской деятельности из-за нарушения своих обязательств контрагентами предпринимателя или изменения условий этой деятельности по не зависящим от предпринимателя обстоятельствам, в том числе риск неполучения ожидаемых доходов».

¹⁹ То, что, традиционное страхование не в состоянии заменить собой клиринга, может объясняться также и иными причинами, как объективного (возможные различия в законодательном оформлении, в т. ч. в области применения законодательства о банкротстве, и т. п.), так и субъективного (например, отмечаемый рядом наблюдателей недостаток у страховщиков понимания финансовых рынков, умения и желания работать в условиях их повышенных рисков) характера.



Вставка 4. Клиринг и модели расчетов

Одной из ключевых задач расчетов является достижение их «окончателности» (*finality*), того, что они становятся безотзывными (*irrevocable*), т. е. поручения на перевод активов не могут быть отозваны участниками, и безусловными (*unconditional*), т. е. расчеты не могут быть отменены по инициативе расчетной (расчетно-депозитарной) организации или иной стороны²⁰.

С этой точки зрения существуют две базовые модели расчетов (как по денежным средствам, так и по ценным бумагам) — валовые расчеты (*gross settlement*)²¹ и нетто-расчеты (*net settlement*):

Табл. 4. Базовые модели расчетов

	Окончателность	Возможность овердрафтов	Преимущества	Недостатки
Валовые расчеты	Переводы по каждому поручению становятся сразу окончательными.	Как правило, не допускается (при отсутствии надлежащего количества активов перевод не производится).	Неисполнение какого-либо поручения не ведет к возникновению системных рисков.	Нагрузка на ликвидность участников.
Нетто-расчеты	Переводы по каждому поручению становятся окончательными только в конце расчетного цикла.	Допускается в ходе расчетного цикла. Однако в его конце на счете каждого нетто-дебитора должны находиться активы в размере, не меньшем чистой дебиторской задолженности.	Снижение нагрузки на ликвидность участников в ходе расчетного цикла.	Недостаток активов хотя бы у одного нетто-дебитора в конце расчетного цикла может привести к системным рискам (невозможности завершения всех расчетов).

Неттинг при клиринге на финансовых рынках и неттинг в системах нетто-расчетов имеют разное содержание (см. табл. 5). При этом возможны, например, такие ситуации (неисчерпывающий перечень):

- поручение, основанное на нетто-обязательстве, которое было определено в ходе клиринга, будет исполнено немедленно, т. е. на валовой основе (пример — валютный рынок ММВБ);
- поручение, основанное на брутто-обязательстве (такое возможно, если например, участник совершил единственную сделку), будет исполнено в рамках нетто-расчетов.

Табл. 5. Неттинг в клиринге и расчетах

	Клиринг	Расчеты
Позиционирование клиринговой организации/расчетно-депозитарной организации	Клиринговая организация позиционирует себя как CCP и гарантирует исполнение обязательств.	Расчетно-депозитарная организация не выступает «центральным контрагентом» между плательщиком и получателем и не гарантирует проведения окончательных расчетов при отсутствии активов у нетто-дебиторов.
Объект неттинга	Обязательства по сделкам на финансовых рынках.	Расчетные инструкции (платежные поручения, поручения депо и т. п.), происхождение которых не обязательно связано со сделками на финансовых рынках.
Статус нетто-обязательств	Нетто-обязательство заменяет исходные обязательства и, как правило, подлежит исполнению как единое целое.	Финальное нетто-обязательство не заменяет собой исходных платежных поручений. При отсутствии активов у нетто-дебитора, его нетто-обязательство может подвергнуться т. н. «размотке» (<i>unwinding</i>), т. е. в конечном итоге распастись на исходные поручения, каждое из которых подлежит исполнению в отдельности.

Таким образом, исполнение обязательств в системе нетто-расчетов увеличивает риски незавершения расчетов и не признается целесообразным для КО²² (см. также Вставку 5):

- даже если бы КО (в схеме т. н. принудительных расчетов) удостоверилась в наличии у участника необходимого количества, например, ценных бумаг и направила бы обеспеченное поручение депо в расчетный депозитарий, использующий нетто-расчеты, это поручение все равно могло бы быть не выполненным из-за непоставки участником итогового количества ценных бумаг в конце расчетного цикла;
- иными словами, применение нетто-расчетов при отсутствии гарантий их завершения делают исполнение обязательств, вроде бы уже гарантированное со стороны КО, «заложником» проведения участником иных переводов в расчетно-депозитарной системе.

нение все же происходит. Клиринговая деятельность, напротив, имеет дело с массой постоянно совершаемых сделок, в которых одни и те же участники могут занимать разные стороны (быть покупателями и продавцами)²³;

- риски клиринга, как представляется, в определенном смысле выше рисков страхования:
- размер максимального убытка, компенсируемого страхованием, как правило, заранее определен, тогда

как размер максимального убытка при неисполнении обязательства «в зоне» клиринга заранее неизвестен (поскольку зависит от будущих рыночных цен) и потенциально неограничен²⁴;

²⁰ Real-time gross settlement systems. — Basle: Bank for International Settlements, March 1997. — P. 3.

²¹ Валовые расчеты по денежным средствам в режиме реального времени принято обозначать аббревиатурой RTGS (*real-time gross settlement*).

²² Recommendations for securities settlement systems. — Basle: Bank for International Settlements, November 2001. — P. 14—15 (рекомендация № 8).

²³ Кроме того, страхование предпринимательского риска носит, как правило, добровольный характер, тогда как «в зоне» клиринга существует общественное принуждение к исполнению заключенных сделок (см. Вставка 1).

²⁴ Для ограничения таких рисков КО применяют т. н. корректировку по рынку (*mark-to-market*).

²⁵ Казалось бы, это противоречит наблюдаемым фактам: как показывает мировой опыт, неисполнение обязательств перед клиринговой организацией происходит настолько редко, что существует немало таких организаций (в том числе среди «лидеров индустрии»), которые ни разу на практике не сталкивались с ситуациями несостоятельности (Майоров С. Предварительная проверка заявок: российская экзотика или мировая тенденция? // Биржевое обозрение. — 2010. — № 3. — С. 9-10). Однако вероятность неисполнения обязательств вряд ли может быть оценена исключительно на основе исторических данных — если бы это было так, то клиринговые организации, по видимому, могли бы не создавать гарантийных систем в столь больших размерах). Так, например, в соответствии с международными стандартами, КО при формировании требований к размерам обеспечения должны (независимо от реальной практики несостоятельности!) оценивать вероятность несостоятельности, как минимум, одного участника с максимальным риском, как достаточно высокую (См., например, Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union. — CESR-ECB, May 2009. — P. 108-113 (рекомендация для CCP №5)).



- вероятность наступления «страховых случаев» в клиринге, по видимому, также выше²⁵;
- единичный характер страхуемых сделок (в отличие от массового характера «клирингуемых») позволяет страховой компании урегулировать страховой случай путем выплаты денежной компенсации (как правило, в заранее установленных размерах и в течение относительно длительного периода времени), тогда как на «клирингуемых» рынках есть необходимость в немедленном исполнении сделок «в натуральной форме»;
- в условиях повышенных рисков затраты участников клиринга (вариационная маржа, депозитная маржа, взносы в гарантийные фонды) могут превышать затраты страхователей (страховые премии) при том, что вторые носят невозвратный характер, тогда как первые в конечном счете возвращаются участнику.

Таким образом, применение базовых принципов страхования «в чистом виде» для урегулирования тех «страховых случаев», которые входят «в зону» клиринга, по-видимому, привело бы к:

- значительному увеличению издержек участников, которые должны были бы платить страховым компаниям крупные невозвратные премии (см. выше);
- возрастанию угрозы системных рисков из-за кардинального падения скорости, с которой урегулировались бы ситуации неисполнения обязательств.

Если же какая-либо страховая компания все же захотела бы заняться урегулированием подобных «страховых случаев», то ей, скорее всего, пришлось бы:

- не только возмещать убытки, но и обеспечивать исполнение сделок (в т. ч. становясь центральным контрагентом);
- сделать взносы участников возвратными;
- в целом — создавать полномасштабную систему управления рисками с отбором и мониторингом участников, переоценкой обязательств, гарантийной системой и т. п. (см. рис. 3) и т. д. То есть фактически стать неотли-

чимой от клиринговой организации.

Кроме того, современный страховой и клиринговый бизнес различаются по характеру взаимодействия с контрагентами и связанной с этим мотивацией:

- страхового бизнеса, направленного, прежде всего, на получение соответствующего дохода, исторически существует как отдельный от деятельности страхователей, заинтересованных в том, чтобы существующие на данный момент обязательства перед ними были исполнены любой ценой — тем более, что страховой рынок обширен и страховщика почти всегда можно безболезненно сменить;
- клиринговых организаций, выбор которых значительно меньше, чем страховых компаний, функционируют преимущественно как инфраструктурные институты, поддерживаемые участниками и имеющими более общие цели (см. п. 3.3).

3.2. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И БАНКОВСКАЯ (ПЛАТЕЖНАЯ) ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Клиринговая деятельность имеет немало точек пересечения с банковской деятельностью. Так, банки традиционно являются одними из основных участников клиринга (а среди т. н. общих клиринговых членов, похоже, преобладают), некоторые банки выполняют функции расчетных организаций, т. е. осуществляют переводы денежных средств в ходе исполнения обязательств, гарантированного КО. Вытекающие отсюда сходства и различия отмечаются при сопоставлении клиринговой деятельности, соответственно, с брокерско-дилерской деятельностью (см. п. 3.3) и с расчетно-депозитарной деятельностью (см. п. 3.5).

Здесь же банки рассматриваются в их более специфическом качестве, а именно как элементы платежных систем²⁶, т. к.:

- во-первых, исторически клиринг и как термин, и как функция, возник применительно как раз к денежным расчетам (см. рис. 1.);
- во-вторых, по сей день терминология, связанная с «клирингом», при-

меняется как в банковской (платежной) деятельности, так и в клиринговой деятельности в рассматриваемом смысле, что иногда даже создает определенную двусмысленность.

Как и при клиринге на финансовых рынках, в банковских системах нетто-расчетов используется взаимозачет (неттинг) (см. Вставку 4), который нередко называется также клирингом²⁷. Однако:

- если клиринг в банковской сфере, зачастую называемый «клирингом поручений» практически идентичен по своему содержанию неттингу (т. е. не выходит за пределы формирования зачета платежных поручений и связанных с этим процедур), то клиринг на финансовых рынках по своему инструментарию далеко выходит за рамки собственно неттинга. Хотя при этом неттинг, очевидно, является одним из важнейших инструментов клиринга (см. рис. 3);
- содержание «клиринга платежных поручений» отличается от содержания неттинга в ходе клиринга (см. Вставку 4).

3.3. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ УЧАСТНИКОВ

Клиринговая деятельность тесно переплетается с деятельностью участников:

- участники являются главными, если не единственными, потребителями услуг клиринга: участники клиринга являются непосредственными контрагентами КО как CCP, остальные участники рынка пользуются косвенными преимуществами клиринга;
- даже несмотря на некоторую тенденцию к коммерциализации клиринга (на практике — скорее заявляемую, чем реально существующую), клиринговые организации продолжают функционировать как преимущественно инфраструктурные институты, объединяющие (в той или иной форме) участников, пусть даже и в рамках биржевых групп (см. п. 3.4). При этом участники активно заинтересованы не только в исполнении перед ними текущих

²⁶ Здесь и далее под банками в контексте платежных систем понимаются как собственно банки, так и соответствующие небанковские кредитные организации (в российской терминологии).

²⁷ Согласно «Временному положению о клиринговом учреждении» (утверждено Директором Департамента информатизации Банка России 10 февраля 1993 г.) «клиринг — система безналичных расчетов, основанная на зачете взаимных требований и обязательств». При этом ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности», т. е. закон, посвященный проблематике клиринга как раз в рассматриваемом в данной статье смысле, «не распространяется на отношения, возникающие при осуществлении клиринга в соответствии с законом о национальной платежной системе».



Вставка 5. О минимизации рисков неисполнения обязательств, процедурах DVP и окончательности

Окончательность и модели DVP

В целом, функция DVP в значительно большей степени присуща расчетно-депозитарным организациям (как правило, расчетным депозитариям), чем клиринговым организациям:

- исторически задачи DVP встали в практическую плоскость до того, как появился клиринг в рассматриваемом понимании. Традиционно эти задачи решались расчетно-депозитарными организациями, например, в ходе «физической» поставки сертификатов ценных бумаг (до появления современных технологий);
- процедуры DVP направлены на более широкий круг участников, чем клиринговая деятельность, охватывающая только собственно участников клиринга;
- участники, как отмечалось выше, более заинтересованы в получении активов на свои счета в расчетно-депозитарных организациях, что делает процедуры DVP «естественной прерогативой» этих организаций.

С точки зрения окончательности, связанной с тем, какие применяются расчеты — валовые или нетто (см. Вставка 4), различаются три модели DVP:

Табл. 6. Модели DVP

Модель	Описание	Комментарий	
Модель 1	Одновременная поставка ценных бумаг и перевод денежных средств и по каждому поручению депо/платежному поручению на валовой основе. Модель 1 в режиме реального времени и в условиях максимально возможной окончательности расчетов называется «чистой» (<i>pure</i>), или «истинной» (<i>true</i>) DVP.	Поставка и перевод становятся окончательным сразу после их осуществления. Предварительно проверяется наличие необходимого количества ценных бумаг и денежных средств на счетах участника, и — при их наличии — производится их блокировка в той или иной форме до завершения расчетов.	
Модель 2	Поставка ценных бумаг по каждому поручению депо на валовой основе и перевод денежных средств на нетто-основе.	Поставки ценных бумаг становятся окончательными непосредственно после их проведения, переводы денежных средств — по окончании расчетного цикла. Модель 2 является единственной моделью DVP, где отсутствует явная синхронизация между поставками ценных бумаг и переводом денежных средств ²⁸ .	Модели DVP с применением нетто-расчетов применяются, как правило, при наличии тех или иных гарантий, например, со стороны третьих лиц.
Модель 3	Поставка ценных бумаг и перевод денежных средств по всем обязательствам на нетто-основе.	Поставки и переводы становятся окончательным по окончании расчетного цикла при условии того, что возможны и те и другие.	

Источник: *Delivery versus payment in securities settlement systems*. — Basle: Bank for International Settlements, September 1992. — P. 16-24.

DVP и гарантирование исполнения обязательств

Как уже отмечалось, и DVP, и гарантирование обязательств являются базовыми технологиями для минимизации основных рисков, связанных с неисполнением обязательств на финансовых рынках (см. Вставку 2). При этом (в отличие от гарантирования процедуры DVP) не ведут к минимизации таких рисков, как, например, рыночный риск или риск ликвидности. Из этого, однако, не следует, что гарантирование исполнения обязательств можно представить в виде «суммы» процедур DVP и некоего дополнительного инструментария. По сути, гарантирование и DVP различаются не столько тем, что первое «больше» второго, сколько разным изначальным подходом к минимизации рисков:

- принцип DVP означает минимизацию в «отрицательном» смысле: добросовестному участнику не гарантируется исполнение перед ним обязательств ни в каком объеме, но гарантируется, что если ему какой-то актив не будет поставлен, то и его актив не «уйдет на сторону» (зеркальной стороной этого является непоставка актива несостоятельному участнику)²⁹;
- принцип гарантирования означает минимизацию в противоположном «положительном» смысле: добросовестному участнику гарантируется исполнение перед ним обязательств независимо от того, исполнили ли другие участники свои обязательства или нет.

В этом смысле гарантирование исполнения обязательств «соприкасается» с процедурами DVP только в сфере расчетов:

- если бы исполнение обязательств ограничивалось рамками клиринговой организации (например, путем переводов по «внутренним счетам» КО), т. е. окончательность расчетов достигалась бы (или постулировалась) на уровне КО, то задача, решаемая DVP, в данном случае просто не имела бы смысла, поскольку добросовестный участник получит причитающийся ему актив в любом случае³⁰;
- зачастую участник может быть заинтересован в выводе полученных активов, для чего он должен сначала получить их на свои счета в расчетно-депозитарных организациях, т. е. за пределами КО (разумеется, если сама КО не является такой расчетно-депозитарной организацией). При этом ситуация в расчетно-депозитарных организациях сама может оказывать влияние на ход исполнения обязательств (см. Вставку 4), в результате чего у участника может возникнуть риск основной суммы, но уже применительно не к какому-либо обязательству по единичной сделке, а к нетто-обязательству по соответствующему активу.

Участие клиринговых организаций в процедурах DVP

КО может как использовать услуги DVP, предоставляемые расчетно-депозитарными организациями (как правило, расчетными депозитариями с привлечением расчетных организаций, если сами депозитарии не являются расчетными организациями), так и обеспечивать процедуры DVP самостоятельно. При этом:

- возможно использование любой модели DVP. Однако в целях минимизации дополнительных (расчетных) рисков наиболее предпочтительной представляется модель 1 (если она возможна). Модели 2 и 3 также допустимы, но желательно, чтобы пул платежных поручений и поручений депо был ограничен поручениями, сформированными КО на основе нетто-обязательств по сделкам на финансовых рынках (см. также Вставку 4);
- КО выступает пользователем услуг DVP (даже если они предоставляются самой клиринговой организацией) — регулярным участником централизованных расчетов либо эпизодическим (т. е. появляющимся при возникновении проблемных ситуаций) участником нецентрализованных расчетов, а также (при необходимости в моделях 2 и 3) гарантом;
- КО может разделять нетто-обязательства по денежным средствам на т.н. «базовые» обязательства и «компенсирующие выплаты» с тем, чтобы ценные бумаги одного вида в рамках процедур DVP поставлялись по единой (расчетной) цене. При этом расхождения между нетто-обязательствами по денежным средствам и базовыми обязательствами, имеющие место, прежде всего, из-за различий между расчетными ценами и ценами, по которым заключались сделки, урегулируются компенсирующими выплатами, организуемыми КО вне процедур DVP.

²⁸ Иногда можно встретить иную трактовку модели 2, согласно которой поставка ценных бумаг осуществляется на валовой основе, но становится окончательной одновременно с переводом денежных средств на нетто-основе в конце расчетного цикла.

²⁹ В практике валютного рынка ММВБ принцип DVP иногда трактуется в специфическом смысле: обязательства перед участником будут исполнены, как только он исполнит свои обязательства.

³⁰ Исключением здесь, по-видимому, могут считаться случаи, когда КО использует активы, причитающиеся несостоятельному участнику (встречные активы), в качестве «линии защиты», что при желании допускает трактовку как применение процедуры DVP.



обязательств со стороны КО, но и, при прочих равных условиях, в поддержании работоспособности КО на длительную перспективу;

- клиринговая организация как ССР сама в определенном смысле является участником рынка и клиринга — становясь стороной сделок, исполняя обязательства перед участниками клиринга, проводя операции на рынке, необходимые для урегулирования ситуаций несостоятельности;
- в свою очередь, участники клиринга могут выполнять те или иные клиринговые функции по операциям своих клиентов (при этом, насколько известно, для осуществления таких функций не требуется специальной лицензии);
- в ходе управления рисками существуют определенные функции, которые могут выполняться как КО, так и участниками, например, контроль за соблюдением тех или иных лимитов³¹.

При этом, очевидно, что между этими двумя видами деятельности есть различия, основными из которых представляются:

- *различия в мотивации*: деятельность участников направлена, главным образом, на максимизацию дохода и/или достижение иных сходных результатов, а деятельность КО как инфраструктурного института — на достижение (помимо всего прочего) более общих целей: нормальное функционирование рынков и т. п.;
- *различия в рисках*:
 - риски участников носят, как правило, односторонний характер (например, чистая покупка или чистая продажа), тогда как позиция КО как ССР является в нормальных условиях «риск-нейтральной»;
 - содержание рыночного риска различно: если для участников рыночный риск — это риск обесценения инвестиций (например, портфеля ценных бумаг), существующий наряду с кредитным риском (риск неисполнения

перед ним обязательств, например, невозврата кредита), то для КО (если только они не инвестируют средства гарантийной системы) рыночный риск является частью кредитного риска, т. е. возникает только при неисполнении обязательств, и отражает потенциальные убытки из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры;

- риски участников клиринга в их взаимоотношениях с клиентами менее юридически защищены, чем риски КО (см. Вставку 3), прежде всего, в части сохранности обеспечения, взимаемого с клиентов.

3.4. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И БИРЖЕВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Уже по своему генезису клиринговая деятельность связана с биржевой³² — не будь последней, не было бы ни клиринга, ни потребности в нем. Поэтому между этими видами деятельности существуют тесное переплетение, в т. ч. как элементами *value chain* на финансовых рынках (см. рис. 2):

- с *функциональной точки зрения*: наличие клиринга способствует как нормальному функционированию биржевых рынков в целом (см. Вставку 1), так и при определенных условиях (см. ниже) повышает конкурентоспособность отдельных бирж;
- с *организационной точки зрения*: клиринговые функции изначально развивались биржами (см. рис. 1). До сих пор многие КО функционируют как подразделения бирж³³, а если они выделены в отдельные юридические лица, то зачастую входят в состав тех или иных биржевых групп («вертикальная интеграция»), существенно повышая их капитализацию. Кроме того, клиринговые организации иногда сами организуют вокруг себя рынки без явного совмещения своей деятельности с биржевой³⁴;
- с *технологической точки зрения*: существует постоянный обмен информацией между торговыми и клиринговыми системами, в т. ч. в режиме

реального времени. Некоторые лимиты, устанавливаемые КО³⁵, могут проверяться в торговых системах. В то же время, между биржевой и клиринговой деятельностью существуют значимые различия (помимо очевидного различия в предметах деятельности — организация торговли (заключения сделок) в первом случае и гарантирование исполнения обязательств по этим сделкам во втором);

- *различия в структурах участия*: не всегда участники торгов (дилеры и брокеры, обслуживающие клиентов) являются участниками клиринга и наоборот:

- обязательства по сделкам брокера/дилера могут подлежать клирингу через участника клиринга, вообще не проводящего торговых операций;
- теоретически (а, возможно, и практически) возможна ситуация, когда инвестор, работающий на бирже через брокера, в качестве участника клиринга обслуживает этого брокера, который сам участником клиринга не является;
- *различия в рисках*: несмотря на то, что биржи, не являющиеся клиринговыми организациями, не несут тех рисков (прежде всего, финансовых), которые несут КО. Биржевые риски, преимущественно, операционного характера, могут оказаться не менее значимыми — вплоть до прекращения формирования достоверных ценовых индикаторов. Для управления такими рисками традиционно применяются, прежде всего, разумная техническая политика, тщательная внутренняя регламентация, капитализация, страхование и т. п.;
- *потенциальные различия в интересах* (даже при наличии вертикальной интеграции): например, если клиринговая организация стремится расширить круг «клирингуемых» операций и охватить большее число инструментов и рынков (в разумных пределах), то биржа, заинтересованная в конкурентоспособности своих инструмен-

³¹ Майоров С. Указ. соч. — 2010. — № 6. — С. 11.

³² Биржевая деятельность здесь рассматривается в широком смысле, а именно как любая деятельность по организации торговли (не обязательно биржевой в строгом юридическом смысле).

³³ В соответствии с «Положением о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» (утверждено Приказом ФСФР России от 20 июля 2010 г. № 10-49/пз-н.) на российском рынке ценных бумаг (включая — согласно законодательной логике — рынок срочных (производных) инструментов на фондовые активы) допускается совмещение клиринговой деятельности с деятельностью по организации торговли и с депозитарной деятельностью (но не одновременно с обеими).

³⁴ Так, некоторые системы внебиржевого клиринга позволяют парам участников не только заключать встречные сделки с КО как ССР, но и первоначально находить друг друга в переговорном режиме.

³⁵ См., например: Майоров С. Предварительная проверка заявок: российская экзотика или мировая тенденция? // Биржевое обозрение. — 2010. — № 3. — С. 6—12.



тов, зачастую «ревниво» относится к планам соответствующей КО по экспансии на иные рынки, т. к. это, по мнению биржи, может:

- во-первых, принести новые риски, угрожающие клирингу на ее рынке;
- во-вторых, привести к усилению позиций конкурирующих, в т. ч. «взаимозаменяемых» (*fungible*) инструментов.

В результате возможно возникновение следующих ситуаций, нередко, конфликтных:

- отказ биржи разрешить (в той или иной форме) клиринговой организации проведение клиринга по сделкам на своем рынке;
- отказ биржи разрешить (в той или иной форме) клиринговой организации проведение единого клиринга по сделкам на своем рынке и по сделкам на иных рынках;
- отказ КО «принять на обслуживание» новую биржу даже в рамках «горизонтальной интеграции»³⁶.

3.5. КЛИРИНГОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РАСЧЕТНО-ДЕПОЗИТАРНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Как отмечалось выше, исполнение обязательств, гарантируемых КО, осуществляется в ходе расчетов, т. е. в рамках расчетно-депозитарной деятельности, выполняемой расчетно-депозитарными организациями — расчетными организациями в части дежных расчетов³⁷ и расчетными депозиториями в части расчетов по ценным бумагам.

Уже из этого следует наличие тесного переплетения между клиринговой и расчетно-депозитарной деятельностью, в т. ч. как элементами *value chain* на финансовых рынках (см. рис. 2)³⁸:

- расчетно-депозитарная деятельность продолжает клиринговую деятельность в том смысле, что осуществляет переводы активов для исполнения обязательств, гарантированного КО³⁹;
- расчетно-депозитарная деятельность дополняет клиринговую де-

ятельность в том смысле, что осуществляет переводы для исполнения обязательств между участниками клиринга и их клиентами по сделкам, которые имели отношение к КО;

- расчетно-депозитарная деятельность пересекается с клиринговой деятельностью в рамках процедур DVP (см. Вставку 5).

Подобное сходство в направленности бизнеса (содействие исполнению обязательств) нередко ведет и к организационным переплетениям: КО нередко создаются как кредитные организации, а также могут совмещать свою деятельность с депозитарной⁴⁰.

В тоже время между клиринговой и расчетно-депозитарной деятельностью есть принципиальные различия (см. также Вставку 4):

- различия в объектах деятельности: если основным объектом клиринговой деятельности являются обязательства подлежащие исполнению, то для расчетно-депозитарной деятельности таким объектом выступают расчетные инструкции (платежные поручения, поручения депо и т. п.);
- различия в целях: если высшей целью клиринговой деятельности является исполнение обязательств перед участниками, которые добросовестно исполнили свои обязательства перед КО как CCP, то для расчетно-депозитарной деятельности такой целью выступает проведение расчетов на основании полученных расчетных инструкций и с надлежащей степенью окончательности, но без каких-либо гарантий перед получателем в случае отсутствия у поставщика активов, необходимых для проведения расчетов;
- различия по участию в процедурах DVP (см. Вставку 5);
- различия в рисках: — если риски КО связанные, в основном, с принятием КО на себя рисков на участников носят преимущественно финансовый характер (что требует соответству-

ющих систем управления рисками), то риски расчетно-депозитарной деятельности являются в большей степени операционными, т. е. управляемыми — аналогично биржевым операционным рискам (см. п. 3.4) — преимущественно путем разумной технической политики, тщательной внутренней регламентации, капитализации, страхованию и т. п.

Из этого, однако, не следует, что риски в расчетно-депозитарной деятельности непременно меньше, чем в клиринговой. На самом деле, неправильно проведенные расчеты могут иметь даже более пагубные последствия, чем неисполнение обязательств (при условии, что риск основной суммы устранен). Поэтому существует тенденция к сегрегации «расчетно-депозитарных» и «клиринговых» рисков, прежде всего путем организационного разделения данных видов деятельности. Случаи совмещения носят, скорее всего, либо ограниченный, либо формальный, либо временный характер. Так, в частности:

- КО, созданные как кредитные организации, как правило, не осуществляют кредитную деятельность в полном объеме;
- *Depository Trust & Clearing Company* (США), как один из немногих и, возможно, один из наиболее заметных примеров такого совмещения, на самом деле фактически представляет объединение, в первую очередь, *Depository Trust Company*, крупнейшего расчетного депозитария США, и *National Securities Clearing Corporation*, крупнейшей клиринговой организации (CCP) на фондовом рынке США, обладающих значительной автономией, в т. ч. в сфере управления рисками;
- *Keler* (Венгрия), первоначально совмещавший депозитарные и клиринговые функции и являвшийся еще одним примером такого совмещения, в 2009 г. выделил депозитарную деятельность в отдельную структуру. ■

³⁶ Майоров С. Первая после кризиса // Биржевое обозрение. — 2009. — № 6. — С. 11.

³⁷ Как правило, такими расчетными организациями являются кредитные организации — преимущественно, банки общего профиля, но иногда и специализированные банки (см. также сноску 22).

³⁸ Более того, применительно к фондовому рынку и клиринговые организации, и расчетные организации, и, тем более, депозитарии нередко описываются единым термином «системы расчетов по ценным бумагам» (*securities settlement systems*) (*Recommendations for securities settlement systems*. — Basle: Bank for International Settlements, November 2001. — P. 2).

³⁹ С точки зрения непосредственного участия (неучастия) КО в расчетах (*settlement*) последние могут быть: «централизованными», т. е. осуществляемыми через счета КО в расчетной-депозитарных организациях, либо «нецентрализованными», т. е. осуществляемыми без использования таких счетов — напрямую между нетто-дебиторами и нетто-кредиторами в рамках пар, определенных КО (такие схемы применяются, например, при исполнении поставочных срочных инструментов на товарные активы);

⁴⁰ См. сноску 30.

ЗАВЕРШИЛСЯ ЧЕМПИОНАТ ПО ТРЕЙДИНГУ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ — КУБОК ММВБ 2010



23 декабря 2010 г. завершился ежегодный чемпионат по трейдингу на срочном рынке, который проходил при поддержке официальных партнеров — ИК «АЛОР+», БКС, ФК «Интраст», «КИТ Финанс», БД «Открытие», «Церих Кэпитал Менеджмент» и ИК «Ай Ти Инвест».

Победителем и обладателем главного приза в 1 000 000 руб. стал участник Aurora (брокер — «Ай Ти Инвест») с доходностью в 731,41%. Общее количество сделок, совершенных Aurora за период проведения Кубка, составило 2101, оборот — 3613 контрактов с фьючерсом на Индекс ММВБ и фьючерсом на обыкновенные акции ОАО «Газпром». Второе место (приз — 500 000 руб.) с доходностью 663,24% занял участник GAL (брокер — «Церих Кэпитал Менеджмент»). На третьем месте участник mars777. Он получит 250 000 руб. Его доходность за период проведения Кубка составила 620,73% (брокер — «Ай Ти Инвест»). Участники Citizen_Queen, brimstain, Aureliano, Serge_F, Atwater, Phila и glb58, занявшие с четвертого по десятое места, получают по 50 000 руб.

В номинации «Лучший нанотрейдер» победителем признан участник stoipe (брокер — «КИТ Финанс») с доходностью 80,94%. Основной инструмент, используемый в торговле — фьючерс на курс евро к доллару США, количество совершенных сделок — 221.

В номинации «Лучший позиционный трейдер» победил участник kvnt (брокер — «Церих Кэпитал Менеджмент»). Он провел пять сделок и заработал

320 070 руб. Приз от официального партнера Кубка-2010 ИК «Ай Ти Инвест» — мотоцикл Harley-Davidson — в номинации «Лучший Smart-трейдер» достается участнику Aurora.

Специальный приз от официального партнера ФК «Интраст» в номинации «Оправданный риск» — путеше-

ствие в любую точку мира на сумму до 100 000 руб. — получит Gaang.

Полугодовой подпиской на финансово-аналитический терминал ЭФИР — специальным призом от информационного партнера Кубка ММВБ Агентства Интерфакс — награждаются участники Aurora, GAL и mars777.



Президент ЗАО ММВБ Рубен Аганбегян подводит итоги Кубка срочного рынка ММВБ



В интервью БО победитель Кубка Марии Гладинюк (*Aurora*) поделилась секретами своего успеха, стратегией торговли и дала несколько советов начинающим трейдерам.

Б. О. Как было принято решение участвовать в Кубке ММВБ по трейдингу на срочном рынке?

М. Г. Я традиционно участвую в Кубках ММВБ. К этому меня подталкивает желание посоревноваться с коллегами и алчность. К сожалению, в 2009 г. мне не удалось войти в первую десятку. В этом году повезло больше, наверное лучше подготовилась, да и опыта прибавилось.

Б. О. Какой был стартовый капитал?

М. Г. На счет заводила 300 тыс. руб., хотя, по-моему, 100 тыс. из них даже ни разу не использовала.

Б. О. Какие стратегии применялись?

М. Г. Внутриндневная спекуляция фьючерсами на акции «Газпрома» и на Индекс ММВБ иногда с переносом позиции через ночь. Покупка их ниже справедливой цены и продажа выше ее. Справедливую цену определяет сам торговый терминал.

Б. О. За счет чего удалось показать столь высокую доходность?

М. Г. За счет упорной работы от открытия до закрытия биржи. Также за счет применения скоростного торгового терминала «RESONA» (частная разработка), в котором я удачно подобрала параметры соотношения риска и доходности. Ну и конечно небольшой размер оборачиваемых на конкурсном счете средств. Со счетом в 10 млн руб. относительная доходность была бы значительно ниже. Ну еще некоторые нерасторопные участники конкурса несколько раз попадали в сети моего торгового терминала.



Б. О. Какие макроэкономические или политические события повлияли на принятие тех или иных решений?

М. Г. Никакие. Я не использую новости в работе.

Б. О. Какой у Вас опыт работы на фондовом рынке вообще и на рынке производных в частности?

М. Г. На рынке я начинала с производных инструментов, с ними и продолжаю работать. Опыт работы — 2 года.

Б. О. Какое учебное заведение Вы заканчивали или продолжаете учиться?

М. Г. Закончила с отличием Московский институт стали и сплавов. Очень довольна полученным образованием. Считаю, что инженерное образование для работы на бирже важнее финансового. В условиях современного рынка любой инструмент описывается математической моделью, совершенно нет необходимости знать финансовые показатели и читать отчеты эмитента. Недаром ведущие акции называют голубыми фишками. Фишками в большой математической игре.

Б. О. Какие качества необходимы для того, чтобы стать успешным трейдером?

М. Г. Прежде всего, крепкие нервы и терпение. Иногда кажется, что выбранная стратегия приносит убытки и хочется начать корректировать поведение терминала ручными волюнтаристскими сделками, но надо уметь перебороть себя. К вечеру или на следующий день система выйдет в плюс, ведь статистика на моей стороне. Еще работоспособность — ведь ежедневная торговля забирает довольно много энергии. И, конечно, высокий уровень интеллекта — ведь на глобальном рынке вам противостоят лучшие умы.

Б. О. Работа на финансовом рынке Ваше основное занятие?

М. Г. Да, она мне приносит хороший доход и моральное удовлетворение. С финансовыми инструментами нет такой головной боли, как в реальном секторе или в работе с недвижимостью. При неблагоприятном развитии событий в экономике всегда можно быстро выйти в кэш и переждать бурю.

Б. О. Как бы Вы могли охарактеризовать сегодняшнюю ситуацию на российском финансовом рынке?

М. Г. Приятно, что растут обороты на биржах. Рынок может идти вверх или вниз, для меня это абсолютно непринципиально. Главное, чтобы была активность. Хорошо также, что игра на финансовом рынке входит в моду у широких масс инвесторов.

Б. О. Что бы Вы могли посоветовать начинающим инвесторам?

М. Г. Стараться не потерять деньги. На мой взгляд, лучшая стратегия для начинающего инвестора — купить дальние фьючерсы на Индекс ММВБ, которые имеют хорошую цену для покупки, и держать до погашения. Ведь чтобы купить их по номиналу надо вложить всего лишь 10% средств в гарантийное обеспечение биржи. А остальные 90% денег отнести в банк на гарантированный государством срочный вклад. Таким образом, инвестор обгонит в доходности большинство ПИФов, не говоря уже о надежности собственных вложений.

Ну а если есть смелость, можно сразу попробовать спекулировать внутри дня, хотя это примерно то же, что сесть сыграть в покер с профессиональными картежниками. Лично я не советую: риск огромен. Так что лучше годик потренироваться. ■



ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОЕ ПАРТНЕРСТВО



Комитет финансов Правительства Санкт-Петербурга совместно с Комитетом по инвестициям и стратегическим проектам (КИСП) при поддержке Министерства финансов РФ проводит 17–18 февраля 2011 г. первый двухдневный семинар «Государственно-частное партнерство (ГЧП): опыт Санкт-Петербурга».

Целевая аудитория данного семинара: руководители финансовых департаментов субъектов РФ, представители банков, бирж, пенсионных фондов, преподаватели профильных университетов.

Основная задача проекта: сделать подобные семинары по обмену опытом в сфере ГЧП постоянными. Это необходимо для обмена практическим опытом при реализации инфраструктурных и социальных проектов, отработки схем финансового закрытия проектов, подготовки изменений в законодательстве субъектов РФ, необходимых для реализации проекта, а также в концессионном законодательстве РФ.

В Санкт-Петербурге на сегодняшний день в стадии реализации находят-

ся четыре проекта и планируются еще три. Поэтому опыт Санкт-Петербурга востребован коллегами из других субъектов РФ.

В программу семинара включено проведение мастер-класса по конкретному проекту.

В ходе проведения мастер-класса будут рассмотрены все вопросы, начиная с процедуры организации конкурса, и заканчивая проработкой всех юридических аспектов подготовки и финансового закрытия проекта, а также рассмотрены следующие юридические вопросы:

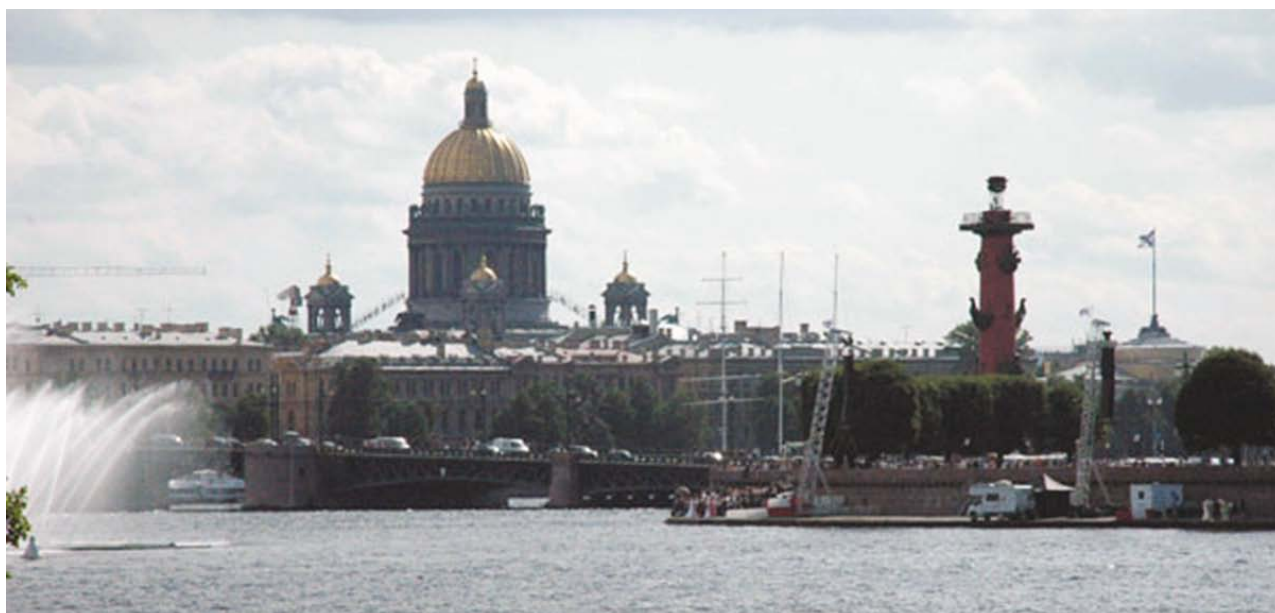
- применение закона Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах»;

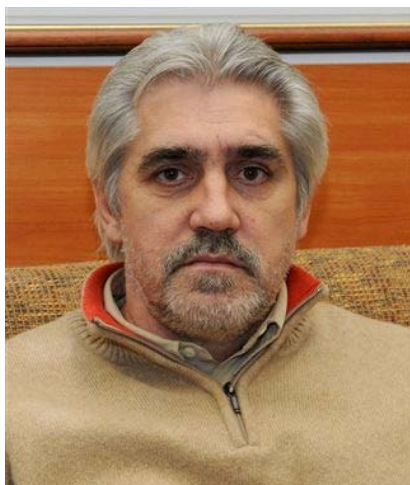
- сравнительный анализ законодательства Санкт-Петербурга и федерального закона «О концессионных соглашениях»;

- юридические аспекты размещения инфраструктурных облигаций.

Для проведения семинара привлечены компании, выступающие консультантами Правительства Санкт-Петербурга по проектам, реализуемым в Санкт-Петербурге: банки, управляющие компании пенсионных фондов, представители бирж.

Семинар поддержан: ЗАО ММВБ, ЗАО «ВТБ Капитал», ОАО «Балтинвестбанк», ОАО АКБ «РОСБАНК», Адвокатское бюро «Линия права», ОАО «Альфабанк», ОАО «Банк Санкт-Петербург», Центр ГЧП Внешэкономбанка. ■



**Юрий Голицын**

Руководитель Историко-информационного центра ЗАО ММВБ

ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ ПРИ СТРОИТЕЛЬСТВЕ ЖЕЛЕЗНЫХ ДОРОГ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ XIX ВЕКА

Разбирая причины поражения в Крымской войне, российское правительство признало, что одной из главных является отсутствие в стране современной транспортной системы. В результате было принято решение о строительстве сети железных дорог. При этом, чтобы помочь новым акционерным обществам собрать необходимый для строительства капитал, правительство решило выступить гарантом по их акциям и облигациям. Фактически в стране появился новый вид ценных бумаг — гарантированные. Очень быстро подобные бумаги стали популярны не только на российских, но и на многих зарубежных биржах.

Интенсивное учредительство железнодорожных компаний 1860–70-х годов, быстрая и неожиданная карьера многих предпринимателей — строителей дорог, самое беззастенчивое взяточничество и вымогательство, царившие в железнодорожном деле, во многом объяснялись выгодными условиями, созданными для частных обществ. Очень часто концессионеры, организуя акционерные общества по строительству дорог, практически не вкладывали в это дело собственных средств.

Капитал строительных обществ чаще всего составляли облигации и акции. Так как реальная стоимость строительства обычно была значительно выше объявленной, то облигационного капитала вполне хватало для постройки железной дороги. Акции же оставались в руках учредителей, что позволяло получать гарантированный казной доход. Как отмечало Министерство путей сообщения, в 1880 г. учредители обществ вели строительство дорог на казенные средства, по-

тому что «большая часть номинального строительного капитала приобреталась гарантированными от правительства облигациями и этой части бывало достаточно для постройки всей железной дороги».

Выкачивание денег из казны производилось и при помощи высших чиновников. Часто в роли тайных, а иногда и явных участников концессий выступали виднейшие представители правящей бюрократии, родственники и приближенные царя. Превышением служеб-



ного положения и взяточничеством занимались даже те высшие сановники, которые выступали в печати с осуждением казнокрадства. Так, крупный чиновник Комитета министров Куломзин, в частности, разоблачал управляющего Государственным банком Е. И. Ламанского как тайного участника многих железнодорожных компаний. «Очевидно, — писал Куломзин, — что у Ламанского денег нет, и в особенности миллионов, потребных на железную дорогу, зачем же его приглашают во все компании: очевидно, по положению его как управляющего Государственным банком. По этому случаю было недавно в комитете прекурьезное дело: представлен был устав одной компании, который я докладывал. Князь Гагарин, с разрешения государя, поднял вопрос, не следует ли отклонить эту компанию, так как в ней принимают участие 5 высших чиновников министерства финансов, в том числе Ламанский. Но в комитете рука руку моет и все были противного мнения». Куломзин подробно описал злоупотребления, существовавшие в области железнодорожных концессий. Он отметил, что под влиянием министра двора графа Адлерберга Александр II утверждал передачу концессий на самых невыгодных для казны условиях.

По данным специальной комиссии по изучению железнодорожного дела в России, на 1 января 1878 г. соотношение казенных и частных капиталов, вложенных в железные дороги, было следующим. Общая стоимость дорог, находившихся в распоряжении частных обществ, составляла 1 619 млн руб. Из них в руках частных акционеров были акции и облигации лишь на сумму в 436 млн. Остальные акции и облигации оставались за правительством. Кроме того, долг акционерных обществ правительству по гарантированному доходу составлял 260 млн руб., а большинство акций и облигаций частных обществ было заложено в государственном банке. Доля частного капитала в железнодорожном деле была крайне незначительна.

Таким образом, все обязательства возлагались на казну, а все выгоды предоставлялись частным строителям. Так, в 1865 г. известный концессионер, разбогатевший на строительстве Москов-

ско-Рязанской дороги, фон Дервиз, получил концессию на продление линии от Рязани до Козлова. Строительство Рязано-Козловской дороги было утверждено правительством на следующих условиях. Стоимость строительства была установлена в 91 тыс. руб. за версту (общая протяженность дороги составляла 197 верст), что было почти на 30 тыс. больше, чем при строительстве казенной Курской дороги. Кроме того, правительство гарантировало 5% дохода на вложенный капитал. Разумеется, такие условия были исключительно выгодны акционерам. Облигации, гарантированные правительством на сумму в 10 800 тыс. прусских талеров, фон Дервиз легко разместил в Германии, и этого капитала оказалось вполне достаточно для постройки дороги. Акции же дороги на сумму в 782 тыс. ф. ст. целиком остались в руках фон Дервиза, составив чистую прибыль предприятия им строительства.

Большинство созданных частными компаниями железных дорог оказались не только бездоходными, но и убыточными. Это объяснялось, во-первых, тем, что стоимость железнодорожного строительства была значительно завышена. С другой стороны, владельцы дорог не имели никаких стимулов на повышение рентабельности эксплуатации. В ряде случаев убыточность дорог приносила прибыль акционерам потому, что все убытки ложились на казну, а владельцы акций получали от правительства гарантию по облигационному доходу.

Частные дороги устанавливали огромные оклады и тантьемы¹ членам правления и высшему административному персоналу. Все это приводило к растущей убыточности и задолженности частных обществ. Так, на Балтийской железной дороге, во главе которой стоял уже упоминавшийся управляющий Государственным банком Е. И. Ламанский, к 1878 г. накопилось около 9 млн руб. долга правительству по гарантийным суммам. Как писал председатель комиссии по изучению железнодорожного дела в России граф Э. Баранов, «за все время своего существования Балтийская дорога не только не уплатила ни одного рубля в счет долга правительству, но при настоящем ходе ее дел и в будущем нельзя предвидеть, чтобы она платила долги».

Освобожденные от необходимости заботиться о рентабельности своих дорог, руководители частных обществ закупали на правительственные субсидии различные материалы для железнодорожного строительства по явно повышенным ценам, получая за это огромное комиссионное вознаграждение от поставщиков. Закулисная сторона деятельности частных обществ иногда выяснялась при изменении состава правлений в связи с конкурентной борьбой, которая велась между различными группами. Например, когда в начале 80-х годов Либаво-Роменская железная дорога, принадлежавшая ранее фон Мекку, была выкуплена у него группой финансистов во главе с банкирами Утиным и Заком, то новое правление поспешило написать разоблачительный отчет о прошлой деятельности дороги. Из этого документа видно, что фон Мекк закупал шпалы, рельсы и прочие материалы на 30–40% выше существовавшей цены. Такие переплаты ежегодно складывались в миллионные суммы. Не удивительно, что с каждым годом ухудшались финансовые результаты деятельности Либаво-Роменской дороги. В 1880 г. она получила чистый убыток в 976 тыс. руб. Вместе с тем задолженность этой дороги правительству достигла в 1885 г. огромной суммы в 31,5 млн металлических рублей.

Хронической, все растущей задолженности дорог правительству способствовали и условия концессионных договоров. Так, в договоре на строительство Рязано-Козловской дороги, заключенном правительством с фон Дервизом, отмечалось, что «если бы к сроку окончания концессии долг этот (т. е. долг общества казне. — Ю. Г.) не был погашен, то непогашенный остаток долга погашается из запасного капитала общества, а при недостатке сего капитала слагается». Из чего видно, что правлениям дорог незачем было спешить с покрытием своей задолженности. Чем больше они оттягивали эту уплату, тем быстрее приближались к моменту полного аннулирования долга.

Встав на путь поддержки частных железнодорожных обществ, правительство решило передать в их руки и те железные дороги, которые были выстроены казной и находились в ее не-

¹ Тантьема — вознаграждение управляющих, членов правления и служащих акционерных обществ определенной частью прибыли.



посредственным ведении. В 1868 г. казна продала Главному обществу железных дорог Николаевскую дорогу. Общество Киево-Брестской железной дороги купило у казны Киево-Жмеринский железнодорожный участок. В 1871 г. казенная железнодорожная линия Елизаветград-Кременчуг была продана обществу Харьковско-Кременчугской дороги. В том же году правительство, несмотря на возражения министра путей сообщения Мельникова, продало за 52 млн руб. весьма важную и доходную Московско-Курскую железную дорогу. Продажа Московско-Курской дороги отнюдь не означала возвращения казне всей суммы, затраченной ею на строительство данной линии. В значительной степени эта продажа была номинальной, так как выкупались лишь акции дороги на 15 млн руб. Что касается облигационного капитала, то он оставался у правительства. Следовательно, затратив менее 1/3 продажной цены, московское товарищество превратилось в хозяина наиболее важной и доходной магистрали.

К началу 1880-х годов все железнодорожное дело было сосредоточено в руках частных компаний. К этому времени в России насчитывалось уже 22 299 верст железнодорожных путей, но только 57 верст железных дорог осталось в непосредственном ведении казны.

Правительство вынуждено было внести в железнодорожную политику некоторые коррективы. Прежде всего, возобновили казенное строительство новых линий. В течение 80-х годов было построено 6 800 верст новых

дорог, из которых 4 700 верст приходилось на долю казны. Кроме того, правительство стало также на путь выкупа частных железных дорог. За десятилетие были выкуплены Рязско-Моршанская, Харьковско-Николаевская, Балтийская, Тамбово-Саратовская, Уральская и ряд других магистралей, общим протяжением свыше 10 тыс. верст. Операция выкупа частных дорог была тем более возможной и легко осуществимой, что весь облигационный капитал (и небольшая часть акционерного) находился к этому времени в руках казны. Дело свелось к выкупу акций владельцев этих линий. Владельцы железнодорожных обществ использовали переход ряда частных дорог к правительству как средство для нового ограбления казны. Правительство вынуждено было, прежде всего, аннулировать долги выкупленных дорог по своей гарантии. Большинство этих линий было убыточным и ежегодно получало приплату от казны. Общая задолженность частных обществ по правительственной гарантии к началу 1880-х годов достигла суммы в 1,1 млрд руб.

Насколько выгоден был предпринимателям переход частных дорог к казне, видно из того, что нередко вопрос о выкупе ставился самими акционерами. Характерна в этом отношении история выкупа казной Ливадо-Роменской линии, которая была убыточной и задолжала казне огромную сумму — свыше 30 млн руб. В начале 80-х годов большинство ее акций находилось в руках крупных банкиров Утина и Зака, которые стали добиваться передачи дороги казне на условиях, явно не-

выгодных государству. Они представили от имени правления проект выкупа, в котором требовали, чтобы вся задолженность дороги казне аннулировалась, чтобы казна приняла на себя оплату долгов общества частным лицам. Выкупная цена акций устанавливалась значительно выше биржевого курса.

В заключении государственного контролера отмечалось, что предложенные условия явно невыгодны для казны. Тем не менее, Александр III выкуп утвердил.

Несмотря на огромные затраты казны на операцию выкупа частных железных дорог и строительство новых линий, общие результаты правительственных мероприятий 1880-х годов были крайне незначительными. К концу этого десятилетия у казны оказалось не более 1/4 всех железнодорожных магистралей, а 3/4 по-прежнему оставались в руках акционерных обществ.

В больших масштабах царское правительство приобретало частные дороги в 90-х годах. В течение этого десятилетия было выкуплено около 15 тыс. верст железнодорожных путей. В собственности казны перешли юго-западные дороги, Московско-Ярославско-Архангельская линия и ряд других.

Условия, на которых казна выкупала дороги у частных обществ, и в 1890-х годах оставались для нее такими же невыгодными, как в предыдущее десятилетие. Акции железнодорожных компаний приобретались правительством по биржевому курсу, который в большинстве случаев превышал номинальную цену. Особенно крупную сумму уплаты акционерам при выкупе Московско-Курской железной дороги. Правительству пришлось заплатить за каждую сторублевую акцию 265 руб. Правда, акционеры получили 54 млн руб. не деньгами, а 4%-ными государственными облигациями.

Какую сумму получили акционеры при выкупе правительством железнодорожных линий, видно из того, что в течение 90-х годов разница между покупной и нарицательной ценой акций составила около 150 млн руб. Наряду с этим при выкупе было списано свыше 780 млн руб. долгов частных обществ казне. Таким образом, общая сумма списанных казной долгов частных компаний в течение 80–90-х годов XIX века составила около 1,5 млрд руб. ■



Искусство биржевых технологий

www.micex.ru