



Денис Соловьев

Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук

## ОРГАНИЗАЦИЯ КРЕДИТОВАНИЯ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ НА ТОРГАХ И ВНЕ ТОРГОВ В РАМКАХ РАСЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Для становления российского рынка ценных бумаг в качестве одного из мировых финансовых центров необходимо разработать и предложить участникам рынка конкурентоспособные по сравнению с западными финансовыми рынками механизмы клиринга и расчетов, к которым относятся расчеты с частичным обеспечением и расчеты с центральным контрагентом. При расчетах с частичным обеспечением закрытие коротких позиций обеспечивается за счет кредитования участников друг другом или центральным контрагентом. Для сравнения, на американском рынке при торговле с покрытием в 25% от объема открытой позиции на 1 долл. депонированных брокером средств приходится 4 долл. в совершенных сделках, т. е. спотовый рынок США, где основная масса расчетов происходит именно таким образом, в 4 раза эффективнее российского фондового рынка. В представленной статье содержится описание подходов к реализации на российском фондовом рынке проекта по кредитованию ценными бумагами в рамках клиринговой расчетной инфраструктуры.

### ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ, ОПИСАНИЕ РЫНКА, СУЩЕСТВУЮЩИЕ СХЕМЫ

Предоставление в кредит ценных бумаг — важная составляющая часть современного международного рынка. В настоящее время кредитование ценными бумагами является тщательно продуман-

ным, хорошо регулируемым и высокоэффективным бизнесом.

На современных фондовых рынках ценные бумаги редко хранятся без движения. Держатели крупных портфелей ценных бумаг, не осуществляющие активной торговли ими, обычно предоставляют своим контрагентам ценные бумаги в кредит.

Кредитор передает ценные бумаги в пользование заемщику на определенное время за вознаграждение. В целях обеспечения возвратности кредита кредитор получает от заемщика обеспечение, которое может быть в форме ценных бумаг или денежных средств. Взаимоотношения сторон регулируются соглашением об общих условиях проведения операций кре-



дитования ценными бумагами, которое определяет права кредитора и заемщика на ценные бумаги, переданные в кредит и полученные в обеспечение (например, права на получение доходов по ценным бумагам). В случае невозможности исполнения обязательств заемщиком по возврату ценных бумаг, обеспечение переходит в распоряжение кредитора, который реализует его с целью возмещения стоимости невозвращенных заемщиком ценных бумаг и процентов за пользование кредитом. Срок, на который предоставляются ценные бумаги, может быть фиксированным или открытым, т. е., заемщик может получить ценные бумаги в кредит на неопределенный срок, но должен вернуть их по первому требованию заемщика в согласованную дату.

Кредиторы могут кредитовать заемщиков как ценными бумагами, так и денежными средствами либо одновременно двумя видами активов. Например, инвестиционный фонд передает в кредит часть своего портфеля акций — это операция кредитования ценными бумагами. Но если возникает ситуация, когда фонд в определенный момент времени имеет в наличии избыток денежных средств, то он также может осуществлять кредитование этими денежными средствами заемщика в обмен на приемлемое обеспечение в форме ценных бумаг.

Кредиторами обычно выступают институциональные инвесторы, такие как крупные страховые компании, инвестиционные, пенсионные фонды и благотворительные фонды, банки, являющиеся основными держателями долгосрочных финансовых активов.

Заемщиками обычно являются дилеры и брокеры. Они берут в заем ценные бумаги с целью покрытия своих краткосрочных потребностей в ценных бумагах для завершения расчетов по сделкам и при игре на понижение.

Одной из основных движущих сил развития этого бизнеса являются брокерские операции. Брокеры предлагают своим клиентам комплексное обслуживание, включая клиринг, расчеты, управление активами, кредитование ценными бумагами и другие финансовые услуги. Кредитование ценными бумагами является очень важной частью сервиса, который брокеры предоставляют своим клиентам. В настоящее время спрос на данную услугу возрастает быстрыми темпами.

Кредитование ценными бумагами относится к такому виду бизнеса, который позволяет получать надежный и постоянный доход при относительно низком уровне рисков. Для организации этого бизнеса потенциальный кредитор должен

иметь хорошо продуманную программу кредитования ценными бумагами.

Многие кредиторы используют полученные доходы от кредитования ценными бумагами для частичного или полного возмещения кастодиальных и административных расходов.

### Опыт Euroclear и Clearstream Banking

Международные расчетно-клиринговые системы «Евроклир» и «Клирстрим Бэнкинг» играют значительную роль в организации рынка операций кредитования ценными бумагами. Обслуживая большие объемы операций с ценными бумагами, указанные системы имеют возможности для предоставления своим клиентам комплекса услуг по кредитованию ценными бумагами. Они аккумулируют ценные бумаги всех своих клиентов — потенциальных кредиторов в «кредитный пул» (*Lending Pool*) и по мере необходимости сами используют эти ценные бумаги на цели кредитования. Таким образом, для каждого заемщика и кредитора существует только один контрагент — расчетно-клиринговая система.

Международные расчетно-клиринговые системы осуществляют все административные и расчетные функции, необходимые для проведения операций кредитования ценными бумагами. Программы по кредитованию ценными бумагами международных расчетно-клиринговых систем предоставляют кредиторам гарантии возврата ценных бумаг, передаваемых в кредит (или их денежного эквивалента), а также обеспечивают возможности получения дохода в виде части комиссии, взимаемой с заемщика за пользование кредитом.

Участники системы могут брать ценные бумаги в кредит для того, чтобы избежать проблем в расчетах по ценным бумагам, для покрытия коротких позиций или для увеличения эффективности торговли ценными бумагами на международных рынках. Заимствование ценных бумаг, таким образом, предоставляет заемщикам возможность сокращать финансовые издержки, связанные с неисполнением расчетов по ценным бумагам, а кредиторам — увеличивать свои доходы, не теряя прав на ценные бумаги, переданные в кредит. Программы кредитования ценными бумагами «Евроклир» и «Клирстрим Бэнкинг» имеют ряд различий. Каждая система имеет свой перечень ценных бумаг, которые могут использоваться для целей кредитования и приниматься в качестве обеспечения.

Международная расчетно-клиринговая система «Клирстрим Бэнкинг» разрешает своим участникам использовать при

проведении операций кредитования ценными бумагами следующие виды ценных бумаг:

- облигации с фиксированным доходом;
- конвертируемые облигации;
- варранты;
- облигации с переменным купонным доходом;
- бескупонные облигации.

Программа кредитования ценными бумагами международной расчетно-клиринговой системы «Евроклир» предлагает более широкий список ценных бумаг, которые могут использоваться при проведении операций кредитования ценными бумагами, куда включаются, например, векселя и акции.

### Опыт США

Кредитование ценными бумагами широко используется американскими инвестиционными компаниями для обеспечения экспансии на мировых рынках как неотъемлемая часть схем по закрытию коротких позиций. Совокупный объем кредитов в ценных бумагах оценивается экспертами в сумме более 500 млрд долл. При росте объемов предложения ставка по таким кредитам на американском фондовом рынке составляет 0,12—0,15% годовых, тем не менее, учитывая, что в настоящий момент основными поставщиками ценных бумаг выступают банки-кастодианы, стандартный уровень доходности операций которых составляет около 0,05%, можно предположить, что стоимость кредитов будет и далее снижаться.

Нельзя не отметить тот факт, что особенно динамичное развитие рынок кредитов в ценных бумагах получил вследствие того, что частным пенсионным фондам в США было дано разрешение предоставлять ценные бумаги, составляющие их активы, в кредит.

### Опыт России

Попытки организовать рынок кредитования ценными бумагами на российском рынке делаются достаточно давно, но до сих пор этот потенциально перспективный сегмент рынка не развит до такой степени, чтобы хотя бы частично удовлетворить потенциальный спрос.

Происходит это по ряду причин. Одна из них заключается в том, что **механизм кредитования ценными бумагами не закреплён законодательно**. Для того чтобы оценить, насколько важно для рынка получить легитимный механизм кредитования ценными бумагами, достаточно вспомнить, что на западных рынках брокерское сообщество поделено на два лагеря — «бы-



ки» и «медведи». Первые зарабатывают на росте рыночной стоимости ценных бумаг, вторые — на ее падении. Их взаимодействие придает вторичному рынку ценных бумаг в целом ту завидную стабильность, которой, к сожалению, лишен российский рынок.

С небольшим преувеличением можно сказать, что **кредитование ценными бумагами — это основной инструмент брокеров, «играющих на понижение»**. Здесь необходимо отметить, что «игра на понижение» в случае неспровоцированного падения рынка превращается в «игру на выживание» той части рынка, которая не сумела предугадать или вовремя воспользоваться таким падением.

До сих пор в российском законодательстве о ценных бумагах не нашли отражения те правоотношения, суть которых — отношения займа, которые *de facto* строятся в настоящий момент с применением иной правовой конструкции и представляют собой комбинацию отношений купли-продажи. Как правило, эти сделки представлены договорами РЕПО, т. е. купли-продажи с обязательством обратного выкупа в заранее определенную дату по заранее фиксированной цене. Проблема состоит в том, чтобы применить правовую модель отношений займа к такому объекту, как ценные бумаги.

Технология получения прибыли на «падающем» рынке достаточно проста. Обычно ценные бумаги, взятые в кредит или купленные с обязательством обратного выкупа собственником, не чувствительным к краткосрочным колебаниям рыночной конъюнктуры, продаются незамедлительно после получения. После определенного периода времени, который определяется сроком исполнения обязательств по кредиту или по обратной продаже, необходимое для погашения обязательства количество ценных бумаг покупается по меньшей цене (будем рассматривать «оптимистический» вариант), чем цена продажи, и возвращается первоначальному владельцу. Образовавшаяся разница между ценами продажи и покупки и составляет прибыль участника рынка, сыгравшего на понижение.

В связи с тем, что операция рассчитана на краткосрочные колебания рыночной стоимости ценных бумаг и в конце определенного выше срока происходит покупка ценных бумаг, что создает предпосылки для роста рынка, то в идеальном варианте никакой угрозы рынку подобные операции не создают.

Однако, если тот же пример рассмотреть, взяв в качестве исходных данных количество ценных бумаг, сопоставимое с объемом рынка по данной ценной бума-

ге, или набор ценных бумаг, представленный на рынке с совокупной стоимостью, сравнимой с дневным оборотом этого рынка, то последствия от подобной операции могут оказаться драматическими.

Тем не менее существуют, по крайней мере, два сдерживающих фактора, которые делают столь крупные операции крайне рискованными для участников рынка, играющих на понижение, а именно необходимость предоставить обеспечение обязательства по возврату ценных бумаг, которое представляет собой залог ликвидных активов (другие ценные бумаги или денежные средства), и необходимость рано или поздно откупить соответствующее количество ценных бумаг для расчетов по кредиту.

Операция по покупке на рынке значительного количества ценных бумаг достаточно сложна, так как при крупной покупке и при наличии у потенциального продавца сведений или догадки о том, что бумаги покупаются для исполнения срочного обязательства, цена их может возрасти так, что может и должна (встаньте на место продавца) стать больше той, по которой бумаги были проданы. Покупка мелкими лотами может привести к нежелательному росту котировок, и совокупная стоимость выкупленного портфеля окажется больше той, по которой он был продан. Кроме того, не стоит забывать, что стоимость обеспечения, предоставленного кредитору, скорее всего, изменилась незначительно.

Таким образом, как видно из вышеизложенного, существуют естественные регуляторы рынка, наличие которых позволяет надеяться на его стабильность. Логично предположить, что рынок кредитов в ценных бумагах — это рынок владельцев крупных пакетов ценных бумаг и мелких заемщиков. Исходя из этого необходимо разработать нормы, регулирующие модель правоотношений, связанных с кредитованием ценными бумагами. Очевидно, что эти нормы должны, насколько это возможно, уменьшить риски кредитора и заемщика.

Действующее в настоящий момент российское законодательство не способствует широкому распространению данного типа услуг. Главными препятствиями являются природа «кредитного» обязательства применительно к ценным бумагам и определенные сложности порядка реализации заложенного под обеспечение кредитного обязательства имущества, в состав которого не могут быть включены денежные средства на счетах заемщика. Тем не менее существует возможность отчасти компенсировать указанные недостатки законодательства, реализовав

продукт в рамках торговой системы, включающей в себя организатора торговли (фондовую биржу), клиринговый центр (в перспективе — центрального контрагента), расчетный депозитарий и расчетную палату.

В настоящее время широко развито кредитование ценными бумагами по схеме заключения сделок РЕПО. Однако существующие схемы РЕПО и реализующие их торговые системы не контролируют и не гарантируют исполнение второй части сделки — возврат ценных бумаг кредитору. Это является существенным препятствием для вовлечения в рынок кредитования ценными бумагами крупных страховых компаний, инвестиционных, пенсионных и благотворительных фондов, банков, являющихся основными держателями долгосрочных финансовых активов. Реализация проекта позволит гарантировать институциональным инвесторам возврат ценных бумаг, и сохранение прав по ценным бумагам, а также вовлечь в оборот торговой системы новые активы.

Помимо клиринговой организации, наличие стандартизованного продукта кредитования могло бы представлять интерес для интернет-брокеров, поддерживающих программы маржинального кредитования в рамках своих систем, и брокеров, предоставляющих доступ иностранным инвесторам к организованным российским рынкам.

Принимая во внимание существующую конфигурацию торговой системы, технологию расчетов на рынке, структуру самого рынка и особенности действующего нормативного правового регулирования, не следует ожидать существенного эффекта от внедрения кредитных продуктов в краткосрочной перспективе.

Тем не менее разработка технологии оказания этих услуг, их внедрение и развитие в настоящий момент оправданы. В процессе разработки могут быть формализованы направления развития продукта и те необходимые изменения в нормативно-правовом регулировании, которые необходимы для этого развития.

## **ВИДЫ КРЕДИТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ И ПРАВООТНОШЕНИЯ УЧАСТНИКОВ**

С целью обеспечения исполнения всех видов обязательств, возникающих в рамках организованного рынка ценных бумаг и при заключении внебиржевых сделок с ценными бумагами, предлагается разработать и внедрить стандартные технологии, условия, правоустанавливаю-



шие и регламентные документы для следующих видов обязательств:

- по кредитам денежными средствами под залог ценных бумаг;
- по займу ценных бумаг, обеспеченных активами залогодателя (заемщика и/или поручителей), учитываемыми в расчетной палате и/или расчетном депозитарии.

Предметом кредитного обязательства могут быть соответственно рубли РФ, иностранная валюта (доллар/евро) и ценные бумаги (акции и облигации, включенные в котировальный лист ММВБ 1-го уровня).

### УЧАСТНИКИ ПРОЕКТА: КРЕДИТОРЫ, ЗАЕМЩИКИ, ИНФРАСТРУКТУРА

В соответствии с практикой развитых рынков кредитные продукты могут быть использованы как элемент системы управления рисками неисполнения обязательств по сделкам с частичным обеспечением или без предварительного обеспечения.

Таким образом, потребителями кредитных продуктов являются кредиторы, заемщики и клиринговая организация. При этом клиринговая организация может одновременно выступать в качестве кредитора, заемщика и агента, организующего расчеты.

• **Кредиторы (по ценным бумагам):** депоненты расчетного депозитария, клиенты депонентов расчетного депозитария — портфельные инвесторы, желающие получить дополнительный доход от временной передачи своих ценных бумаг путем предоставления в заем. В качестве кредиторов могут выступать профучастники, размещающие собственные бумаги, или их клиенты. В последнем случае возможен вариант представительства профучастником своего клиента. Учет ценных бумаг, предназначенных к размещению, может осуществляться по попечительской схеме. При кредитовании клиентскими ценными бумагами, профучастник действует как агент своего клиента.

Преимущества для кредиторов:

- получение дохода от кредитования ценными бумагами;
- отсутствие платы за услугу по хранению пакетов, предназначенных к размещению.

• **Кредиторы (по денежным средствам):** банки — участники расчетной системы.

• **Заемщики** — участники расчетов по сделкам с ценными бумагами, в том числе интернет-брокеры, поддерживающие программы маржинального кредитования в своих системах, клиринговая ор-

ганизация, проводящая расчеты по сделкам с неполным покрытием.

• **Клиринговая организация** — осуществляет мониторинг достаточности обеспечения в расчетной системе, акцептует заключение сделок и проведение операций заемщиком, контролируя достаточность обеспечения (ликвидных активов на счетах заемщика в расчетной системе), выступает в качестве кредитора и/или заемщика при осуществлении расчетов по сделкам с неполным покрытием за счет средств гарантийного фонда.

• **Торговая система** — организует торговый интерфейс для продавцов и покупателей кредитных ресурсов.

• **Расчетная система** — расчетный депозитарий, учитывающий ценные бумаги и проводящий расчеты с ними, и расчетная палата, осуществляющая расчеты по денежным средствам.

Расчетный депозитарий или клиринговая организация в схеме кредитования могут выполнять следующие функции:

- 1) автоматическое определение необходимости займа в целях покрытия обязательств, для исполнения которых у заемщика не хватает средств;
- 2) автоматическое определение наличия у Кредиторов средств для займа;
- 3) блокировка залога в пользу Гаранта по кредиту;
- 4) анонимный перевод ценных бумаг от Кредитора к Заемщику;
- 5) ежедневная переоценка стоимости ценных бумаг и залога.

Также они могут выступать агентом по займу, агентом по залогу, гарантом по кредиту.

### СХЕМЫ УЧЕТА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИСПОЛНЕНИЯ КРЕДИТНЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ УЧАСТНИКОВ РАСЧЕТНОЙ СИСТЕМЫ

Кредитные обязательства могут быть обеспечены двумя способами:

- классическим, с обременением ценных бумаг, зарегистрированных на специальном «залоговом» счете депо заемщика — применим для обеспечения кредита ценными бумагами;
- динамическим, при котором все ликвидные активы, принадлежащие заемщику и учитываемые в расчетной системе, служат обеспечением всех его кредитных обязательств — применим для обеспечения кредита ценными бумагами и денежными средствами.

Клиринговая организация осуществляет расчет размера обязательств и достаточности обеспечения в расчетной системе, а также инициирует предусмотренные действия для приведения этих обяза-

тельств в соответствие с установленными требованиями в ситуации «margin call» и/или принудительное исполнение кредитных обязательств в предусмотренных ситуациях.

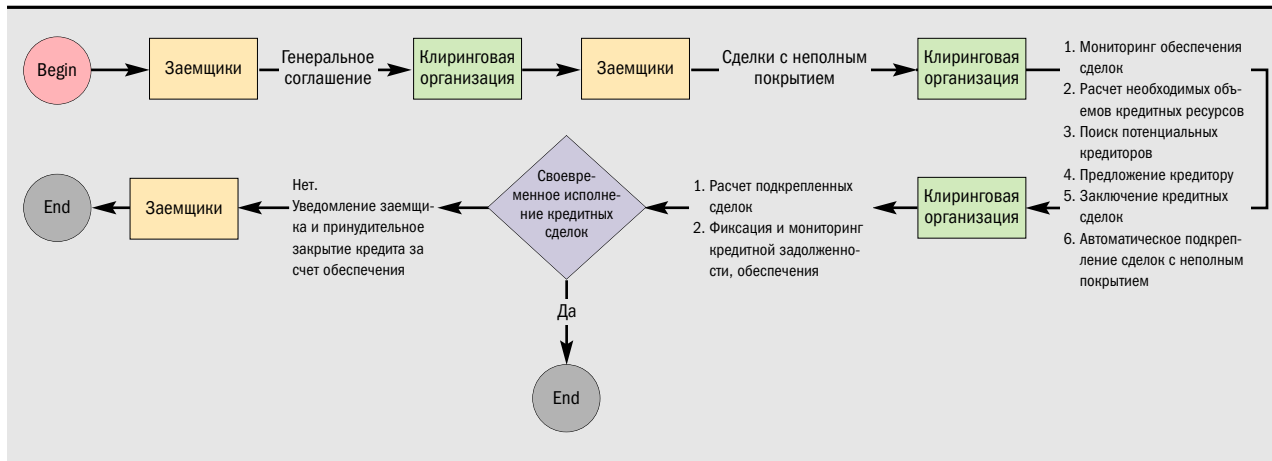
### ЮРИДИЧЕСКИЕ СХЕМЫ

Для каждой из схем кредитования необходимо разработать систему договоров и дополнительных соглашений к уже заключенным участниками системы договорам, которые позволили бы реализовать предполагаемый функционал участников. Целесообразно строить отношения с участниками на основе общих соглашений, а каждую конкретную сделку и связанные с ней правоотношения, если потребуется, оформлять дополнительными соглашениями.

Для участия в кредитных операциях потенциальный заемщик и/или кредитор подписывает систему соглашений с клиринговой организацией, торговой системой, расчетной системой и по каждой сделке — двустороннее соглашение как заемщик и/или кредитор. При подписании соглашения клиринговая организация выступает как агент ранее присоединившихся к соглашению участников. Для каждого заемщика в торговой и клиринговой системе кредитор может установить лимит и сублимит по каждому виду кредитного ресурса и обеспечения.

Соглашение об общих условиях кредитования и обеспечения может определять:

- порядок проведения кредитных операций, в том числе:
  - виды кредитов,
  - максимальный срок кредита,
  - величину и порядок начисления процента за пользование кредитом;
- порядок предоставления ценных бумаг в заем. При этом оговариваются условия заключения сделок, способы обмена подтверждениями, а также сроки поставки ценных бумаг заемщику;
- порядок формирования залогового обеспечения;
- порядок определения рыночной стоимости займа и залогового обеспечения;
- порядок формирования ломбардного списка ценных бумаг с указанием дисконтов и порядка внесения изменений;
- порядок выплаты доходов по ценным бумагам, а также порядок осуществления корпоративных действий;
- порядок проведения взаимозачетов по встречным сделкам (неттинг);
- порядок замены обеспечения по кредиту;
- действия сторон при невозможности замены обеспечения по кредиту;



- порядок установления лимитов на заемщиков;
- величину и порядок начисления пеней на сумму просроченного долга при неисполнении (ненадлежащем исполнении) заемщиком обязательств;
- условия досрочного погашения кредита по инициативе заемщика либо кредитора;
- условия замены предмета залога;
- обязанности и ответственность сторон;
- полномочия расчетного депозитария, перечень типов используемых разделов счетов депо;
- порядок удовлетворения требования кредитора за счет обеспечения при неисполнении (ненадлежащем исполнении) заемщиком обязательств;
- порядок досрочного расторжения сделки;
- порядок действий и обязанности сторон в случае невозможности исполнения обязательств какой-либо из сторон.

## СХЕМЫ ПРОВЕДЕНИЯ КРЕДИТНЫХ ОПЕРАЦИЙ

В соответствии с требованиями участников проекта к структуре кредита и обеспечения, срокам кредитования и технологиям разработаны 3 схемы проведения кредитных операций:

- организация овердрафтного краткосрочного<sup>1</sup> кредитования клиринговой организацией участников торгов при торговле с неполным покрытием;
- организация краткосрочного кредитования депонентов;
- организация взаимного кредитования между депонентами.

Основные этапы реализации проекта по кредитованию одинаковы для данных трех схем. Рассмотрим их на примере ор-

ганизации кредитования клиринговой организацией участников торгов при торговле с неполным покрытием.

### Условия допуска и организация торгов кредитными ресурсами

Для участия в кредитных операциях потенциальный заемщик и кредитор должны подписать систему соглашений с клиринговой организацией, торговой системой и расчетной системой. При подписании соглашения клиринговая организация выступает как агент ранее присоединившихся к соглашению участников.

Предварительно, перед началом работы системы кредитования усилиями участников проекта должен быть сформирован пул потенциальных кредиторов, а ценные бумаги, предназначенные к размещению, переведены на специальные разделы в расчетном депозитарии. Владельцами этих разделов являются депоненты, оператором — клиринговая организация.

Торговая система представляет доступ к информации о доступных в настоящий момент кредитных ресурсах.

Алгоритм организации клиринговой организацией кредитования ценными бумагами/деньгами участников торгов за счет собственных ресурсов и ресурсов других депонентов с целью автоматического покрытия сделок с неполным покрытием представлен на рисунке.

### Оформление кредита и регистрация залога

#### Оформление кредита

При заключении торговых сделок с неполным покрытием брокеры — потенциальные заемщики должны иметь информацию из торговой системы о доступных в настоящий момент кредитных ре-

сурсах. Размеры сделок ограничены лимитами заемщика на кредитные ресурсы и обеспечения. Клиринговая организация в течение торговой сессии производит мониторинг сделок с неполным покрытием, расчет необходимых объемов кредитных ресурсов, проверку достаточности обеспечения, лимитов на заемщика и виды обеспечения. После проверки и при наличии необходимых кредитных ресурсов клиринговая организация заключает кредитные сделки с кредиторами от имени заемщиков, автоматически переводит необходимые ресурсы на счета заемщика и рассчитывает заключенные заемщиком сделки с неполным покрытием.

### Фиксация обязательств по возврату кредита и выплате процентов, мониторинг кредита, обеспечения, сроков и способов возврата кредита

Фиксация обеспечения происходит динамическим способом: обеспечением кредита являются все ресурсы заемщика, находящиеся на счетах в расчетном депозитарии и расчетной палате, принимаемые в обеспечение кредита согласно лимитам. Необходимым условием реализации такого способа регистрации обеспечения является передача владельцем счета клиринговой организации и расчетной банковской организации права управления денежным счетом и счетом депо.

На основании данных о заключенных кредитных и залоговых договорах клиринговая организация фиксирует в учете обязательств информацию:

- о структуре займа (вид и количество ценных бумаг), объеме кредита (денежные средства);
- стоимости займа на момент оформления;

<sup>1</sup> Под краткосрочным кредитованием понимается кредитование на срок от одного до нескольких дней.





- структуре обеспечения (вид и количество ценных бумаг);
- стоимости обеспечения на момент оформления;
- сроке займа;
- дисконте;
- процентной ставке за пользование займом;
- получателе дохода по ценным бумагам займа и залога и т. п.

Кредитору и заемщику предоставляются отчеты об исполнении депозитарных операций, фиксации обязательств по кредиту. Заемщику также предоставляется отчет о заключенных договорах.

### Мониторинг обеспечения обязательств

Ежедневно и при проведении любой операций с ценными бумагами, являющимися обеспечением кредитных обязательств, клиринговая организация должна осуществлять:

- переоценку стоимости обеспечения;
- переоценку стоимости ценных бумаг, переданных в заем;
- проверку соответствия стоимости залогового обеспечения и заемных средств размеру кредита в денежных средствах. Стоимость залога должна покрывать стоимость ценных бумаг займа/кредита, процентов за предполагаемый период заимствования и накопленный доход по заемным средствам (при необходимости);
- расчет процентов за фактическое время пользования кредитом;
- проверку наступления срока возврата кредита;
- контроль сроков полномочий по доверенностям;
- фиксацию необеспеченности (неисполнения) обязательств.

По результатам мониторинга кредиторами и заемщикам в установленном порядке предоставляются отчеты.

При этом права участника осуществлять вывод из расчетной системы денежных средств или права на заключение сделок, в результате которых нарушается лимитное требование, ограничены: клиринговая организация производит мониторинг поступающих в торговую систему заявок от заемщика и не исполняет их в случае, если их исполнение приводит к снижению стоимости находящихся в собственности заемщика ресурсов ниже минимума, необходимого для обеспечения кредита.

### Возврат кредита

#### Возврат кредита в срок

В день возврата кредита (при наличии свободных от обязательств ценных

бумаг на счете депо заемщика) клиринговая организация должна сформировать поручение депо на перевод ценных бумаг займа на счет депо кредитора и осуществить предварительную блокировку ценных бумаг займа.

Клиринговая организация формирует поручение депо на прекращение обременения ценных бумаг залогом в случае использования сторонами классической схемы обеспечения или увеличивает лимит заемщика на величину оценочной стоимости заложенных ценных бумаг.

### Досрочное прекращение кредитного обязательства. Реализация предмета залога на торгах

При неисполнении (ненадлежащем исполнении) обязательств заемщика, обеспеченных ценными бумагами, клиринговая организация на основании агентского договора должна перевести ценные бумаги на счет уполномоченного брокера для реализации на торгах. Денежные средства, вырученные от реализации, направляются на погашение денежного кредитного обязательства или на приобретение ценных бумаг, являющихся предметом займа.

### КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ КРЕДИТОВАНИЯ

- **Основной риск (*Principal risk*)** — риск потери полной стоимости ценных бумаг, передаваемых кредитором заемщику. Этот риск может возникнуть в случае, если кредит не обеспечен должным образом или если не может быть выполнена часть операции, связанной с поставкой обеспечения кредитору.

- **Риск замещения стоимости (*Replacement cost Risk*)** — риск понесения убытков кредитором в случае, если стоимость реализуемого обеспечения окажется ниже стоимости ценных бумаг, переданных в кредит.

- **Риск ликвидности (*Liquidity risk*)** — риск, возникающий в случае, если заемщик не может выполнить свои обязательства в полном объеме и в оговоренный срок, а выполняет их позже или не в полном объеме.

- **Рыночный риск (*Market risk*)** — риск получения убытков от неблагоприятных изменений стоимости активов на рынке.

- **Юридический риск (*Legal risk*)** — риск появления нормативных документов, влекущих за собой невозможность завершения сделки.

- **Операционный риск (*Operational risk*)** — риск отсутствия необходимых учетных данных для успешного проведения

операции в информационных системах или системах внутреннего контроля.

- **Расчетный риск (*Settlement risk*)** — риск неисполнения отдельной операции (части операции) в определенное время. (*DVP*)

- **Кастодиальный риск (*Custody risk*)** — риск потери ценных бумаг, находящихся на хранении у кастодиана в результате небрежности или мошеннических действий персонала кастодиана.

Кредитор (или его агент, или кастодиан) берет на себя оценку кредитоспособности заемщика и устанавливает лимиты кредитования для каждого заемщика, прежде чем предоставить ему ценные бумаги в кредит.

Кредитор осуществляет анализ финансового состояния заемщика, адекватности капитала, качества активов, уровня квалификации менеджмента, а также репутации заемщика на рынке.

Кредитор определяет методологию установления лимитов кредитования и устанавливает соответствующие лимиты для каждого заемщика. В идеале менеджмент или кредитный комитет кредитора должны рассмотреть и утвердить эти лимиты отдельно от подразделения, предоставляющего ценные бумаги в заем, принимая во внимание выданные ранее кредиты данному заемщику или его филиалам (дочерним структурам), а также другие факторы кредитной истории данного заемщика. На постоянной основе осуществляется контроль за использованием (частичным использованием) лимитов, чтобы исключить возможность выдачи кредитов сверх установленных предельно допустимых объемов. Лимиты кредитования регулярно пересматриваются с учетом изменения финансового состояния заемщика и изменения условий рынка. Лимиты кредитования могут пересматриваться в связи с колебаниями стоимости собственного портфеля ценных бумаг, особенно на развивающихся рынках.

Чтобы уменьшить риск, связанный с недостаточной диверсификацией кредитного портфеля, кредиторы устанавливают так называемые «сублимиты» по определенному виду ценных бумаг или типу рынка ценных бумаг (например, не больше 20% совокупного лимита на данного заемщика по акциям, обращающимся на развивающихся рынках).

Для минимизации рисков необходимо предусмотреть применение процедуры ускоренного пересмотра лимитов кредитования для отдельных заемщиков при постановку выдачи новых ссуд до погашения выданных ранее, досрочное погашение займов теми клиентами, которые допустили несвоевременное исполнение обяза-



тельств в рамках любой из торговых систем или на внебиржевом рынке (перечень оснований для досрочного принудительного закрытия позиций должен быть предусмотрен в договоре).

### Специфические риски, связанные с реализацией проекта в реальных условиях

Как правило, заем ценных бумаг используется для того, чтобы получить прибыль от разницы в стоимости бумаг при падении котировок (среднесрочный заем) или обеспечить поставку по совершенной сделке купли-продажи (краткосрочный заем).

Из сути указанных операций вытекают коммерческие риски, которые несет заемщик.

Однако, помимо этих рисков, следует отметить:

- риск несвоевременного предоставления кредита, что важно при краткосрочном заимствовании и возможно только при стандартизации документооборота;
- риск требования досрочного исполнения обязательств;
- риск утраты залога;
- риск учетной системы, для которой основания для проведения упомянутых операций не являются стандартными, т. е. существенное значение имеет надлежащая легитимация заемщика и кредитора;
- риск манипулирования рынком в рамках торговой системы с использованием кредитных ресурсов.

### ПРЕДЛОЖЕНИЯ И КОММЕНТАРИИ

Для реализации преимуществ кредитования перед РЕПО необходимо совершенствовать правовое регулирование в направлении, которого придерживается, например, Европейский союз. Директива Европейского союза 2002/47/ЕС от 6 июня 2002 г. «О соглашениях по финансовому обеспечению» (*On Financial Collateral Arrangements*) устанавливает ряд правил, которые актуальны для всех финансовых рынков, включая рынок РФ.

К существенным достоинствам европейского регулирования можно отнести четкое определение того, кто и какие активы может передавать и принимать в качестве предмета залога. Предметом залога могут быть любые финансовые инструменты или права требования. Доверительные управляющие ценных бумаг, доверенные или агенты бенефициара могут действовать в качестве залогодателей от лица третьих лиц — бенефициаров.

Директива определяет процедуру оформления и переоформления залога, устраняя техническо-юридическую проблему, связанную с тем, что замена одной бумаги в залоговом пуле в РФ требует переоформления сделки, так как российское право квалифицирует новый имущественный комплекс, как новый предмет залога.

Методы оформления, используемые для финансовых инструментов:

- регистрация ценных бумаг на счетах залогодержателя или залогодателя, или третьей стороны, и маркировка ценных бумаг, служащих обеспечением, в качестве заложенных за счет выделения счета или отдельных ценных бумаг;
- уведомление депозитария о залоге (например, клиент письменно уведомляет *Clearstream*).

Положения Директивы устанавливают обширный набор вариантов реализации залога, в отличие от законодательства РФ, где установлен порядок реализации на публичных торгах, а любой иной, установленный соглашением сторон, может быть оспорен.

• **Повторное использование:** контрагенты могут договориться о правах переуступки (повторной передачи в залог) залогодержателем. В случае достижения договоренности о переуступке, залогодержатель обязан передать равнозначные ценные бумаги не позже даты истечения срока договора или провести зачет встречных обязательств по согласованию.

• **Залог клиентских активов:** в случае, когда залогодатель информирует залогодержателя об отсутствии права собственности, залог продолжает действовать, если залогодатель подтверждает наличие согласия от владельца на оформление залога.

• **Классификация залога (*Subranking of pledges*):** залогодержатели низших уровней получают право преимущественной реализации залога только в случае, если такое право было делегировано по всей цепочки залогодержателей верхних уровней.

Правила принудительной реализации финансового залога исключают участие третьих лиц (залогодателя или судебных исполнителей) и, соответственно, защищают интересы залогодержателя. В отличие от законодательства РФ, которое отдает предпочтение защите интересов залогодателя. Без предварительного уведомления в случае дефолта залогодержатель может:

- обратиться в собственность залог по цене, установленной по заранее согласованному методу оценки;

• распределить или дать поручение распределить залог посредством продажи по частному соглашению на рыночных условиях, посредством продажи на бирже или на публичном аукционе;

• добиться заключения суда, передающего залог залогодержателю в качестве оплаты на сумму, не превышающую сумму претензии, в соответствии с экспертной оценкой;

- зачесть встречные требования;
- если заложены финансовые инструменты, обратиться в свою собственность данные финансовые инструменты по рыночной цене или по цене последней опубликованной чистой стоимости активов, в зависимости от рода залога.

Законодательство ЕС также защищает залогодержателя от ситуации банкротства залогодателя, отдавая право преимущественного обращения взыскания на заложенное имущество залогодержателю.

Указанные положения могут и должны быть заимствованы для обеспечения защиты интересов залогодержателя на финансовом рынке. Именно такой подход необходим и соответствует социальной значимости финансовых институтов, обслуживающих население и институциональных инвесторов. Особенно это касается клиринговых организаций, выполняющих функции центрального контрагента. Проблемы одного не должны становиться проблемами многих. ■