



**ЕЛЕНА СЕМЬКИНА**  
директор филиала НДЦ-СПб, канд. физ.-мат. наук



**Михаил Ванюшов**  
главный специалист филиала НДЦ-СПб

## К ВОПРОСУ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Предметом настоящей статьи является краткое исследование такого получившего сегодня достаточно широкое распространение на фондовом рынке явления, как кредитование ценными бумагами, и рисков, связанных с ним. Мы считаем, что, как и любой инструмент, он не хорош и не плох сам по себе, все зависит от того, как его использовать. По мнению управляющего директора ИК «Тройка Диалог» Жака дер Мегредичана<sup>1</sup>, ситуация с использованием заемных активов на мировых финансовых рынках проблематична: «очень многие участники рынка... перезакладывали имеющиеся у них ценные бумаги для покупки новых, в результате чего объем открытых позиций перестал соответствовать реальным денежным средствам, имеющимся в распоряжении игроков». Следует отметить, что, принося дополнительные возможно-

сти участникам рынка, работа с заемными активами также усиливает и риски. «Принцип рычага» работает как на увеличение прибыли, так и на возрастание риска, и неисполнение обязательств по одной сделке влечет за собой невозможность исполнить их по другой, цепочка может расширяться, вовлекая новых участников.

На основных моментах, связанных с минимизацией риска при использовании кредитования ценными бумагами, мы и остановимся. Сразу необходимо отметить, что избежать риска полностью невозможно, да и не нужно, ибо риск и является товаром на рынке ценных бумаг<sup>2</sup>. Однако риск должен быть как минимум осознанным и корректно оцененным для всех участников операции. Оценим риски, которые возникают у сторон по сделке при продаже заемных ценных бумаг.

У покупателя ценных бумаг не возникает никаких дополнительных рисков по сравнению с обеспеченной сделкой, поэтому его мы из рассмотрения исключаем. По той же причине можно исключить из рассмотрения организатора торговли и расчетные организации. Таким образом, у нас остается два субъекта сделки — брокер и клиент. Брокер, являясь профессионалом, обязан хорошо представлять риск операции и, в соответствии с Приказом ФСФР РФ от 7 марта 2006 г. № 06-24/пз-н, обязан под роспись ознакомить с ними клиента. Рассмотрим основные риски.

**Риск потери ликвидности.** В случае потери ликвидности ценной бумагой, являющейся предметом необеспеченной сделки, могут возникнуть проблемы с возвратом займа — одолженные ценные бумаги просто не удастся «откупить».

<sup>1</sup> Коммерсант *business guide*. 2007. 27 сентября. № 176.

<sup>2</sup> Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И. В. Костикова: В 2 т. М.: Наука, 2004.



**Риск резкого движения цен.** При резком скачке цен на рынке для выполнения обязательств может не хватить обеспечения, предоставленного клиентом.

Два указанных выше риска в большей степени снимаются за счет требования регулятора. В соответствии с цитированным выше приказом ФСФР, предметом сделок без обеспечения могут быть только ликвидные ценные бумаги, а настолько резкий скачок цен, что будет обеспечено обеспечение, невозможен — просто будут остановлены торги. Таким образом, за исключением ситуаций кризиса общегосударственного масштаба, данные риски исключены. Более того, такие риски нормальны для любого финансового рынка, квалифицированные участники идут на них осознанно, а увеличение потенциальных убытков от реализации этих рисков за счет использования заемных активов компенсируется таким же увеличением потенциальной прибыли.

Возникает, однако, другой вид рисков для брокера. Расчеты по сделке фактически осуществляются за счет ценных бумаг, принадлежащих другим клиентам брокера. При этом, в гипотетическом случае, когда все его клиенты (или большинство) решат продать или просто снять с хранения ценные бумаги, брокеру может просто не хватить остатка на междепозитарном счете. Если в случае снятия с хранения ситуация не очень критична, поскольку брокер обладает запасом времени для приобретения ценных бумаг, то при принятии клиентом решения на продажу он в большинстве случаев самостоятельно выставляет заявку через систему интернет-трейдинга, и времени для покупки необходимых ценных бумаг у брокера просто нет. Конечно, такая ситуация почти невероятна: даже при очень сильном движении рынка несколько сотен или тысяч клиентов не примут решение на продажу одновременно. Дело, однако, не в этом. В рассмотренной ситуации имеется два идеологических момента. Во-первых, в результате необеспеченной сделки риски возникли у лиц, которые стороной по сделке вообще не являются (другие клиенты брокера). Во-вторых, у брокера возникли риски, сущности брокерской деятельности не свойственные.

Остановимся на последнем моменте подробнее. Основная идея брокерской деятельности в том, что брокер является профессионалом, оказывающим посреднические услуги, т. е. предоставляющим возможность своим клиентам заключать сделки на фондовом рынке. В нашем же

случае брокер фактически принимает на себя кредитные риски. Проблема схожа с той, что обозначена Жаком дер Мегредичаном<sup>3</sup>: «...слишком много посредников на рынке — тех же инвестиционных банков — стали играть на собственные средства... Они превращаются в игроков, которые зарабатывают деньги главным образом на собственной позиции...».

Проблема в данном случае лежит не в области количественной оценки указанных рисков, она как раз, скорее всего, невелика. Риск, возникающий у третьих клиентов брокера в результате необеспеченной сделки, даже если будет осознан ими, не может быть ими корректно оценен. Следовательно, это не риск, являющийся товаром на фондовом рынке<sup>4</sup>, а неопределенность, снижающая прозрачность рынка и, следовательно, его эффективность. Возникновение у брокера несвойственных его деятельности рисков также в конечном итоге увеличивает неопределенность для инвестора — клиента этого брокера. То есть если для брокера этот несвойственный его деятельности риск может быть все же корректно оценен, то для его клиента — инвестора — эта оценка недоступна. Мы видим, что оба указанных вида риска увеличивают неопределенность инвестора и, следовательно, снижают эффективность рынка. Такие моменты необходимо исключить.

Таким образом, имеется два связанных вида риска, которые желательно исключить, поскольку первый не осознается всеми участниками, у которых он возникает, т. е. не выполняется требование прозрачности рынка, а второй не свойствен основной деятельности брокера, у которого он возникает, т. е. влечет за собой увеличение рисков контрагентов данного брокера, ими также не осознаваемое. Также желательно исключить возможность возникновения эффекта «снежного кома», т. е. в случае реализации риска у одного из участников не должны страдать участники, субъектами «проблемной» сделки не являющиеся.

Для решения указанной задачи представляются целесообразными следующие шаги. Для исключения ситуации «снежного кома» достаточно обязательного 100%-ного обеспечения займа. Этого вполне достаточно, чтобы, например, открыть в удачный момент короткую позицию по ценной бумаге, которой у данного участника нет. А для торговли с большим плечом правильнее использовать производные финансовые инструменты, для которых это совершенно естественно.

Для исключения описанных выше рисков третьих участников было бы идеально, чтобы брокер при организации займа ценными бумагами не выступал в качестве заимодавца. Для брокера, осуществляющего депозитарное обслуживание своих клиентов, естественно выступить в качестве посредника между заемщиком и заимодавцем, взимая за свои услуги определенное вознаграждение. Если депозитарное обслуживание клиентов брокера осуществляет держатель, то и функция посредника при организации займа может выполняться держателем. В этом случае клиент брокера/держателя, ценные бумаги которого даются в заем, уже не третья, неинформированная, а полноправный участник сделки, принимающий решение о риске вполне осознанно. Такое решение также полностью соответствует идеологии деятельности брокера как посредника на финансовом рынке.

Интересно отметить, что описанным образом функционирует сервис *Frankfurt Automated Borrowing*, предоставляемый *Clearstream*. Полностью автоматический сервис позволяет избежать сбоев в расчетах. *Clearstream* действует как посредник между заемщиком и заимодавцем и осуществляет все административные и расчетные функции. Организация займа возможна как в автоматическом режиме, когда участник заранее выражает согласие выступить в случае необходимости в качестве заимодавца или заемщика, так и по запросу участника. Для нас важно то, что в любом случае механизм организации займа полностью прозрачен как для заемщика, так и для заимодавца.

Мы рассмотрели основные моменты, связанные с использованием заемных ценных бумаг на организованном рынке. Следует отметить, что, на наш взгляд, ситуация не является напряженной. Наши предложения носят характер системных улучшений на пути к построению идеального рынка. ■

<sup>3</sup> Коммерсант *business guide*. 2007. 27 сентября. № 176.

<sup>4</sup> Там же.