



РАССУЖДЕНИЯ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

ОБЗОР РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ МАТЕРИАЛОВ

Елена Ненахова

Департамент операций на финансовых рынках
Банка России

Александр Барщевский

Депозитарный центр
ОАО «Газпромбанк»

КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА РАЗВИТЫХ ЗАПАДНЫХ РЫНКАХ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ «СТАНДАРТНУЮ» БАНКОВСКУЮ (ФИНАНСОВУЮ) УСЛУГУ — ВЫДАЧУ КРЕДИТОВ В ЦЕННЫХ БУМАГАХ В ОБМЕН НА СОГЛАСОВАННУЮ ОПЛАТУ. ТЕМ САМЫМ «ГЕНЕРИРУЕТСЯ» ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ДОХОД НА ИМЕЮЩИЕСЯ ПОРТФЕЛИ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЗ КАКИХ-ЛИБО ОГРАНИЧЕНИЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА. ПОПЫТКИ ОРГАНИЗОВАТЬ РЫНОК КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В РОССИИ ПРЕДПРИНИМАЮТСЯ ДОСТАТОЧНО ДАВНО, НО ДО СИХ ПОР ЭТОТ ПОТЕНЦИАЛЬНО ПЕРСПЕКТИВНЫЙ СЕГМЕНТ РЫНКА НЕ РАЗВИТ ДО ТАКОЙ СТЕПЕНИ, ЧТОБЫ ХОТЯ БЫ ЧАСТИЧНО УДОВЛЕТВОРИТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ СПРОС. ОДНАКО В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ ПОЯВИЛАСЬ НАДЕЖДА НА ТО, ЧТО ТАКОЙ НЕОБХОДИМЫЙ РОССИЙСКОМУ ФИНАНСОВОМУ РЫНКУ СЕГМЕНТ ВСЕ ЖЕ ВСКОРЕ ПОЯВИТСЯ.

РАССУЖДЕНИЯ О ПРЕДМЕТЕ

Если все непонятно, то задать вопрос невозможно.

*Из курса лекций
по теории космического
полета (МАИ, 1984)*

В настоящее время в рамках Комитета по кредитованию СПО «Национальная фондовая ассоциация» совместно с участниками финансового рынка при поддержке Банка России проводится работа по разработке всей необходимой документации, требуемой для запуска операций кредитования ценными бумагами.

Операции по кредитованию ценными бумагами (*securities lending transaction*) можно разделить на следующие виды¹:

- ссуды, займы, кредиты ценными бумагами (*securities loan transactions*);
- сделки РЕПО (*repurchase agreements*);
- сделки по продаже и обратной покупке (*sell-buy/back arrangements*).

Операции по кредитованию ценными бумагами и связанные с ними операции по предоставлению обеспечения совершаются в соответствии либо с подходом передачи права собственности (*a title transfer approach*), либо с подходом, основанным на залоге ценных бумаг (*a pledge*

of the securities)². При подходе, основанном на передаче титулов собственности, ценные бумаги отдаются против обязательства принимающей стороны вернуть эквивалентные ценные бумаги по завершении срока операции.

С юридической точки зрения *securities loan transaction* представляет собой сделку займа. Кредитор предоставляет ценные бумаги заемщику. По соглашению между ними у заемщика возникает обязательство по возврату этих бумаг кредитору, при этом от заемщика, как правило, требуется обеспечение. Оно может быть в форме других ценных бумаг, денежных средств, банковского аккредитива или иных активов. Обычно обеспечение пре-

¹ Классификация дается согласно докладу «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение». Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам. Июнь, 1999 г.

² Там же.



вышает рыночную стоимость ссужаемых ценных бумаг на величину начальной маржи (*initial margin*). Начальная маржа служит своеобразным буфером против неблагоприятных изменений в стоимости одолженных ценных бумаг относительно обеспечения в случае невыполнения обязательств заемщиком.

Заимодавец получает плату (вознаграждение), которая оговаривается в соглашении между сторонами сделки. Право собственности на ценные бумаги, отданные в кредит, переходит от кредитора к заемщику, который обязуется возвратить бумаги того же типа и в тех же количествах в конце установленного периода времени.

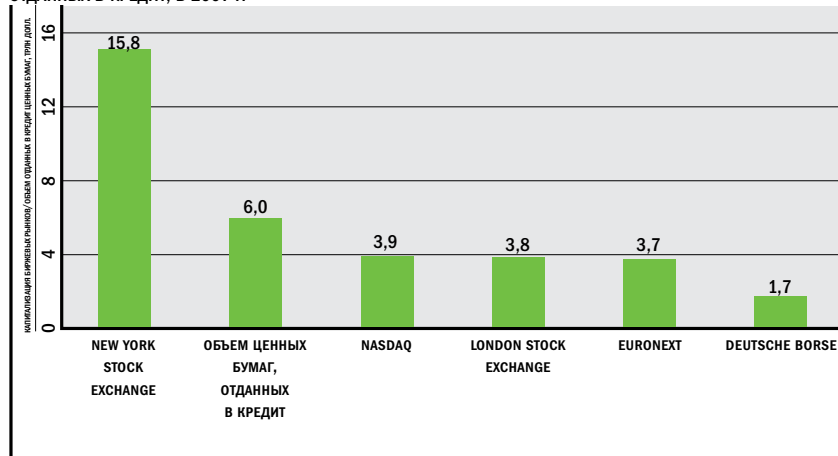
При рассмотрении юридических аспектов сделок займов в ценных бумагах также возникают вопросы о том, позволяет ли законодательство о несостоятельности (банкротстве) проводить зачет требований сторон друг к другу, урегулирована ли на законодательном уровне возможность ликвидационного неттинга (*close-out netting*), а также какие права в отношении обеспечения предоставляются стороне по сделке, не нарушившей своих обязательств (*non-defaulting party*) при нарушении обязательств другой стороной.

В последнее десятилетие на развитых международных финансовых рынках наблюдалась довольно устойчивая тенденция к резкому расширению спектра и росту объемов финансовых услуг, построенных на базе использования имеющихся в активе ценных бумаг в необычном качестве самостоятельных кредитных ресурсов и ресурсов для обеспечения предоставляемых займов.

Кредитование ценными бумагами является внебиржевыми операциями, дать точную оценку объемов которых достаточно сложно. Это во многом можно объяснить и тем, что на рынке присутствует большое количество игроков, многие из которых, например хедж-фонды, практически не регулируются. Многие сделки на рынке кредитования заключаются на двусторонней основе. Все это приводит к отсутствию точных статистических данных об объемах проводимых операций, позволяя оперировать лишь данными специализированных фирм, работающих на рынке кредитования ценными бумагами, а также международных саморегулируемых организаций.

Международный рынок кредитования ценными бумагами на сегодняшний день представляет собой довольно внушительный сегмент мирового финансового рын-

Рисунок 1. КАПИТАЛИЗАЦИЯ* КРУПНЕЙШИХ БИРЖЕВЫХ РЫНКОВ МИРА И ОБЪЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОТДАНЫХ В КРЕДИТ, В 2007 Г.



* Капитализация определяется как суммарная рыночная стоимость обращающихся на фондовой бирже ценных бумаг.

Источник: Международная федерация бирж, *Spitalfields Advisors*, 2007 г.

Таблица 1. ОБЪЕМЫ КРЕДИТОВАНИЯ АКЦИЯМИ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2007 Г.*

Страна/регион	Объем, доступный для кредитования, млн долл.	Выдано в виде кредитов, млн долл.	Коэффициент использования, %
Канада	424 506,70	83 602,30	19,7
США	4 529 328,70	636 653,60	14,1
Азия	92 267,60	21 778,80	23,6
Австралия	191 195,00	55 353,00	29,0
Япония	425 144,50	61 890,30	14,6
Европа**	994 354,00	302 334,50	30,4
Великобритания	1 073 356,30	95 744,40	8,9

* Рассчитано авторами на основе данных *Spitalfields Advisors Limited*, взятых с сайта <http://www.spitalfieldsadvisors.com>.

** В европейский регион включены Франция, Италия, Нидерланды, Норвегия, Испания, Германия.

Таблица 2. ОБЪЕМЫ КРЕДИТОВАНИЯ АКЦИЯМИ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2008 Г.*

Страна/регион	Объем, доступный для кредитования, млн долл.	Выдано в виде кредитов, млн долл.	Коэффициент использования, %
Канада	215 133,60	35 631,00	16,6
США	2 307 809,30	270 731,80	11,7
Азия	65 034,24	7 644,89	11,8
Австралия	73 373,30	11 718,60	16,0
Япония	280 244,10	38 318,80	13,7
Европа**	449 475,60	195 484,80	43,5
Великобритания	384 166,80	38 496,30	10,0

* Рассчитано авторами на основе данных *Spitalfields Advisors Limited*, взятых с сайта <http://www.spitalfieldsadvisors.com>.

** В европейский регион включены Франция, Италия, Нидерланды, Норвегия, Испания, Германия.

ка. Для сравнения: в 2007 г. объем ценных бумаг, отданных в кредит, превышал капитализацию крупнейших биржевых рынков мира (рис. 1).

В соответствии с оценкой объема рынка кредитования ценными бумагами, представленной *Spitalfields Advisors*, в 2007 г. рынок кредитования ценными бумагами достиг приблизительно

22,5 трлн долл. кредитных активов³ с постоянным объемом ценных бумаг, отданных в кредит, на сумму 6 трлн долл.

В табл. 1 и 2 представлено, как рынок кредитования ценными бумагами выглядел в 2007–2008 гг. (на примере рынка акций).

Также можно было наблюдать довольно устойчивые тенденции к увеличению

³ Под кредитными активами понимается объем ценных бумаг, доступный для кредитования.



спроса на специализированные услуги инфраструктурных организаций по комплексному обеспечению отношений, возникающих между участниками финансовых рынков:

- независимому учету обязательств участников кредитных фондовых сделок;
- управлению рисками;
- обеспечению процесса заключения и исполнения обеспеченных и необеспеченных сделок займа.

Дополнительная доходность активов участников рынка от использования принадлежащих им и их клиентам акций в различных схемах кредитования фондовых сделок составляла в среднем (на различных сегментах рынка) от 4,4 до 7,5 базисных пункта.

На российском финансовом рынке уже довольно продолжительное время можно наблюдать статичную картину — широкое использование фондовых активов в качестве обеспечения денежных кредитов и почти полное отсутствие механизмов надежного кредитования профессиональных участников ценными бумагами на этапе исполнения фондовых сделок. Вместе с тем до наступления драматических событий осени 2008 г. можно было наблюдать весьма устойчивое развитие рынка РЕПО.

Потенциальными потребителями финансовых услуг по кредитованию ценными бумагами обычно выступают владельцы крупных стратегических пакетов акций «голубых фишек» (со стороны кредиторов), дилерско-брокерские подразделения крупных профучастников (со стороны заемщиков), а также клиринговые системы фондовых бирж.

Для первой категории использование «временно замороженных» активов в качестве кредитного ресурса может принести существенный дополнительный доход, у вторых появляется возможность оперативно закрывать (исполнять свои обязательства) проблемные позиции и в результате существенно увеличивать существующие объемы совершаемых фондовых операций. Клиринговым системам механизм кредитования ценными бумагами позволяет решить проблему перехода от существующего 100%-ного преддепонирования активов при заключении сделок к системе «свободных лимитов» обеспечения клиринговых позиций.

Как устроен рынок кредитования ценными бумагами? Прежде всего рассмотрим состав участников рынка кредитования. Основных участников рынка кредитования ценными бумагами условно можно разделить на три группы:

- 1) конечные потребители (заимодавцы и заемщики);
- 2) посредники, обеспечивающие специальные услуги;
- 3) организации, обеспечивающие клиринговые и расчетные услуги.

Поскольку рынок кредитования ценными бумагами включает в себя рынок, ориентированный на бумаги, и рынок, ориентированный на деньги, то конечных потребителей можно классифицировать и несколько иначе:

- заемщики ценных бумаг;
- заимодавцы (кредиторы) ценных бумаг;
- заемщики денежных средств;
- заимодавцы (кредиторы) денежных средств.

Большинство участников финансового рынка в той или иной степени соприкасаются с рынком кредитования ценными бумагами (либо в своих интересах, либо в интересах клиентов). На развитых западных фондовых рынках для ряда крупных финансовых организаций кредитование ценными бумагами — основной вид деятельности, и эти организации действуют на рынке кредитования по многим направлениям. Например, некоторые крупные брокеры/дилеры являются одновременно и активными заемщиками, и заимодавцами, а также ведущими посредниками и сервисными организациями.

Что касается деятельности инфраструктурных организаций, то рынок кредитования предоставляет для них новые возможности и перспективы, если только они задумываются о развитии и укреплении своих позиций на рынке.

РАССУЖДЕНИЯ ОБ ИСТОРИИ

Самое главное — не сказать, а хорошо подумать.

Из курса лекций

*по научному коммунизму
(МАИ, 1985)*

История развития операций кредитования ценными бумагами

Изначально рынок кредитования появился в США как небольшой рынок, на котором сделки заключались напрямую между инвестором и брокером/дилером. В 1960-х гг. он начал развиваться как значительный, постоянно функционирующий рынок со своими участниками. Наиболее важным фактором, который способствовал развитию современной индустрии рынка кредитования ценными

бумагами, является возрождение интереса к рынку акций в США в 1960-х гг., связанное, в том числе, и с экономическим ростом.

Быстрый экономический рост привел к активному развитию рынка акций в США: частные инвесторы и пенсионные фонды — все были вовлечены в процесс инвестирования. Одни компании, используя рост на рынке акций, начали выпускать гибридные ценные бумаги, конвертируемые в акции, другие — использовать возросшие в цене акции в качестве своеобразной валюты при корпоративных поглощениях и реструктуризациях.

Все это привело к тому, что профессиональные трейдеры стали проводить арбитраж между акциями и гибридными ценными бумагами, конвертируемыми в акции, или между акциями поглощающей компании и поглощаемой. По мере того как росли цены на акции, все больше спекулянтов начали осуществлять короткие продажи без покрытия в надежде на то, что цены на акции начнут снижаться.

В начале 1970-х гг. фондовые биржи и компании по ценным бумагам столкнулись с проблемой значительного роста объемов описанных выше стратегий. Это привело к тому, что у бэк-офисов многих компаний возникли проблемы с расчетами⁴.

Однако благодаря развитию индустрии кредитования ценными бумагами удалось избежать массовых непоуставок и предоставить ценные бумаги в кредит всем тем, кто в них так нуждался: арбитражерам, играющим «в короткую», и другим игрокам, нуждающимся в ценных бумагах, которых они не имели для того, чтобы реализовать свою торговую стратегию и не допустить неуставки.

Следующим фактором, обусловившим значительный рост кредитного спроса на бумаги, является бум торговли опционами и другими производными инструментами в середине 1970-х гг., вызванный внедрением модели ценообразования опционов Блэка—Шоулза. Трейдинговые стратегии, основанные на опционах и других производных, нуждались в кредитовании ценными бумагами для хеджирования и арбитража. Дальнейшее развитие рынка производных в 1980—1990-х гг. лишь усилило спрос на ценные бумаги.

Значительное влияние на развитие рынка кредитования ценными бумагами

⁴ Помимо осуществления описанных торговых стратегий, расчетные проблемы были вызваны и тем, что бэк-офисы были перегружены бумажной работой, связанной с регистрацией операций с ценными бумагами.



оказали следующие законодательные реформы:

- 1981 г., США: пенсионным фондам было разрешено отдавать свои активы в операции кредитования ценными бумагами;
- 1986 г., Великобритания: были отменены законодательные ограничения на осуществление продаж без покрытия (*short-selling*) и свободного движения капитала.

На процесс стандартизации операций кредитования ценными бумагами существенно повлиял происшедший в 1982 г. коллапс компании *Drysdale Securities* в США. В результате Ассоциацией рынка облигаций в США (*Bond Market Association*) были стандартизированы условия проведения операций кредитования ценными бумагами.

Что касается предложения ценных бумаг, то крупнейшие банки-кастодианы в США начиная с 1970-х гг. начали предоставлять ценные бумаги в кредит от имени своих клиентов страховых компаний, корпоративных портфельных инвесторов и эндаумент-фондов⁵.

Дальнейшее развитие рынка кредитования ценными бумагами шло по пути унификации и стандартизации документации по кредитованию ценными бумагами, вовлечения в процесс кредитования все большего числа игроков, роста объема проводимых операций, постепенного повышения открытости рынка и, конечно же, дальнейшего развития технологий и автоматизации процесса кредитования ценными бумагами.

Как и любой другой внебиржевой рынок, рынок кредитования ценными бумагами рос сначала благодаря увеличивающемуся спросу на акции для закрытия ко-

ротких позиций и начинался как рынок двусторонних соглашений между кастодиальными банками, действующими от имени крупных фондов, и первичными брокерами, работающими от имени хедж-фондов. Таким образом, рынок кредитования ценными бумагами изначально был телефонным внебиржевым рынком. В дальнейшем ввиду необходимости ускорения и автоматизации проведения операций, получения доступа к большему числу кредиторов и заемщиков на смену телефонным переговорам пришли электронные платформы кредитования ценными бумагами (табл. 3).

Так появилась *EquiLend*, работающая с участниками, играющими на больших объемах, заключающих двусторонние сделки на основе общего обеспечения (*general collateral*).

Однако *eSecLending* не является электронной платформой в полном смысле этого слова. По словам руководителя *eSecLending* Саймона Ли (*Simon Lee*), считать *eSecLending* электронной торговой платформой (*electronic trading platform*) — это всеобщее заблуждение. *eSecLending* — кредитный агент (*agency lender*), который нацелен на предоставление лучшей цены кредиторам по наиболее востребованным акциям. Электронная платформа дает возможность участникам получать эксклюзивные права на доступ ко всему портфелю в течение определенного периода времени, обычно 1 года. Платформа *eSecLending* позволяет кредиторам крупных пакетов получать лучшую цену за свой портфель.

Формализация требований

Основными программными документами, в которых формализованы требования инвесторов к развитым рынкам капи-

тала в части наличия сервисов кредитования ценными бумагами, являются:

- 1989 г.: первый доклад «Группы 30-ти» «Клиринговые и расчетные системы на мировых фондовых рынках» содержал рекомендации развивать кредитование ценными бумагами в качестве средства повышения эффективности рынка (рекомендация № 8).

• Июнь 1999 г.: «Операции кредитования ценными бумагами: рыночное развитие и применение». Международная организация комиссий по ценным бумагам, Комитет по платежным и расчетным системам. Самый крупный на сегодняшний момент доклад, посвященный операциям кредитования ценными бумагами.

• Ноябрь 2001 г.: «Рекомендации для систем расчетов по ценным бумагам». Банк международных расчетов/Комитет по платежным и расчетным системам. Рекомендация № 5: кредитование ценными бумагами: «Кредитование ценными бумагами и их заимствование должны поощряться в качестве способа ускорения расчетов по операциям с ценными бумагами. Для этой цели необходимо устранить препятствия, которые ограничивают практику кредитования ценными бумагами».

• 2003 г.: второй доклад «Группы 30-ти» «Международный клиринг и расчеты: План работ», в котором говорилось и о поддержке функции расчетов через механизм кредитования ценными бумагами.

Конструкции договоров займов ценными бумагами

В качестве юридической конструкции операций ссуды, займа, кредита ценными бумагами (*securities loan transactions*) ши-

Таблица 3. ЭЛЕКТРОННЫЕ ПЛАТФОРМЫ КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ (SECURITIES LENDING E-PLATFORM)

Электронная платформа	Дата основания	Модель торговли	Объем торговли (volume to date)	Собственники
EquiLend	Июнь 2002 г.	Двусторонняя неанонимная торговля (Bilateral trading)	750 млрд долл.	Barclays Global Investors, Bear Stearns, Goldman Sachs, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Northern Trust, State Street, UBS.
eSecLending	Октябрь 2000 г.	Электронный аукцион (Electronic auction)	267 млрд долл.	Old Mutual
SecFinex	Апрель 2001 г.	Частная двусторонняя торговля неамериканскими акциями (Private bilateral trading in non-US stocks)	100 млрд долл.	Cazenove Private Equity and Mutant Technology
SecFinex Order Market	Октябрь 2003 г.	Анонимная онлайн-торговая система (Anonymous online trading system)	Среднедневная торговля, декабрь 2003 г., 450 млн евро	Cazenove Private Equity and Mutant Technology

Источник: *The Banker*. 2004. Май. Т. 154. № 939.

⁵ Эндаумент-фонд (согласно «Унифицированному закону о пруденциальном управлении институциональными фондами» США) — это институциональный фонд или любая его часть, которые не полностью тратятся институтом на финансирование текущей деятельности по договору дарения (пожертвования). Фонд создается институтом исключительно в благотворительных целях. Российский аналог (согласно Федеральному закону РФ от 30 декабря 2006 г. № 275-ФЗ «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций») — Фонд целевого капитала.



роко используется «Генеральное соглашение по кредитованию ценными бумагами», версия – май 2000 г. (*the Global Master Securities Lending Agreement, GMSLA, May 2000*), подготовленное Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами (*The International Securities Lending Association, ISLA*). Данное рамочное соглашение представляет собой обновленное генеральное соглашение, которое было призвано заменить следующие разработанные ранее рамочные договоры:

- Договор об иностранных ценных бумагах кредитора, версия – декабрь 1995 г. (*Overseas Securities Lending Agreement, OSLA, December 1995*);

- Рамочное соглашение по кредитованию ценными бумагами «с золотым обрезом»⁶, версия – май 1996 г. (*Master Gilt Edged Stock Lending Agreement, May 1996*);

- Генеральное соглашение по кредитованию акциями и облигациями с фиксированным доходом (*Master Equity & Fixed Interest Stock Lending Agreement, MEFISLA, 1996*).

GMSLA была разработана для того, чтобы включить в одно рамочное соглашение все виды ценных бумаг (включая государственные ценные бумаги Великобритании и акции). GMSLA сконструирована по английскому праву, однако, в отличие от предшествующих договоров, разработчики постарались сделать так, чтобы данное рамочное соглашение можно было применять и в других юрисдикциях. В GMSLA была также учтена последняя существовавшая на тот момент рыночная практика.

Помимо GMSLA, Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами были разработаны и применяются на практике следующие документы:

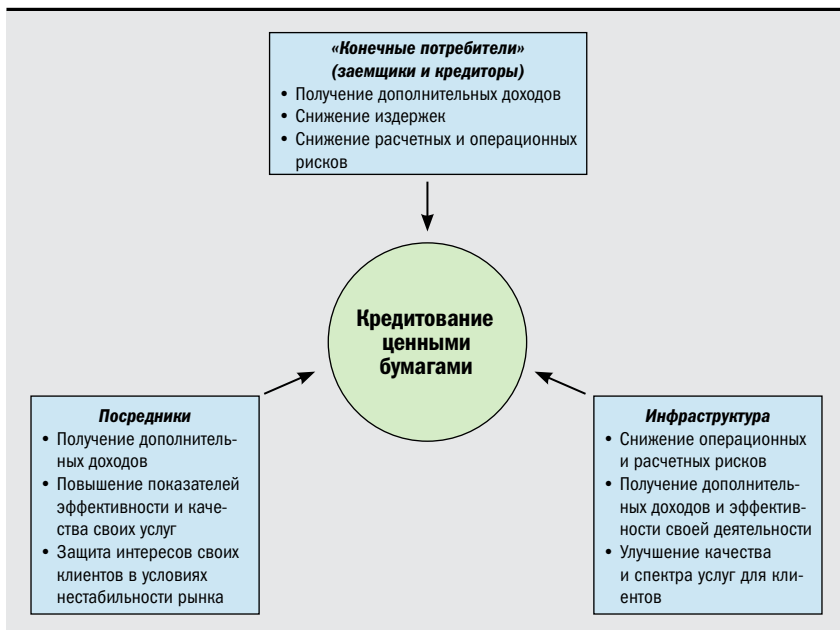
- Рекомендации ISLA по использованию агентами писем о распределении обеспечения (*ISLA recommended principles for the use of collateral allocation letters by agent lenders and borrowers, November 2007*);

- Руководство по поведению, подготовленное Комитетом Банка Англии по РЕПО и кредитованию ценными бумагами (*Bank of England's Securities Lending and Repo Committee Stock Borrowing and Lending Code of guidance, December 2004*).

Крупнейшие площадки

В настоящий момент международные расчетно-клиринговые системы *Euroclear*

Рисунок 2. ИНТЕРЕСЫ ИГРОКОВ



и *Clearstream Banking* играют значительную роль в организации рынка операций кредитования ценными бумагами. Также ведущей электронной площадкой для операций кредитования облигациями и акциями является *Eurex SecLending*.

РАССУЖДЕНИЯ ОБ ИНТЕРЕСАХ

Теперь все ясно, кроме сути дела.

*Из курса лекций
по аэрогидродинамике
(МАИ, 1984)*

Интересы заемщиков ценных бумаг

Данная категория участников рынка занимает ценные бумаги для обеспечения поставки ценных бумаг в обстоятельствах, когда они по каким-либо причинам в момент поставки не обладают такими ценными бумагами. Обычно заимствованные бумаги требуются в следующих случаях:

- компания продает ценные бумаги, которые она купила, но которые еще не были ей поставлены;

- компания открывает так называемую «короткую» позицию (продает бумаги, которых у нее нет на момент заключения сделки) либо специально для своих целей, либо вынужденно для выполнения обязательств перед клиентом;

- компании требуется поставить ценные бумаги, которые она еще не купила, для выполнения контракта по деривативу;

- компания формирует пакет ценных бумаг в качестве обеспечения, возможно, для другой сделки кредитования ценными бумагами;

- компании необходимо «перекрыть» неудавшуюся сделку (*failed transaction*) в расчетной системе. По оценкам большинства участников рынка кредитования ценными бумагами, операции заимствования ценных бумаг для предотвращения неудавшихся сделок (*settlement failures*) составляет до 20% от всех трансграничных⁷ операций кредитования ценными бумагами.

Основными заемщиками ценных бумаг являются ведущие брокеры/дилеры, хедж-фонды и инвестиционные компании.

Интересы кредиторов по ценным бумагам (заимодавцев ценных бумаг)

Основными заимодавцами (кредиторами) ценных бумаг являются институциональные инвесторы, которые держат бумаги в течение длительного времени. Это, как правило, пенсионные, страховые и взаимные фонды. Кредитование обеспечивает им дополнительный источник дохода и, кроме того, позволяет уменьшить плату за кастодиальные услуги по сопровождению больших портфелей и другие расходы фондов. Также доходы от кредитования позволяют увеличить и доходы клиентов этих институтов.

Управление фондами – отрасль с очень высокой конкуренцией (по крайней ме-

⁶ *Gilt-edged securities* – Перен. Ценные бумаги с «золотым обрезом» (высоконадежные ценные бумаги (Великобритания), бумаги, выпущенные или гарантированные правительством) // Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

⁷ Под трансграничными операциями понимаются операции, в которых потоки денежных средств и ценных бумаг пересекают границы национальных рынков, например операции между резидентами и нерезидентами.



ре, так было до недавнего времени). Поэтому даже весьма незначительные различия в показателях деятельности фондов могут оказывать огромное влияние на их рейтинг и основные показатели их деятельности. Банки и брокеры/дилеры также предоставляют ценные бумаги в кредит. Значительная часть кредитных операций этих институтов — кредитование по цепочке в качестве агента или принципала. Финансовый институт может, например, взять в заем ценные бумаги в ожидании того, что вскоре другие будут готовы платить больше за заимствование этих ценных бумаг.

Интересы заемщиков денежных средств

Состав заемщиков денежных средств на рынке кредитования ценными бумагами в основном совпадает с составом заемщиков ценных бумаг. Это брокеры/дилеры, банки, хедж-фонды, инвестиционные компании. Несмотря на то что крупнейшие дилеры располагают большим капиталом, их ежедневные финансовые потребности могут многократно превышать имеющийся капитал. В результате дилерам требуется занимать денежные средства для финансирования длинных позиций и активно использовать имеющиеся ценные бумаги в качестве обеспечения. Продажа и выкуп ценных бумаг предоставляет испытанный и гибкий механизм для быстрого и относительно недорогого заимствования денежных средств. Более низкая стоимость финансирования объясняется тем, что заемщик предоставляет кредитору под денежный заем полное обеспечение. В основном сделки осуществляются на краткосрочной основе (на условии *overnight* или открытые сделки) через прямые контакты с ведущими клиентами — банками, брокерами и институциональными инвесторами.

Интересы заимодавцев денежных средств (инвесторов)

Кредитование ценными бумагами является инструментом по краткосрочному управлению денежными средствами, как для финансовых организаций, так и для корпораций. Инвестирование денежных средств на рынке кредитования ценными бумагами представляет собой возможную альтернативу прямым покупкам таких инструментов, как краткосрочные государственные долговые обязательства, депозитные сертификаты или краткосрочные коммерческие векселя. Также инвестирование денежных средств через кредитование ценными бумагами особенно при-

влекательно для расчетливых и осторожных инвесторов, придерживающихся определенных ограничений, поскольку инвестиции посредством обратных сделок РЕПО полностью обеспечены и инвестор может потребовать в качестве обеспечения высоконадежные госбумаги.

Интересы профессиональных посредников

Несмотря на то что многие сделки на рынке кредитования ценными бумагами часто заключаются напрямую между сторонами, многие участники для проведения операций пользуются услугами различных посредников и сервисных организаций. Участники привлекают посредников и сервисные организации для выполнения части или всего перечня услуг, связанных с кредитованием, начиная с оценки контрагента, заключения сделки и расчетов по ней и заканчивая управлением обеспечением и администрированием корпоративных действий.

Интересы брокеров/дилеров

Брокеры-дилеры выступают, как правило, основными посредниками на рынке кредитования ценными бумагами, обеспечивая своим клиентам широкий набор дополнительных услуг и возможностей. Наиболее распространенная услуга — посредничество между конечным заемщиком и конечным кредитором ценных бумаг или денежных средств. Комбинируя сделки различных клиентов и используя свой капитал и маркетмейкерские возможности, ведущие дилеры вклиниваются между заемщиком и кредитором и зарабатывают на разнице в процентных став-

ках. С другой стороны, такая позиция дилера защищает кредитора от неизвестного ему заемщика, а также обеспечивает анонимность заемщика в случае его нежелания раскрывать себя. Дилеры также предлагают институциональным инвесторам специальные программы, связанные с кредитованием ценными бумагами.

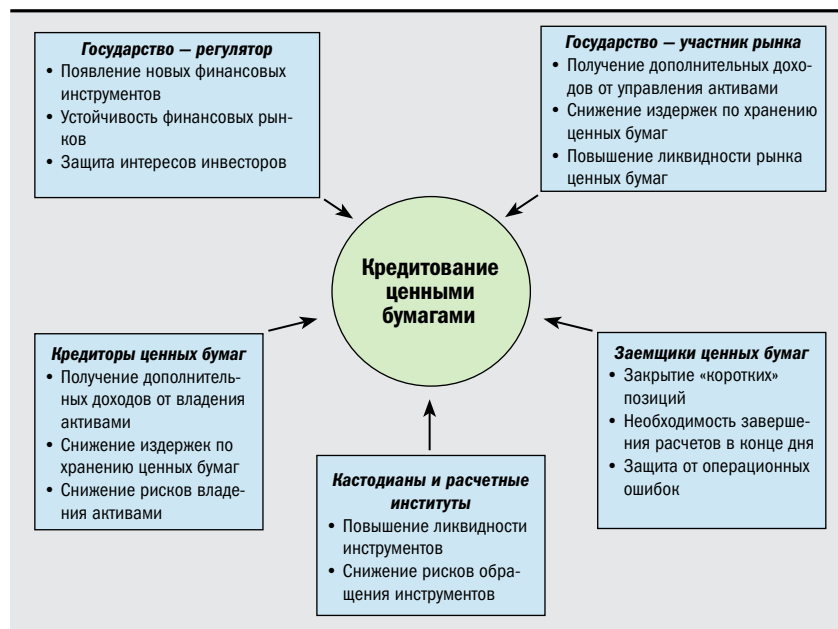
В рамках программы стороны заключают соглашение, по которому инвестору гарантируется определенное вознаграждение, дилер же получает исключительные права на доходы от использования портфеля ценных бумаг. Часто институциональные инвесторы используют данные программы, чтобы отделить деятельность по кредитованию от кастодиальных услуг. В последнее время крупнейшие дилеры, объединяя эти программы с торговой деятельностью и администрированием ценных бумаг, предоставляют комплекс услуг, сходный с услугами, которые традиционно оказываются банками-кастодианами.

Интересы банков-кастодианов

Кастодиальные банки традиционно являются ведущими посредниками на рынке кредитования ценными бумагами для институциональных инвесторов. Основная широко распространенная услуга кастодианов — программы кредитования. Кастодиан может выступать в роли либо принципала (*principal*), либо агента (*agent*). Такая программа подразумевает минимальное участие клиента и включает:

- заключение сделок;
- осуществление расчетов;
- поиск потенциальных заемщиков;
- согласование условий кредитования;

Рисунок 3. ИНТЕРЕСЫ ИГРОКОВ





- проведение анализа и оценки ценных бумаг, предлагаемых в заем;
- полное управление обеспечением (получение и поставка обеспечения, оценка ценных бумаг, оценивание по рынку, платежи маржи, депозитарное хранение, работа с дивидендами).

В зависимости от уровня отношений с клиентом и своих возможностей многие кастодианы также предоставляют различные гарантии или программы компенсации для клиентов. Если у портфеля инвестора имеется несколько менеджеров, то кастодианы координируют их торговую деятельность, обеспечивают клиентов отчетностью и предоставляют информацию по управлению рисками. Довольно часто встречаются случаи, когда клиент кастодиана предпочитает самостоятельно или через другого посредника осуществлять кредитование ценными бумагами. Однако в большинстве подобных случаев кастодиальный банк продолжает играть интегрирующую роль и выполняет координирующие функции, следит за расчетами и обеспечивает прием и поставку обеспечения.

Интересы «первичных» брокеров

Существенные услуги оказывают многим заемщикам ценных бумаг так называемые «первичные» брокеры (*prime brokers*). Этот комплекс услуг включает в себя учетные, клиринговые и кастодиальные услуги. Основными клиентами первичных брокеров являются активные игроки на финансовом рынке — хедж-фонды и другие брокеры-дилеры.

Ключевые компоненты услуг первичных брокеров — финансирование позиций по ценным бумагам и доступ к источнику ликвидных и неликвидных ценных бумаг для заимствования по конкурентным ставкам. Первичный брокер взаимодействует с исполнительным брокером (*executive broker*) и клиентом. Первичный брокер оказывает клиринговые услуги и финансирует сделки клиента, которые выполняются одним или несколькими исполняющими брокерами по приказам клиента. Клиент держит свои ценные бумаги и денежные средства на счетах первичного брокера. Исполняющий брокер выполняет поручения клиента, используя эти счета, и подтверждает сделки первичному брокеру. В свою очередь первичный брокер посылает соответствующие подтверждения и извещения клиенту. Услуги первичных брокеров позволяют активным трейдерам централизовать депозитарную и клиринговую деятельность. В то же время, осуществляя сделки через нескольких исполняющих брокеров, они могут оптимально распределить комиссионные, подобрать лучшего исполнителя и скрыть свою финансовую политику. К тому же часто клиенты, как и сам первичный брокер, работают на многих финансовых рынках, поэтому клиент, используя единый маржевый счет, получает более привлекательные условия финансирования. Использование хедж-фондами и брокерами-дилерами первичных брокеров объясняется также и высокими требованиями кредиторов ценных бумаг к заемщикам, которым они сами могут и не удовлетворять.

Интересы кредитных агентов

Под кредитными агентами понимаются специализированные компании по организации кредитования ценными бумагами. Из-за растущей конкуренции на рынке кредитования ценными бумагами институциональные инвесторы отделяют свою деятельность по кредитованию от деятельности по предоставлению кастодиальных услуг и назначают для осуществления этой деятельности кредитных агентов — специалистов по кредитованию (*third-party agent-lending specialist*). Подчас эти посредники — небольшие независимые организации, но чаще всего ими являются подразделения крупных банков или брокеров-дилеров. Кредитные агенты предлагают услуги, во многом совпадающие с услугами кастодианов по кредитованию ценными бумагами. Клиенты кредитного агента — это относительно небольшие клиенты с более разнообразными возможностями и требованиями по кредитованию. К тому же такой клиент может быть более подготовленным в области кредитования и самостоятельно определять через кредитного агента такие вопросы, как использование тех или иных ценных бумаг в сделках, условия сделок, приемлемость обеспечения и т. п. Обычно кредитный агент берет на себя всю координацию с кастодианом по осуществлению операций кредитования ценными бумагами. ■

Окончание следует.

НДЦ поздравляет с Днем рождения

Комитет государственных заимствований города Москвы

Уважаемые коллеги!

За годы своей деятельности Комитет государственных заимствований города Москвы зарекомендовал себя в качестве ведущего российского финансового института, надежного и профессионального партнера и приобрел заслуженное признание на отечественном рынке.

Примите наши искренние поздравления и пожелания крепкого здоровья, хорошего настроения, благополучия и дальнейших успехов в ваших начинаниях!

Пусть вам всегда и во всем сопутствует удача!