

Юрий Данилов\*

# Матрешки-убийцы

Схлопывание фондового рынка произошло вследствие неадекватного управления рисками операций репо, маржинальных и необеспеченных сделок, доминирующих в российской биржевой торговле

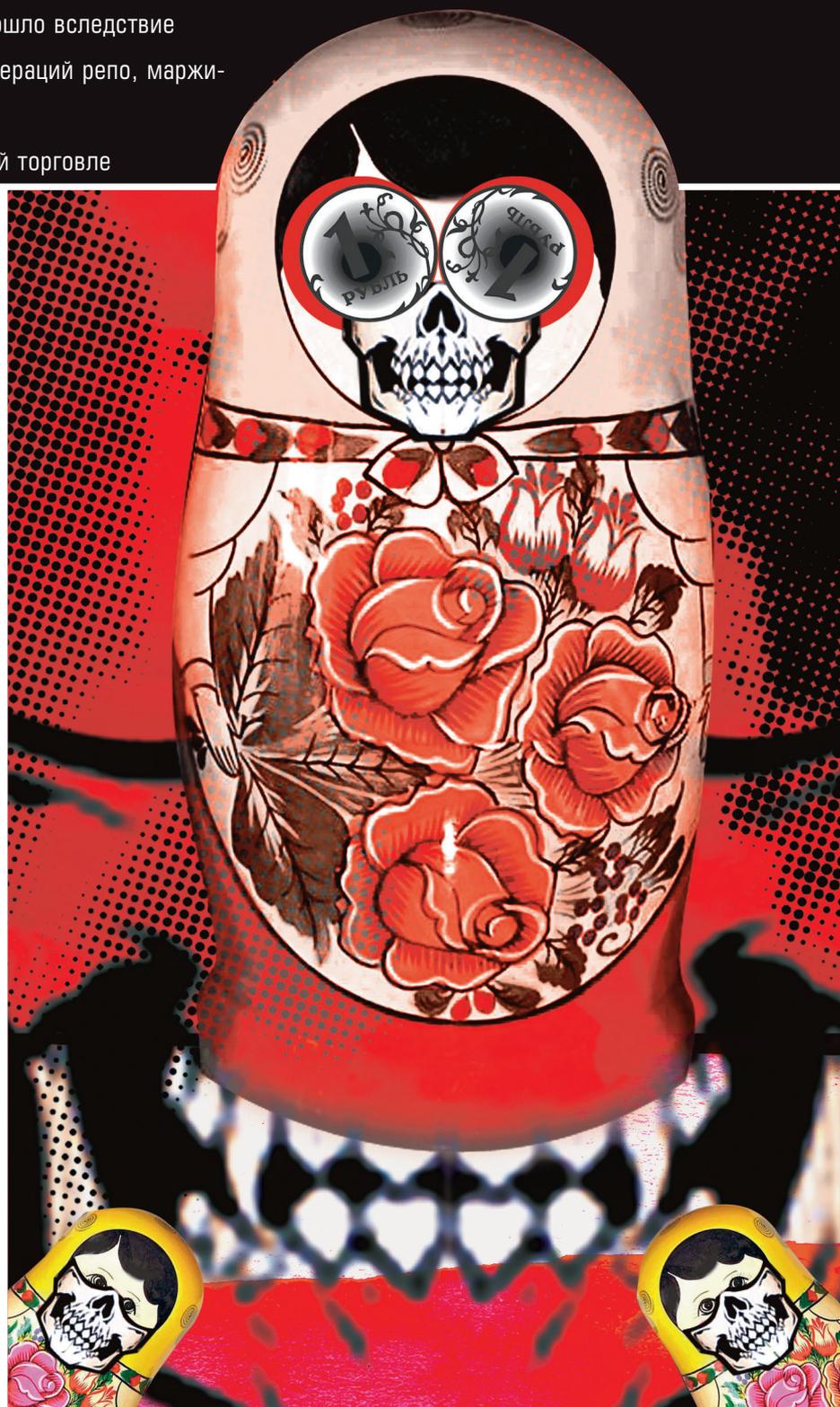
**В** 2006–2007 годах произошел скачкообразный рост ликвидности российского фондового рынка. Достаточно сказать, что биржевой оборот акций в 2007 году превысил аналогичный показатель 2005 года почти в семь раз. Однако лавиную долю этого бешеного прироста обеспечили операции с повышенным уровнем риска — репо, маржинальные и необеспеченные сделки.

Позволим себе микроликбез для финансистов. Сделка репо состоит из двух частей. В первой части одна сторона продает другой некоторый актив (акции, облигации и проч.) по определенной цене и обязуется выкупить его назад через какое-то время по цене, в которой заложена плата за пользование этой одной стороной денежными средствами. Во второй части сделки репо стороны выполняют обязательства, взятые на себя в первой части. По существу эта сделка есть кредит под залог ценных бумаг с тем выгодным для кредитора отличием, что в период действия соглашения к нему переходит право собственности на заложенные бумаги и, следовательно, возможность прибыльно с ними работать.

Под маржинальными сделками понимаются сделки купли-продажи акций, расчет по которым производится с использованием денежных средств или акций, предоставленных брокером в заем клиенту. Необеспеченной сделкой (или сделкой без покрытия) считается сделка, в момент заключения которой суммы денежных средств или количества акций клиента недостаточно для исполнения обязательств (за исключением срочных сделок).

Так вот, если по итогам 2007 года на сделки репо приходилась половина всех сделок с акциями на ММВБ, то к началу сентябрьского кризиса — уже две трети. Биржевая статистика маржинальных и необеспеченных сделок не ведется, однако участники рынка оценивают их долю в 20–25% оборота. Итак, накануне последнего обвала биржевой оборот акций на

\*Директор фонда «Центр развития фондового рынка», заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве, кандидат экономических наук



90% был рынком сделок с повышенным уровнем риска.

Надо сказать, что именно ММВБ стала прибежищем для операций репо — доля репо в обороте другой биржи, РТС, минимальна. Возможно, это связано с тем обстоятельством, что две ведущие фондовые биржи страны имеют различные стандар-

ты расчетов. РТС работает по международному стандарту расчетов T+3 (поставка акций и денег осуществляется на третий рабочий день после сделки) и другим стандартам, предусматривающим поставку через несколько дней — T+n, а ММВБ проводит расчеты и поставки бумаг в день совершения сделок — T+0.

Традиционная мировая практика регулирования уровня риска при заключении маржинальных (включая необеспеченные) сделок ведется на трех уровнях: регулятора, биржи и/или саморегулируемой организации и, наконец, самого брокера. Регулятор в большинстве стран занимается, как правило, выработкой общих пруденциальных принципов, а также устанавливает ряд коэффициентов, отражающих уровень риска. Одним из таких коэффициентов, ограничивающих риск маржинальной торговли, является соотношение средств самого клиента и средств брокера, переданных в займы клиенту («плечо»). Кризис показал, что регулятор должен иметь полномочия оперативно изменять это соотношение (а возможно, и некоторые другие коэффициенты, например, размер предельной задолженности клиентов перед брокером), влияя тем самым на интенсивность заключения маржинальных сделок. В России регулятор такой возможности не имеет, так как все нормативные акты необходимо до их введения в действие зарегистрировать в Минюсте, что занимает гораздо больше времени, чем длится кризис. В случае экстренной необходимости придумается использовать такой инструмент, как предписание, но предписание должно быть доставлено каждому отдельному брокеру.

Фондовые регуляторы, как правило, не занимаются специальным регулированием сделок репо, так как эти сделки обычно регулируются общими нормами, ограничивающими риск на денежных рынках, частью которого рынок репо и выступает. Однако за рубежом жесткие требования к сделкам предъявляют сами биржи, поэтому сделки репо фактически вытеснены на внебиржевой рынок. Блиц-опрос руководителей и сотрудников двух наших фондовых бирж показал, что они не знают другой такой страны, где бы на бирже был организован рынок репо с акциями.

## Заигрались

Еще в своей монографии 1998 года я описал очень привлекательную с точки зрения потенциального дохода пирамиду репо, но я представить себе не мог, что и через десять лет будут отсутствовать эффективные механизмы управления рисками при строительстве таких пирамид и что таким строительством увлекутся многие, если не все брокеры. Технология достаточно проста: на собственные средства покупаются ценные бумаги, потом они продаются в рамках первой части репо, на полученные деньги покупаются новые ценные бумаги, они снова репуются и так до бесконечности. Возможность построения пирамид репо основана на том, что сроки разных сделок репо разные —

именно поэтому можно одну сделку как бы вложить в другую. Недаром у брокеров появилось даже сленговое название подобных схем — «матрешка».

При растущем рынке высокий доход гарантирован, однако какая-то предельно наивная уверенность в бесконечном росте рынка толкала наших брокеров к сохранению этой технологии и тогда, когда рынок развернулся. Более того, некоторые наши брокеры решили реповать не только относительно ликвидные акции эмитентов первого эшелона, но и корпоративные облигации второго и третьего эшелонов. Начавшиеся летом этого года дефолты по облигациям привели к резкому падению курсов этих бондов и фактически замораживанию торговли этими инструментами. В результате были обрушены все пирамиды репо, использовавшие относительно малоликвидные корпоративные облигации.

В условиях отсутствия регулирования сделок репо сверху, на первый план вышло регулирование их рисков самими брокерами. Однако часто элементарная алчность брала верх над осторожностью и профессионализмом. По некоторым данным, «матрешки» отдельных «особо одаренных» участников рынка включали несколько десятков вложенных репешек, поскольку они, скорее всего, не только вкладывали одно репо в другое, отстоящее на один рабочий день, но и пытались создать «матрешку» из сделок репо с одинаковыми сроками исполнения.

## Штопор

Понятно, что зарепованность акций делает состояние их рынка крайне уязвимым к ухудшению финансового самочувствия участников сделок репо. Причем процесс сползания в кризис идет с двух сторон. Банки, располагающие свободными финансовыми ресурсами, перестают покупать бумаги на спот-рынке, предпочитая использовать их на рынке репо, при этом, становясь кредиторами (покупателями бумаг в первой части сделок репо), они полу-

чают возможность дополнительной прибыли за счет продажи бумаг с целью откупить их по более низкой цене. Те, кто выступал продавцами (заемщиками денег) по первой части репо, к моменту исполнения второй части в случае возникновения проблем с ликвидностью вынуждены сбрасывать пакеты на спот-рынке из собственного портфеля практически по любым ценам. Это тянет цены акций и облигаций вниз, параллельно обесценивая зарепованные в других сделках пакеты, что, в свою очередь, порождает дополнительный фактор снижения цен и возникновения недоверия на рынке: заемщики — продавцы бумаг в первой части сделок репо — в этом случае теряют интерес к исполнению второй части сделок. Никому не охота откупать назад бумаги по фиксированным ценам, если со времени заключения сделки цены уже сильно упали. Вторые части сделок репо начинают исполняться с задержками. На позапрошлой неделе этим грешили даже некоторые крупнейшие банки, не испытывавшие дефицита ликвидности. В результате — резкий рост дефицита текущей ликвидности и одновременно взаимного недоверия участников рынка.

Именно по такому сценарию развивались события на нашем фондовом рынке в сентябре. Большинство продаж в дни кульминации кризиса 15–16 сентября были вынужденным или принудительным закрытием позиций. С середины мая по середину июня российские индексы снизились на 3–5%, с середины июня по середину июля — примерно на 10%, с середины июля по середину августа — на 12–16%, с середины августа по 16 сентября — на 35–40%, из которых 33–35% пришлось на сентябрь. В последние дни острой фазы кризиса индексы падали практически отвесно. Именно последняя фаза кризиса (с начала сентября) представляла собой сваливание в штопор цепных неплатежей зарепованного под завязку рынка. Сами неплатежи начались уже 15–16 сентября, но развитие кризиса в предыдущие две недели сделало их неизбежными.

## Classified

### ПРОДАЕМ

- Управл. компанию ПИФ, НПФ+7(499) 264-01-02
- Инвест. компанию+7(499) 264-88-66
- Организация реализует земельные участки от 15 соток до 30 га в элитном пригороде Белгорода, пос. Дубовое. Категория земель: земли населенных пунктов — для индивидуального жилищного строительства.  
Контактные телефоны: 8 910 329 33 98, 8 910 320 41 67  
[www.poselok-dubovoe.ru](http://www.poselok-dubovoe.ru)
- Мини-НПЗ в Центральном регионе России, 100 000 тн/год +7(926) 800-31-42
- Продам офис 8 916 157 19 41
- Продам землю 8 916 157 19 41

По вопросам размещения рекламы в рубрике **Classified** обращаться к **Гуровой Марии**  
по тел.: +7 (495) 510-5643 факс: +7 (495) 510-5645 E-mail: [mgurova@expert.ru](mailto:mgurova@expert.ru)

**Операция «Спасение»**

В этих условиях требовались немедленные действия по выработке мер противодействия кризису, и они последовали. После совещания руководителей финансово-экономических ведомств у вице-преьера Шувалова по инициативе ФСФР России было организовано совещание руководства ФСФР с крупнейшими брокерами и биржами. 16 сентября, на первом заседании «антикризисного штаба», в работе которого мне довелось участвовать, настроение брокеров было исключительно пессимистическим. Возможные пределы падения рынка виделись либо в районе 500–600 по индексу РТС, либо вообще не просматривались.

Сложность ситуации заключалась в необходимости одновременного решения двух главных проблем — проблемы неплатежей, отягощенной дефицитом ликвидности и кризисом доверия на рынке, и проблемы отсутствия спроса, то есть риска дальнейшего падения рынка. Оперативные меры по купированию ситуации по проблемам неплатежей, ликвидности и доверия не вызвали больших споров. Это полный запрет маржинальной торговли (новые сделки не заключаются, старые замораживаются и исполняются по мере доведения денег) и полный запрет заключения сделок репо (на мой взгляд, было бы наиболее эффективно предусмотреть прекращение исполнения обязательств по сделкам репо, при этом Центральный банк становился бы стороной по всем сделкам репо, действующим по состоянию на 00.00 17 сентября, однако этот вопрос находился в ведении более высоких инстанций).

Решение не возобновлять биржевые торги, принятое на следующий день, было связано не только с необходимостью предотвратить дальнейшее падение рынка, но самое главное с тем, чтобы дать возможность «расшить неплатежи».

Запрет маржинальной торговли (включая необеспеченные сделки) был реализован следующим вечером в форме предписания ФСФР России. Запрещение продавать ценные бумаги, приобретенные в рамках маржинальной торговли, до их полной оплаты, также содержащееся в предписании ФСФР России, — мера совсем уж чрезвычайная, и в начале первой посткризисной недели она была отменена, но в тот острый момент, считаю, сыграла свою роль. Этой мерой одновременно сокращался объем предложения бумаг и стимулировался приток новых денежных средств. Среди брокеров было единодушие, что после отмены запрета маржиналки следует сократить максимальное «плечо» с 3:1 до 1:1, и это было сделано с 26 сентября предписанием ФСФР (но не изменениями в соответствующем нормативном акте).

Любопытно, что 19 сентября регуляторы США и Великобритании решили применить российский опыт у себя, запретив короткие (без покрытия) продажи акций финансовых организаций.

Вторая проблема — отсутствие спроса — не имела решений, которыми располагал регулятор. Было очевидно, что требуется просто поддержка рынку, какие-то дополнительные средства, которые бы восстановили спрос и не позволили рынку падать еще ниже. Брокеры надеялись на самовыкуп акций крупнейшими эмитентами (buy back), хотя понимали, что бай-бэки будут осуществлять только те, кто имеет конкретную экономическую заинтересованность в поддержании курса своих акций. Надежды на добровольный buy back Сбербанка или ВТБ в тот момент не было никакой. Правительству решение обеспечить фондовому рынку защиту от дальнейшего падения за счет резервирования бюджетных средств для скупки акций далось значительно труднее, чем меры по поддержанию ликвидности рынка. Безусловно, решение спорное, но именно информация о нем обеспечила уверенность участников рынка в том, что появится большой долгосрочный инвестор, который в случае необходимости удержит рынок от катастрофы. На мой взгляд, было бы разумнее использовать, возможности Банка развития (ВЭБа). Именно такие институты в других странах с развивающимися финансовыми рынками обеспечивают поддержку рынку в ситуации резких падений, и, как показывает современный бразильский опыт, весьма успешно. К сожалению, российский Банк развития никак не проявил себя в кризисной ситуации, за исключением покупки Связьбанка. Возможно, ждал отмашки от ЦБ или Минфина.

Поддержка ликвидности прошла не самым эффективным образом. Первые почти 400 млрд рублей, выделенные 16 сентября Минфином и Центробанком на цели поддержания ликвидности, были выброшены в топку кризиса ровно так же, как в 1998 году были выброшены деньги стабилизационного транша, выделенного Мировым банком. Вместо целевого выделения средств для расшивки неплатежей денежные власти, по сути дела, решили согреть весь космос.

В ночь с 17 на 18 сентября зареповавшиеся банки начали расшивку неплатежей под руководством зампреда ЦБ Константина Корищенко. Работа эта была в основном завершена лишь в пятницу, 19 сентября. Главными операторами расчистки неплатежей назначили тройку крупнейших госбанков — Сбер, ВТБ и Газпромбанк. На практике эта деталь обернулась существенными транзакционными издержками для

участников рынка — три крупнейших банка брали деньги у государства под 7% годовых, а отдавали рынку под 25%. Иначе как мародерством такие действия банков с государственным участием назвать нельзя.

Центральный банк с 18 сентября кардинально снизил ставки отчислений банков в резервные фонды, что также поддержало банковскую ликвидность.

**До новых потрясений?**

Острая фаза кризиса фондового рынка позади. Рынок стабилизировался на первом попавшемся уровне, подавляющее большинство финансовых организаций продолжит свое существование. Что особенно важно в макроэкономическом смысле — удалось избежать паники населения, массового снятия банковских вкладов, набегов на банкоматы, ажиотажного спроса на наличную валюту и прочих прелестей, памятных по горячей осени 1998-го.

Но остаются вопросы о среднесрочных мерах по развитию финансовой системы и повышению ее устойчивости. На рынке акций сегодня основная проблема в одновременном решении двух отчасти противоречивых задач: сохранения достигнутого к 2008 году уровня ликвидности фондового рынка и качественного совершенствования структуры оборота на рынке акций.

Совершенно очевидно, что оставлять маржинальную торговлю и рынок репо в том виде, в котором они существовали до кризиса, — это заложить в ближайшем будущем обязательное повторение кризиса. Необходимо уменьшить их долю в совокупном объеме оборота акций, что предполагает ужесточение регулирования этих сегментов рынка и, соответственно, повышение транзакционных издержек его участников. А это неизбежно приведет к сокращению ликвидности, ее оттоку в Лондон. Следовательно, должны быть приняты меры, препятствующие уходу оборота российских акций в Лондон.

Среди неотложных мер, способных оказать действенную поддержку фондовому рынку, — обнуление ставок налога на прибыль, полученную от операций с ценными бумагами. В сочетании с формированием в России сектора рынка иностранных ценных бумаг это может стать мощным упреждающим ударом по Лондону.

Другая действенная мера, которую активно предлагают некоторые брокеры и которую следует, на мой взгляд, поддержать, — обязательность осуществления всех размещений акций исключительно на российском рынке.

Наконец, необходимо наделить ФСФР полномочиями оперативного антикризисного регулирования. ■