



# РАССУЖДЕНИЯ О КРЕДИТОВАНИИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

## ОБЗОР РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ МАТЕРИАЛОВ<sup>1</sup>

ЕЛЕНА НЕНАХОВА

Департамент операций на финансовых рынках  
Банка России

АЛЕКСАНДР БАРЩЕВСКИЙ

Депозитарный центр  
ОАО «Газпромбанк»

14

### РАССУЖДЕНИЯ О ДЕТАЛЯХ

Давайте я сочту, что вы все это поняли и что все это очевидно.

*Из курса лекций  
по строительной механике  
(МАИ, 1983)*

#### Услуги по управлению обеспечением

Некоторые глобальные кастодианы и международные расчетно-депозитарные организации предлагают услуги по управлению обеспечением (*tri-party collateral management facilities*) на рынках ценных бумаг. Эти услуги позволяют сторонам сделки передать часть или все административные операции, связанные с обеспечением, третьей стороне — кредитному агенту. При этом заимодавец и заемщик заключают не только соглашение друг с другом, но и трехстороннее соглашение с агентом. Обычно в роли агента выступает банк одной из сторон сделки. Например, дилер совершает сделку с инвестором по заимствованию денежных средств под обеспечение в виде ценных бумаг. Агентом по сделке является банк дилера. Банк-агент сверяет условия сделки и получает денежные средства от инвестора и ценные бумаги от дилера. Далее он кредитует денежный счет дилера и одновременно переводит ценные бумаги обеспечения на счет кредитора денежных средств. Банк-агент отвечает за денежную оценку обеспечения и за то, что ценные бумаги обеспечения соответствуют необходимым критериям. Он также выполняет полное администрирование обеспечения — от ежедневной оценки по рынку и работы с маржой до корпоративных действий. Агенту может быть поручено осуществление замены обеспечения другими ценными бумагами. Данный вид услуг предоставляет различные выгоды участникам. Внутрибанковская поставка минимизирует количество неудавшихся расчетов и уменьшает вероятность дневного овердрафта по денежным счетам и счетам депо.

За счет стандартизации информационных потоков повышается эффективность выполнения расчетных инструкций и администрирования обеспечением. Участники сделки экономят на тарифах по сравнению со сборами за кастодиальные и расчетные услуги.

#### Организации, обеспечивающие клиринговые и расчетные услуги

Клиринг и расчеты по сделкам кредитования ценными бумагами в целом аналогичны данным процессам по обычным сделкам. Отличия касаются недостаточно развитого использования неттинга и дополнительных перемещений ценных бумаг, которые требуются, в частности, при работе с маржой или при замене обеспечения в течение периода существования сделки.

#### Клиринговые организации

В последние годы проявляется растущий интерес к развитию централизованных клиринговых услуг, особенно для сделок РЕПО. По мнению участников рынка, издержки по информационному обеспечению и клирингу сделок кредитования ценными бумагами являются одним из основных препятствий к росту объемов на этом рынке.

Централизованная сверка и клиринг могут позволить:

- уменьшить объем требуемых для расчетов денежных средств и ценных бумаг и, как следствие, снизить стоимость обеспечения и увеличить ликвидность;
- сделать возможным многосторонний неттинг обязательств;
- увеличить количество анонимных сделок;
- сократить требования к размеру капитала участников, устанавливаемого регулируемыми органами.

Однако есть и обратная сторона. Клиринговые организации концентрируют риски, и требуется разработка адекватных мер для управления этими рисками. Клиринговые организации вводят специальные программы кредитования, кото-

рые дают возможность участникам покрыть временную нехватку ценных бумаг в течение одного цикла расчетов.

#### Центральные банки

Рынок кредитования ценными бумагами, в частности рынок РЕПО, используется многими центральными банками различных стран как инструмент проведения своей денежной политики и источник информации об ожиданиях участников рынка относительно этой политики. Некоторые центральные банки осуществляют кредитование госбумагами со своего счета для обеспечения ликвидности рынка РЕПО и содействия процессам расчетов по госбумагам.

Так, в августе 2007 г. Федеральная резервная система США разработала ряд инструментов, позволяющих улучшить ситуацию с ликвидностью. Одним из таких инструментов стала программа экстренного кредитования ценными бумагами — *Term Securities Lending Facility (TSLF)*. Если раньше в операциях рефинансирования Центрального банка США деньги менялись на ценные бумаги, то теперь в случае с *TSLF* ценные бумаги меняются на ценные бумаги, т. е. актив на актив. В рамках данной программы ФРС США проводит еженедельные аукционы, на которых предоставляет в кредит первичным дилерам казначейские облигации США; в качестве обеспечения дилеры предоставляют долговые ценные бумаги (как правило, неликвидные) с инвестиционным рейтингом. Срок заимствования составляет 28 дней. Таким образом, действия ФРС США направлены на повышение ликвидности облигационных рынков.

#### Центральные расчетные депозитарии

Большинство центральных расчетных депозитариев (ЦД) не осуществляют расчеты по сделкам кредитования ценными бумагами каким-то особым способом. Лишь немногие ЦД рассматривают обработку сделок по кредитованию в качестве от-

<sup>1</sup> Окончание. Начало см.: Депозитариум. 2009. № 3.



дельной услуги, поскольку часто ЦД не имеют возможности идентифицировать, является ли сделка обычной или связанной с кредитованием. Некоторые ЦД предоставляют клиентам услуги по управлению деятельностью, связанной с кредитованием ценными бумагами. Эти ЦД могут определять, какие ценные бумаги на счетах клиента переданы в заем, какие приняты в заем и какие не связаны с кредитованием, что предоставляет возможность автоматически поддерживать состояние расчетных счетов клиентов. При корпоративных действиях и необходимости налоговых удержаний ЦД осуществляют соответствующую корректировку счетов. В некоторых случаях ЦД предоставляют клиенту специальные инструкции, использование которых позволяет осуществлять обратную поставку ценных бумаг на дату истечения срока, ежедневно переоценивать обеспечение и уточнять маржевые платежи.

В последнее время в целях повышения эффективности расчетов и сокращения количества неудавшихся поставок ценных бумаг некоторые ЦД вводят специальные процедуры по автоматизации сделок кредитования. Для реализации этих процедур организуется пул кредиторов, и переводы ценных бумаг осуществляются автоматически и на анонимной основе, без обращения к кредитору или заемщику. Обычно такие системы отслеживают и помогают клиенту управлять деятельностью по кредитованию, а также идентифицируют потенциальные короткие позиции и в автоматическом режиме корректируют счета кредиторов и заемщиков. Контрагентом по займу может выступать или сам ЦД, или клиент-заемщик. Займы предоставляются на очень короткий срок. При этом денежный счет кредитора ценных бумаг кредитуется в день предоставления займа, и кредитор может инвестировать их на условии *overnight*. Данная услуга не предназначена для регулярного использования, ее назначение — обеспечение ликвидности, так сказать, в крайнем случае. Поэтому и стоимость ее высока. Данная услуга выгодна кредитору, поскольку обеспечивает ему дополнительный доход, и полезна заемщику, так как гарантирует ему безопасность и быстроту процесса расчетов. В дополнение к вышеописанным процедурам ряд ЦД организуют пул кредиторов, который уже на основе двусторонних соглашений предоставляет бумаги участникам, у которых срывается поставка ценных бумаг.

### **Организации, обеспечивающие международные расчеты**

Организации, обеспечивающие международные расчеты, связанные с креди-

тованием ценными бумагами, подразделяются на 4 категории:

- локальные агенты;
- глобальные кастодианы;
- международные расчетно-депозитарные организации (*international central securities depositories*);
- национальные ЦД, организовавшие взаимодействие друг с другом.

Локальные агенты (обычно это местные кастодианы) предоставляют как резидентам, так и нерезидентам полный набор кастодиальных и расчетных услуг, необходимых для выполнения международных расчетов. Глобальные кастодианы для решения этих задач используют сеть субкастодианов, которая включает как местные подразделения глобального кастодиана, так и локальных агентов. К преимуществам, которые получает клиент глобального кастодиана, относятся:

- взаимодействие только с одним лицом — глобальным кастодианом;
- единый интерфейс взаимодействия;
- более низкие тарифы в силу большего масштаба деятельности.

Международные расчетно-депозитарные организации (*Euroclear* и *Clearstream*) играют значительную роль в осуществлении международных расчетов по ценным бумагам, особенно по недолларовым долговым бумагам, предоставленным в заем или служащим обеспечением. Международные расчетно-депозитарные организации взаимодействуют с национальными ЦД и локальными агентами во многих странах.

Выгоды от использования международных расчетно-депозитарных организаций могут быть следующими. Как и в случае с глобальными кастодианами, клиент взаимодействует с одним лицом по единому интерфейсу по конкурентным тарифам. Кроме того, количество клиентов международных расчетно-депозитарных организаций таково, что позволяет во многих случаях рассчитывать внутри, не прибегая к внешнему взаимодействию, или через «мост», связывающий *Euroclear* и *Clearstream*. Благодаря внутренним расчетам и предоставлению дневных ссуд ценных бумаг становится возможным урегулирование компенсационных сделок (*back-to-back transaction*), связанных с кредитованием ценными бумагами, расчеты по которым на национальных рынках через местных агентов либо затруднены, либо невозможны. В то же время при компенсационных сделках, когда одна из сторон является участником международных расчетно-депозитарных организаций, а другая — нет, могут возникнуть проблемы с расчетами. Например, если циклы обработки в национальной системе расчетов производятся в течение рабочего

дня, то они могут произойти после завершения цикла обработки и расчетов в международных расчетно-депозитарных организациях. Тогда участник международных расчетно-депозитарных организаций не сможет рассчитать компенсационные сделки, в которых он занимает бумаги на местном рынке и затем старается поставить эти ценные бумаги другому участнику международных расчетно-депозитарных организаций или назад, на местный рынок. Для того чтобы избежать подобных ситуаций, участники вынуждены преддепонировать ценные бумаги до даты расчетов и нести дополнительные издержки по финансированию и поддержке ликвидности или же занимать ценные бумаги в течение ночного цикла обработки в международных расчетно-депозитарных организациях.

### **Этапы сделки**

Сделки, связанные с кредитованием, являются в общем случае более сложными, чем обычные сделки с ценными бумагами. Для минимизации рисков и успешного завершения сделки могут потребоваться различные промежуточные расчеты. Отличительной чертой сделки по кредитованию является также и то, что процесс расчетов по ней может осуществляться как по схеме «поставка против платежа» (*DVP*), так и по схеме «поставка против поставки» (*DVD*).

### **Заключение сделки**

До заключения сделки стороны формируют условия соглашения, которое будет регулировать сделку, и тщательно оценивают риск контрагента. Затем они определяют, какие бумаги будут участвовать в сделке, что будет являться обеспечением, устанавливают срок сделки, необходимые требования к марже и ценовые параметры сделки. На рынке сделок РЕПО стороны-принципалы обычно взаимодействуют друг с другом напрямую (по телефону или через брокеров), используя принятые на рынке головные соглашения по сделкам РЕПО. Здесь пока еще электронная торговля не получила заметного развития, хотя и сделаны значительные шаги вперед. Более разнообразна практика на рынке ссуд. Агенты заимодавцев, например кастодиальные банки, взаимодействуют не с одним, а с несколькими заемщиками, с которыми у них уже имеются отношения. Иногда заимодавец и его агент привлекают брокеров для поиска заемщика. Некоторые заимодавцы устраивают торги среди заемщиков для определения стороны, предложившей наилучшую цену. Часть заимодавцев имеют эксклюзивные отношения с рядом заемщиков, и в этом случае они получают гарантированную плату.



## Сроки сделок

В основном сделки по кредитованию заключаются в режиме открытой сделки, т. е. ссуда может быть возвращена, восстановлена или вновь возобновлена либо по требованию, либо после согласованного периода, обычно от 1 до 3 дней. Срок сделки варьируется в зависимости от вида ценных бумаг, участвующих в сделке. Типичный срок для сделки с акциями составляет 1–2 месяца, с облигациями — несколько дней. Сделки РЕПО имеют более короткий срок. Обычно они заключаются на условии *overnight*, хотя на большинстве рынков РЕПО по госбумагам срок исполнения может достигать 12 месяцев.

## Объемы сделок

Средний объем сделок в значительной степени связан с рынком. Размер типовой сделки, ориентированной на деньги (сделка РЕПО по госбумагам), может превышать размер типовой сделки, ориентированной на бумаги (ссуда акций), на некоторых рынках в 10 раз.

## Ценообразование на рынке кредитования ценными бумагами

По сделке кредитор получает вознаграждение, которое может быть в форме платы за ссуду или ставки РЕПО. Если в сделке ссуды ценных бумаг в качестве обеспечения предоставляются денежные средства, то вознаграждение принимает форму скидки, при этом часть дохода от временного инвестирования этих средств возвращается заемщику. Ценообразование на рынке, ориентированном на деньги, и рынке, ориентированном на бумаги, определяется разными факторами. На рынок, ориентированный на деньги, значительное влияние оказывают условия на денежном рынке. Ставка РЕПО по первоклассным госбумагам определяет точку отчета, и для обеспечения в виде менее качественных ценных бумаг ставка РЕПО будет выше. На рынке, ориентированном на бумаги, ценообразование в основном определяется доступностью бумаг, предоставляемых в заем. Ставка РЕПО будет тем выше, чем больше спрос на определенные ценные бумаги относительно их предложения. Аналогично и для ссуд — плата для заемщика будет выше, если больше спрос на интересующие его бумаги. Например, размер платы может находиться в пределах от 1 базисного пункта по наименее ликвидным ценным бумагам до 10 базисных пунктов по наиболее ликвидным ценным бумагам. Пропорция, в которой вознаграждение делится между клиентом-кредитором и его агентом, может изменяться в больших пределах, и ее уровень в основном определяется конкурен-

цией между агентами, но в подавляющем большинстве случаев клиент получает основную часть платы заемщика.

## РАССУЖДЕНИЯ О ТЕХНОЛОГИЯХ

Вопрос: хорошо это или плохо?

Ответ: пока нет.

*Из курса лекций  
по проектированию космических  
аппаратов (МАИ, 1986)*

## Требования к конструкции учетной системы бизнеса «кредитование ценными бумагами»

Основу учетной системы бизнеса «кредитование ценными бумагами» составляет учетная система, основанная на ведении счетов взаимных обязательств. На счетах обязательств отражается задолженность лица перед другими лицами по условиям заключенных кредитных сделок, а также задолженность других лиц перед данным лицом по заключенным кредитным сделкам. Счета обязательств должны поддерживать следующие аналитики: по видам активов, по кредиторам, по должникам, по сделкам, по датам исполнения обязательств. В учетной системе должна существовать картотека заключенных сделок, в которой по каждой сделке учитываются параметры сделки (кредитор, должник, актив, связанная сделка (кредитная или обеспечения), дата заключения и исполнения обязательств, объем обязательств, штрафы за неисполнение обязательств). В учетной системе должны отражаться данные об остатках на счетах депо должников и кредиторов в различных депозитариях. Одной из разновидностей счетов обязательств является счет задолженности лица по расчетам за услуги инфраструктуры. Документами первичного учета выступают отчеты о заключенных сделках, выписки со счетов депо, банковские выписки со счетов кредиторов и должников.

Все существующие на сегодняшний день технологии заимствования ценных бумаг имеют общие черты:

- учет обязательств по займам ценных бумаг, так же как и учет обеспечения обязательств по займам, ведется или специализированным подразделением на основании договоров с участниками и депозитарием, или специализированной структурой — кредитным агентом;

- специализированное подразделение (кредитный агент), осуществляющее учет обязательств, наделяется кредиторами и заемщиками правами оператора специальных счетов депо (разделов счетов депо) в депозитарии, на которых учитываются ценные бумаги обеспечения займов и с которых осуществляется перевод ценных бумаг в заем;

- в течение всего периода пользования займом ценных бумаг обязательства заемщика по возврату займа обеспечены его ликвидными ценными бумагами на счетах депо в депозитариях, оператором которых выступает специализированное подразделение (кредитный агент);

- специализированное подразделение (кредитный агент) осуществляет ежедневную переоценку размера обеспечения и контролирует достаточность обеспечения на протяжении всего срока пользования займом до его полного возврата;

- при недостатке обеспечения кредиторы вправе требовать досрочного возврата займа, а специализированное подразделение (кредитный агент) обеспечивает возможность погашения обязательств заемщика перед кредитором за счет ценных бумаг обеспечения займа в случае просрочки исполнения заемщиком своих обязательств по возврату займа.

Кредитование ценными бумагами можно классифицировать по нескольким категориям, и дальнейшее развитие данного рынка, по всей видимости, будет происходить в этих направлениях:

- *Операционное кредитование ценными бумагами.*
- *Автоматическое кредитование ценными бумагами.*
- *Предварительное кредитование ценными бумагами.*

Что может включать в себя структура бизнеса «кредитование ценными бумагами»? Прежде всего это следующие компоненты:

1. Система договоров, определяющая отношения между участниками процессов кредитования ценными бумагами (кредиторами, должниками, организатором кредита (кредитным агентом)).

2. Система учета обязательств и программно-технический модуль учета обязательств участников процесса кредитования ценными бумагами, позволяющий сопровождать автоматизированный учет обязательств (включая обязательства по штрафам и пени), контролировать своевременное исполнения обязательств сторонами, автоматизировать процесс исполнения обязательств.

3. Набор бизнес-процессов, обеспечивающих кредитование ценными бумагами, включая систему документооборота и операционную документацию.

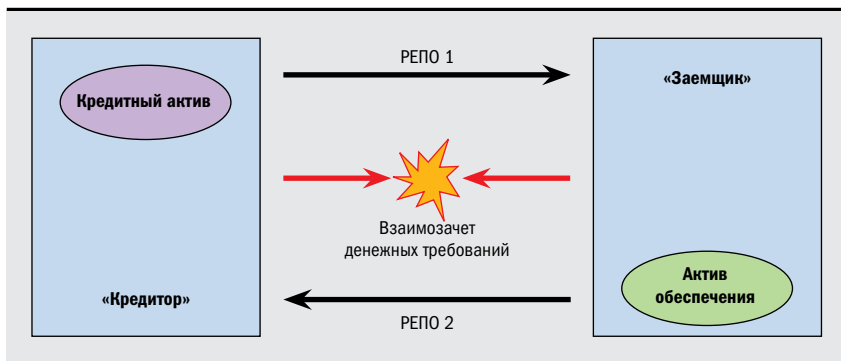
4. Отлаженное взаимодействие с группой кредиторов и должников.

## Состав услуг, входящих в бизнес «кредитование ценными бумагами»

### Комплекс услуг кредиторам:

- Информирование потенциальных заемщиков об имеющихся кредитных ре-

Рисунок 4. СХЕМА ПРОВЕДЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ



сурсах и условиях кредитования ценными бумагами.

- Посреднические услуги по заключению кредитных сделок, как сегрегированных, так и типа «омнибус», с формированием единого кредитного пула из кредитных ресурсов различных кредиторов.
- Аутсорсинг учета обязательств по заключенным сделкам с регулярной и по запросу отчетностью о состоянии исполнения обязательств.

• Операционное сопровождение заключенных сделок (мониторинг обязательств, подготовка для кредитора распорядительных документов на исполнение сделок).

• Реализация обеспечения при неисполнении должником обязательств, обеспечение возврата активов, переданных в кредит.

• Депозитарный учет активов, переданных в обеспечение заключенных сделок.

**Комплекс услуг должникам:**

- Подбор потенциальных кредиторов.
- Посреднические услуги по заключению кредитных сделок.
- Аутсорсинг учета обязательств по заключенным сделкам с отчетностью о состоянии исполнения обязательств сторонами по сделке.
- Мониторинг обязательств с подготовкой распорядительных документов на исполнение обязательств.
- Гарантия возврата обеспечения при возврате кредита.

**Возможные юридические решения в бизнесе «кредитование ценными бумагами»**

Учитывая существующие юридические и налоговые риски сделок типа «заем ценными бумагами», в рамках существующего правового поля предполагается реализовать технологию кредитования ценными бумагами через существующий и широко используемый механизм денежного РЕПО — так называемое «двойное» связанное РЕПО. В этом случае цели кредита ценными бумагами достигаются путем одновременного заключения двух договоров «денежного» РЕПО.

По первому договору предмет займа переходит в собственность «должника», по второму — ценные бумаги обеспечения переходят в собственность «кредитора». При этом встречные денежные обязательства должника и кредитора взаимочитываются и «кредитная» сделка исполняется без денежных расчетов. Использование в данном случае формы встречного денежного РЕПО взамен простого ценнобумажного РЕПО оправдано более проработанной (юридически и с точки зрения налогообложения) схемой денежного РЕПО.

Возврат «кредита» осуществляется в результате исполнения вторых частей двух сделок денежного РЕПО. В случае неисполнения одной из сторон своих обязательств по заключенным сделкам, противоположная сторона вправе использовать полученные и находящиеся в ее собственности активы для удовлетворения своих претензий. Риски, связанные с возможным изменением рыночных цен на участвующие в сделке ценные бумаги, управляются участниками сделки через дисконт, размер которого является одним из торгуемых параметров сделки. С целью минимизации рисков участников условия заключенных договоров должны предусматривать обязательства по изменению объемов «кредита» и/или «обеспечения» при изменениях рыночных цен, нарушающих паритет кредитных и долговых обязательств сторон. В соответствии с условиями договоров РЕПО пра-

ва из ценных бумаг (доходы и право голоса) могут оставаться либо за «кредитором», либо за «должником». Реализация прав «кредитора» из ценной бумаги осуществляется на основании доверенности «должника».

**Место организатора кредитов (кредитного агента) ценными бумагами в обслуживании кредитных сделок**

Организатор кредита ценными бумагами в конкретной кредитной сделке может выполнять следующие функции:

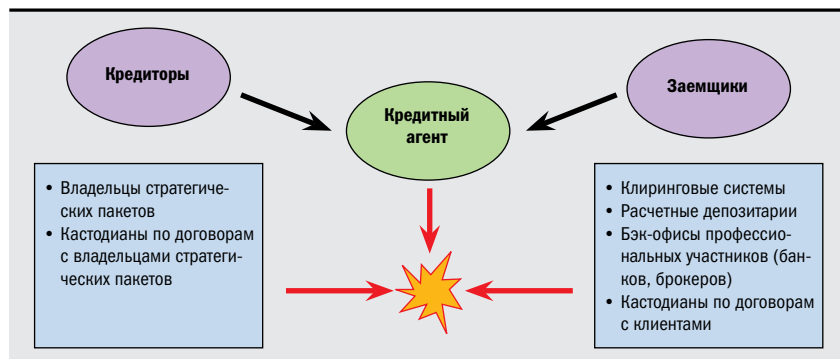
**1. Независимый оператор кредитной сделки**

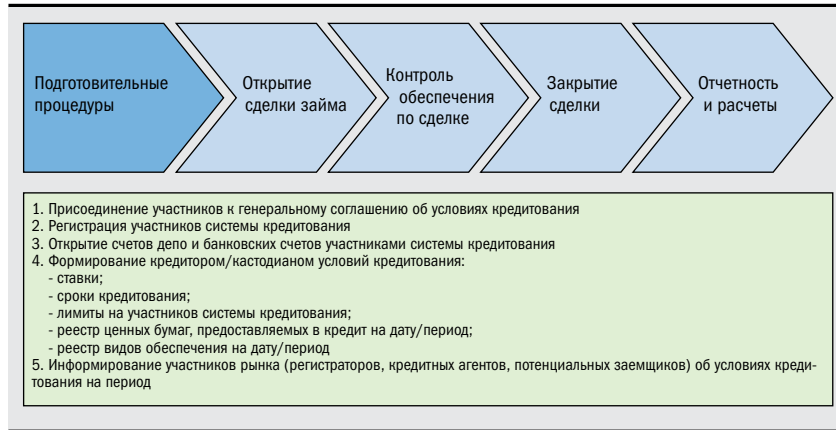
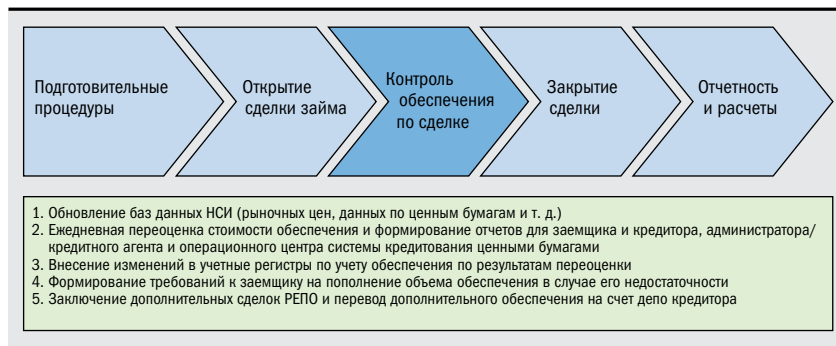
В данной роли организатор технически обеспечивает процесс заключения кредитной сделки между кредитором и должником, осуществляет независимый учет и мониторинг обязательств должника и кредитора по заключенной сделке, следит за соблюдением условий кредитной сделки, при необходимости определяет размер штрафов и пени, возлагаемых на кредитора и/или должника при неисполнении ими своих обязательств по сделке, подготавливает для участников сделки макеты распорядительных документов в депозитарий, необходимых для расчетов по сделке, предоставляет участникам сделки отчеты (на регулярной основе или по отдельному их запросу) о состоянии исполнения обязательств по сделке. Выступает арбитром в досудебном решении споров участников сделки относительно исполнения условий сделки.

**2. Посредник между кредитором и должником сегрегированной сделки**

В данной роли организатор выступает кредитором/должником в отношениях с должником/кредитором по конкретной кредитной сделке. Для этого параллельно с заключением сделки с должником/кредитором организатор заключает зеркальную сделку с кредитором/должником на требуемый кредитный актив, в которой организатор выступает в качестве должника/кредитора. В зеркальной сделке обеспечением выступают

Рисунок 5. ВОЗМОЖНЫЕ УЧАСТНИКИ ОПЕРАЦИЙ



**Рисунок 6. ПОДГОТОВИТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕДУРЫ****Рисунок 7. ОТКРЫТИЕ СДЕЛКИ ЗАЙМА****Рисунок 8. КОНТРОЛЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПО СДЕЛКЕ**

векселя организатора. По требованию «истинного» кредитора/должника сделки дополнительно между ним и организатором может быть заключен второй зеркальный договор, предусматривающий обмен активов обеспечения «истинного» должника/кредитора на векселя организатора. В результате второго зеркального договора у кредитора/должника в собственности в течение действия кредитной сделки окажутся активы должника/кредитора, переданные в качестве обеспечения/кредита кредитного договора должника/кредитора с организатором. При возврате кредита обмен активами между кредитором, организатором и должником осуществляется в обратном порядке.

### 3. Кредитор — представитель кредитного пула активов

В данной роли организатор до заключения конкретных сделок с должниками формирует кредитный пул актива, заключая с потенциальными кредиторами кредитные сделки и передавая потенциальным кредиторам в обеспечение свои векселя. Кредитор имеет право досрочно прекратить действие договора с организатором в пределах свободного остатка активов кредитного пула. По заявке должника организатор в качестве кредитора заключает с должником кредитную сделку, принимая в обеспечение согласованные с кредитором активы. Кредиты предоставляются на стандартных условиях. Ежедневно произво-

дится начисление процентов на выданные кредиты. При прекращении договора между кредитором и организатором (выходе кредитора из кредитного пула) кредитором уплачиваются начисленные проценты в соответствии со сроком нахождения активов кредитора в кредитном пуле доли активов данного кредитора в общем объеме активов кредитного пула. Данная роль позволяет без изменения действующих нормативных актов в рамках существующих правовых и налоговых условий сделок денежного РЕПО реализовать систему автоматического кредитования исполнения торговых сделок (включая кредитование исполнения результатов клиринга).

### 4. Кредитный оператор

Результатом реализации предлагаемого проекта является создание самостоятельного бизнеса, взаимодействующего с другими участниками процесса кредитования ценными бумагами на основе стандартного обмена поручениями и отчетами, т. е. не требующего интеграции в существующие бизнес-процессы депозитария или клиринговой системы.

### Технология реализации операций заимствования в депозитарии

В проведении операций заимствования можно выделить следующие стадии:

1. Подготовительные процедуры (рис. 6).
2. Открытие сделки займа (рис. 7).
3. Контроль обеспечения по сделке (рис. 8).
4. Закрытие сделки займа (рис. 9).
5. Отчетность и расчеты (рис. 10).

В соответствии с логикой депозитарного учета фиксация прав на ценные бумаги и фиксация обременений ценных бумаг должны производиться в рамках одной организации. Однако из-за специфики и разнообразия операций, связанных с учетом обременений, они плохо укладываются в сегодняшнюю технологию выполнения стандартных операций расчетного депозитария, которую характеризует стремление к скорости и единообразию.

Операции депозитария, связанные с заимствованиями, целесообразно выполнять в отдельном подразделении. Это подразделение обрабатывает соответствующие заявки и поручения, ведет учет договоров заимствования. Все базы данных, необходимые для осуществления операций заимствования, также ведутся в этом подразделении. Такая схема позволяет, не меняя стандартную технологию расчетов и не усложняя действующую расчетную систему, обеспечить выполнение всех необходимых операций.

Ценные бумаги, обремененные обязательствами, учитываются на отдельных

счетах или на специальных разделах счетов депо в совокупности, без разбивки на отдельные группы. При обработке поручений, относящихся к этим счетам (разделам), стандартная депозитарная система не анализирует эти поручения, а передает их на анализ возможности исполнения в соответствующее подразделение. Там поручение обрабатывается, после чего возвращается в стандартную учетную систему депозитария с пометкой «выполнить» или «не выполнять».

После выполнения поручения на основании данных депозитарного учета в «кредитном подразделении» вносятся изменения в специальные учетные регистры. Можно сказать, что с каждым счетом депо (разделом счета), на котором находятся ценные бумаги, обремененные обязательствами, связан некоторый «контролер», хранящий все нужные для учета обременений данные, выполняющий необходимые операции и подающий команды общей учетной системе на совершение стандартных депозитарных операций.

Предлагаемая модель позволяет развигать операции заимствования и иные операции, связанные с учетом обременений, с одной стороны, «автономно» от базовой учетной системы, а с другой стороны, в жесткой технологической связке с этой системой. Такой подход мог бы помочь реализовать операции заимствования значительно быстрее, чем если бы пришлось встраивать их в действующую систему, изменяя ее на ходу. Можно допустить возможность вынесения «кредитного подразделения» за рамки депозитария. Так, например, такое подразделение может функционировать в рамках торговой системы при заключении договора о взаимодействии с депозитарием.

### Другие услуги депозитария, связанные с учетом обременений

В связи с развитием системы заимствования ценных бумаг целесообразно осмыслить близкие направления деятельности по оказанию депонентам услуг, основанных на учете обременений ценных бумаг обязательствами. В настоящее время, помимо стандартных операций, можно выделить следующие перспективные направления:

- Гарантирование кредитных линий между фондовыми операторами в случае превышения ими лимитов.
- Обеспечение банковских кредитов залогом ценных бумаг и предоставление банкам площадки, на которой они могут выдавать обеспеченные кредиты.
- Создание системы, поддерживающей операции с производными инструментами.

Рисунок 9. ЗАКРЫТИЕ СДЕЛКИ

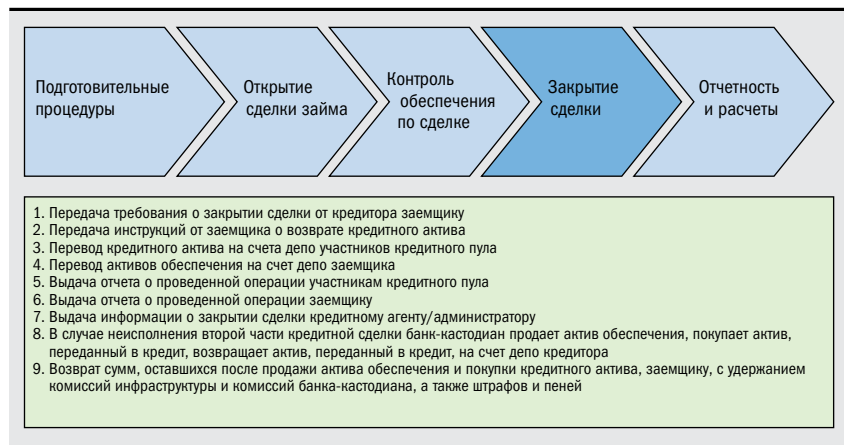
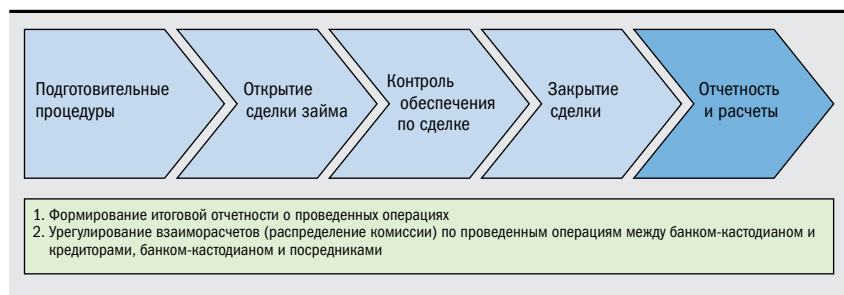


Рисунок 10. ОТЧЕТНОСТЬ И РАСЧЕТЫ



## РАССУЖДЕНИЯ О РИСКАХ

Если студент ничего не понял, то лекция прошла успешно.

*Из курса лекций  
по космическим технологиям  
(МАИ, 1986)*

Ни для кого не секрет, что любые операции на финансовых рынках несут в себе элемент риска. Не являются исключением и операции кредитования ценными бумагами. Однако данный вид бизнеса характеризуется тем, что позволяет владельцу ценных бумаг постоянно получать гарантированный дополнительный доход по имеющемуся портфелю ценных бумаг при относительно низком уровне риска. При этом грамотно организованная и продуманная программа кредитования ценными бумагами позволяет свести риски кредитования практически к нулю.

В качестве основных рисков, связанных с кредитованием ценными бумагами, можно выделить:

1. Риск убытков при несостоятельности заемщика и неблагоприятных изменениях котировок и риск утраты обеспечения, в том числе задержка с взысканием и ликвидацией обеспечения по юридическому соглашению.
2. Риск неосуществления прав по предоставленным в кредит ценным бумагам.

3. Риск несвоевременного проведения расчетов по сделке.

Операции по кредитованию ценными бумагами считаются достаточно низкорисковыми именно благодаря их структуре, позволяющей грамотно управлять перечисленными выше рисками. Это достигается следующими способами:

- Обеспечение передается кредитору на праве собственности или залога, таким образом позволяя кредитору в случае нарушения заемщиком своих обязательств в одностороннем порядке производить его реализацию с целью возмещения стоимости отданных в кредит ценных бумаг и процентов за пользование ценным кредитом.
- Кредитор (либо его кредитный агент или кастодиан) оценивает кредитоспособность потенциальных заемщиков и устанавливает для каждого из них лимиты кредитования. Затем кредитор осуществляет постоянный контроль за использованием лимитов и производит их своевременный пересмотр.
- Некоторые кредитные агенты предоставляют своим кредиторам такую услугу, как гарантия, т. е. если заемщик не исполняет или несвоевременно исполняет свои обязательства перед кредитором, то за него это делает кредитный агент.
- Для уменьшения рисков, связанных с недостаточной диверсифициро-





ванностью портфеля обеспечения, кредиторы устанавливают сублимиты по определенному виду или типу ценных бумаг.

- Кредитором (либо его кредитным агентом или кастодианом) ежедневно производится рыночная переоценка стоимости обеспечения и проверка соответствия стоимости обеспечения стоимости переданных в кредит ценных бумаг. В случае недостаточности обеспечения заемщику направляется требование о доведении дополнительного обеспечения. Также осуществляется постоянный контроль соответствия объемов обязательств уровню ликвидности рынков кредитных активов и активов обеспечения.

- Кредитор имеет возможность установления дополнительных требований к обеспечению: определение видов ценных бумаг, допустимых эмитентов, требование о наличии кредитного рейтинга установленного уровня, установление дисконтов по ценным бумагам, принимаемым в обеспечение, и величины начальной маржи в зависимости от инвестиционной политики кредитора.

- Право в случае неисполнения обязательств одной стороной по любой из сделок кредитования ценными бумагами провести досрочное прекращение обязательств по всем кредитным сделкам и осуществить взаимозачет по встречным операциям (неттинг).

- Посредники на рынке кредитования ценными бумагами (кредитные агенты, кастодианы, брокеры) принимают на себя риск ликвидности: как правило, у кредиторов бумаги заимствуются без определения точного срока, давая возможность кредиторам востребовать отданные в заем ценные бумаги в любой момент, а отдаются бумаги заемщикам на фиксированный срок.

- Использование механизма *DVP* при проведении расчетов по сделке.

- Как правило, кредиторы сохраняют за собой право востребовать ценные бумаги с заемщика в случае, если хотят воспользоваться правом голоса по ссуженным ценным бумагам.

- По общему правилу заемщик обязан передавать кредитору все выплаты (дивиденды, купоны и т. д.) по отданным в кредит ценным бумагам.

Таким образом, кредитование ценными бумагами при грамотной его организации является инструментом, позволяющим извлекать из принадлежащих кредитору ценных бумаг дополнительный доход без какого-либо ощутимого увеличения риска.

## РАССУЖДЕНИЯ О ПЕРСПЕКТИВАХ

К этим вопросам надо относиться как к потенциальному куску хлеба.

*Из курса лекций  
по технологии сборки  
(МАИ, 1986)*

На сегодняшний момент уже совершенно очевидно, что мировой финансовый кризис значительно повлиял на рынок кредитования ценными бумагами: сократились спрос и предложение, произошла переоценка рисков и совершенствование системы управления ими. На наш взгляд, в дальнейшем для рынка кредитования ценными бумагами будут характерны следующие основные тенденции:

1. Вовлечение все большего числа стран и участников в операции кредитования ценными бумагами и дальнейшая глобализация рынка.

2. Дальнейшее укрупнение финансовых институтов, работающих на рынке кредитования ценными бумагами.

3. Разработка новых услуг и продуктов на рынке кредитования ценными бумагами.

4. Дальнейшая стандартизация рыночных договоров.

5. Усиление тенденции к большему регулированию организации операций кредитования ценными бумагами: движение от классического внебиржевого рынка к более организованному рынку, развитие электронных торговых площадок, совершенствование технологий, применяемых на торгах (введение механизма центрального контрагента и т. д.).

6. Дальнейшая автоматизация процесса кредитования ценными бумагами.

7. Совершенствование системы управления рисками.

8. Движение к большей открытости рынка.

### Спрос и предложение на рынке кредитования ценными бумагами

Спрос и предложение на рынке кредитования ценными бумагами претерпели значительные изменения в 2008–2009 гг. Обанкротившийся *Lehman Brothers* входил в число 5 крупнейших заемщиков на рынке кредитования ценными бумагами. Уход *Lehman Brothers* и *Bear Stearns* с рынка привел к значительному сокращению числа контрагентов на рынке кредитования. Банкротство данных организаций послужило также катализатором перераспределения бизнеса по операциям кредитования ценными бумагами от специализированных брокеров-дилеров к крупным универ-

сальным банкам, имеющим внушительные брокерские подразделения. На сегодняшний момент можно констатировать, что в ближайшем будущем первичными брокерами для подавляющего большинства кредиторов и хедж-фондов станут именно универсальные коммерческие банки.

Многие кредиторы ввиду мирового финансового кризиса пересмотрели свои позиции на рынке. Некоторые полностью прекратили операции кредитования и инициировали отзыв всех займов. Однако подобное поведение все же было характерно для относительно небольшого числа кредиторов. Другие просто прекратили кредитование на время, переосмысливая свои инвестиционные стратегии. Третьи предпочли установить дополнительные ограничения на свои программы кредитования ценными бумагами, например полностью исключили из операций кредитования ценные бумаги финансовых институтов. Многие кредиторы перестали выдавать кредиты ценными бумагами под денежное обеспечение и теперь открывают новые займы только под неденежное обеспечение.

Очевидно, что все вышесказанное повлияло на объемы рынка кредитования ценными бумагами: по оценкам участников рынка, величина ценных бумаг, доступных для кредитования, сократилась в кризисный период на 10–15%.

В свою очередь спрос на операции кредитования ценными бумагами также сократился. Это вызвано целым рядом факторов – от введения во многих странах ограничений или запретов на осуществление коротких продаж до сокращения числа рыночных игроков. Так, по оценкам экспертов, около 20–30% хедж-фондов могут прекратить свое существование в результате кризиса, что в свою очередь может значительно отразиться на спросе.

### Необходимость создания центрального контрагента

В январе 2009 г. о своем желании создать центрального контрагента на рынке кредитования ценными бумагами Великобритания заявила *SecFinex Limited* (в настоящее время принадлежащая *NYSE Euronext*) и *EuroCCP* (лондонская дочерняя компания американской *DTCC*). Центральным контрагентом будет функционировать на электронной торговой площадке *SecFinex Order Market*. О совместных планах по созданию центрального контрагента на рынке кредитования ценными бумагами в ноябре 2008 г. также заявили *Eurex Clearing* и *Clearstream Banking Luxembourg*. Планируется, что механизм центрального контрагента на этих площадках будет запущен уже во II кв. 2009 г.

Ранее о своих планах по запуску механизма центрального контрагента на европейском рынке кредитования ценными бумагами сообщала LCH.Clearnet.

## Большая прозрачность рынка

По мнению *Chris Taylor* из компании *State Street*<sup>2</sup>, текущий кредитный кризис должен привести к большей открытости на рынке кредитования ценными бумагами. То есть более открытыми должны стать цели программ кредитования ценными бумагами, их доходные параметры и параметры рисков. Кредитору необходимо четко понимать, почему активы занимают, что вызывает спрос и каким образом формируется доход. Поэтому первый шаг на пути прозрачности со стороны кредитора ценных бумаг — большой *due diligence* при выборе кредитного агента.

15 июля 2008 г. *ISLA* опубликовала модельное положение для раскрытия информации европейскими кредитными агентами (*EU Agent Lender Disclosure*), которое впоследствии получило одобрение со стороны английской *FSA*.

## Выбор обеспечения

Ситуация на мировых финансовых рынках заставила кредиторов пересмотреть свое отношение к выбору обеспечения. На сегодняшний момент кредиторы получают денежное обеспечение все меньше и, соответственно, меньше реинвестируют полученное обеспечение (рис. 11). Это объясняется возросшими рисками реинвестирования денежного обеспечения. Те кредиторы, которые все еще принимают деньги в качестве обеспечения, пересмотрели свои инвестиционные директивы в сторону ужесточения требований к объектам реинвестирования.

Ожидается, что заемщики станут более чувствительными к предоставляемому обеспечению. Крупные заемщики будут диктовать свои условия и станут проводить операции с теми кредиторами, которые будут проводить более гибкую политику в отношении дисконтов (*haircuts*) и возможности смешанного обеспечения (*collateral mix*).

В настоящий момент кредиторы внимательнее начинают относиться к гарантиям (*indemnification*), предоставляемым их кредитными агентами. *Indemnification* — это гарантия от кредитного агента, свидетельствующая, что он покроет некоторые издержки и убытки в случае дефолта заемщика. Единственная область, в которой *indemnification* не распространены на се-

Рисунок 11. ОПЕРАЦИИ КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ И ПОЛУЧЕННОЕ ДЕНЕЖНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ



Источник: [www.dataexplorers.com](http://www.dataexplorers.com) (accessed on 14 January 2009).

годняшний момент, — это область реинвестирования денежного обеспечения.

Дефолт *Lehman Brothers* еще раз привлек внимание к риску контрагента. Некоторые наблюдатели задаются вопросом: какое влияние кризис будет иметь на сегмент эксклюзивных договоров (*exclusive arrangements*)? *Exclusive arrangements* представляют собой соглашения, по которым часть портфеля кредитора предоставляется только одному заемщику в течение определенного периода времени (как правило, 12 месяцев). Очевидно, что, с одной стороны, кредиторы заинтересованы в получении гарантированного дохода, с другой — проявляются такие негативные моменты, как возможность упущенной выгоды, концентрация кредитного риска на одном заемщике и высокий уровень использования активов. По мнению большинства представителей рынка, кредиторы будут все менее охотно участвовать в *exclusive arrangements*.

В текущих рыночных условиях значительно сократилось кредитование под общее обеспечение (*general collateral lending*). Большинство заемщиков хотят получать в кредит государственные ценные бумаги, а отдавать акции в качестве обеспечения третьей стороне (*pledge equity tri-party*).

Большинство участников рынка в своих Генеральных соглашениях о кредитовании ценными бумагами стали больше внимания уделять описанию дефолтных и постдефолтных процедур («эффект *Lehman Brothers*»).

\* \* \*

Рынок кредитования ценными бумагами является неотъемлемой частью любого развитого финансового рынка. Многие центральные банки используют кредитование ценными бумагами при управлении резервными валютными активами. Так, по данным опроса *The Royal Bank of Scotland «Reserve Management*

*Trends 2008*», 65% центральных банков предоставляют кредиты ценными бумагами, причем чаще всего для выполнения этой задачи привлекаются кредитные агенты.

На развитых финансовых рынках кредитование ценными бумагами обеспечивает бесперебойные расчеты в системах расчетов по ценным бумагам, позволяя отказаться от 100%-ного преддепонирования по ценным бумагам и перейти к расчетам с частичным обеспечением. Владельцам ценных бумаг операции по кредитованию позволяют получать гарантированный дополнительный доход по портфелю ценных бумаг и снижать издержки на его хранение. Заемщики ценных бумаг получают возможность реализовывать различные торговые стратегии. Таким образом, кредитование ценными бумагами позволяет многократно повысить эффективность и ликвидность фондового рынка.

В то же время на российском финансовом рынке сегмент операций кредитования ценными бумагами до сих пор отсутствует. В настоящее время практически ни один из российских депозитариев (в том числе и расчетных) не предлагает своим клиентам услуги по кредитованию ценными бумагами.

Тем не менее проводимая Комитетом по кредитованию ценными бумагами СРО «Национальная фондовая ассоциация» совместно с Банком России работа по внедрению в практику российского фондового рынка операций по кредитованию ценными бумагами показала, что разработка технологии оказания этих услуг, их внедрение и развитие в настоящий момент оправданны. Более того, они необходимы. Если Россия хочет иметь развитый финансовый рынок, способный претендовать на роль регионального финансового центра, то без развитого рынка кредитов ценными бумагами наша страна обойтись не сможет. ■

<sup>2</sup> Securities lending. Roundtable «Health check for market in a fever» // Financial News. 2008. 27 October. P. 29–36.

