



с 1994 года

**УЧЁТ
ИНФРАСТРУКТУРНЫХ
РИСКОВ ПРИ
ИНВЕСТИРОВАНИИ
ЧЕРЕЗ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ.
КАК НЕ ПОВТОРИТЬ
ОШИБКИ С FINEX?**

Начальник аналитического отдела
ИК РИКОМ-ТРАСТ, член АВО
Спикер РБК-ТВ, Бизнес ФМ к.э.н.,
доцент ВАВТ и РАНХиГС

Олег Абелев

**г. Москва
17 февраля 2024**



Схема учёта и хранения ценных бумаг

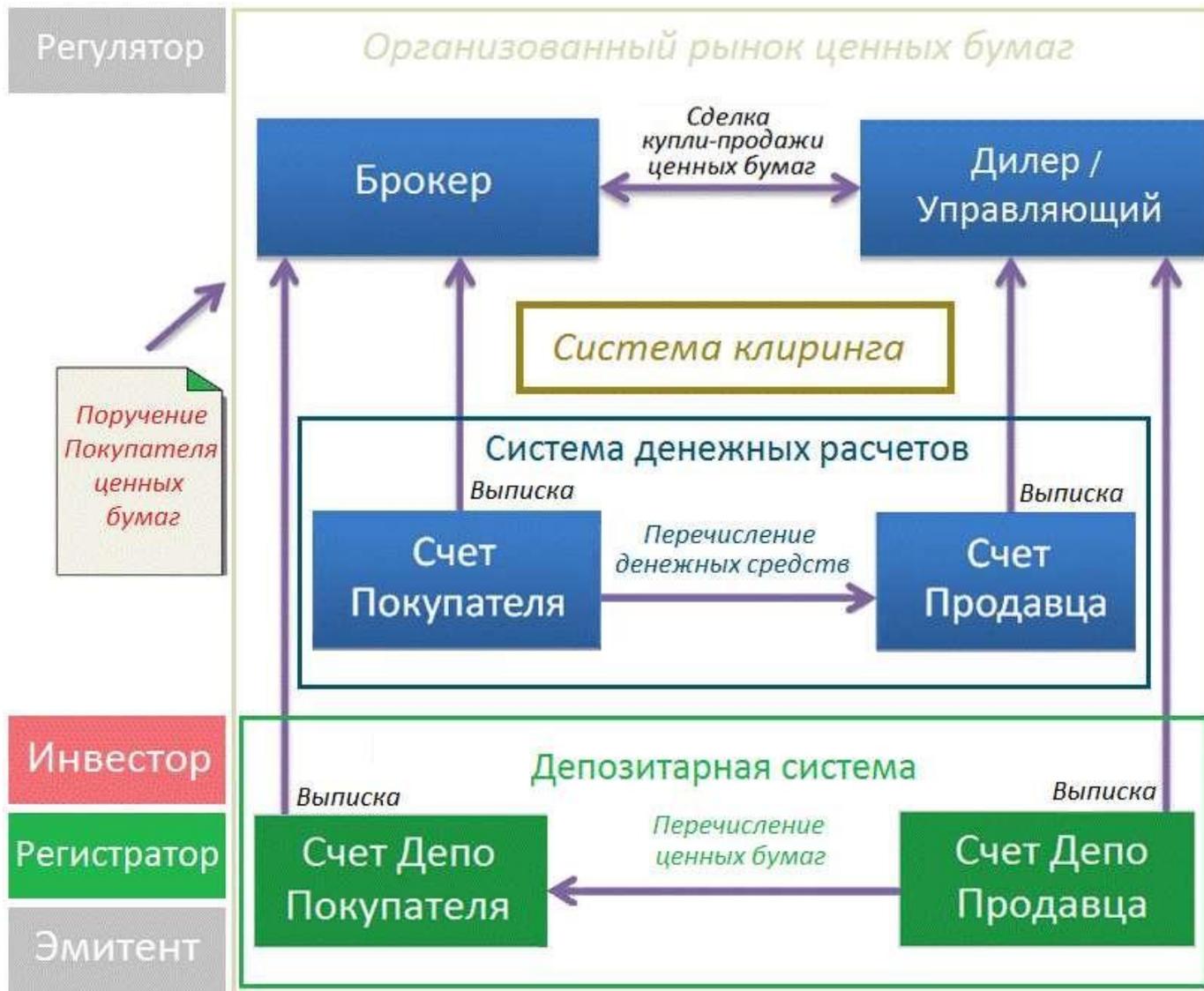
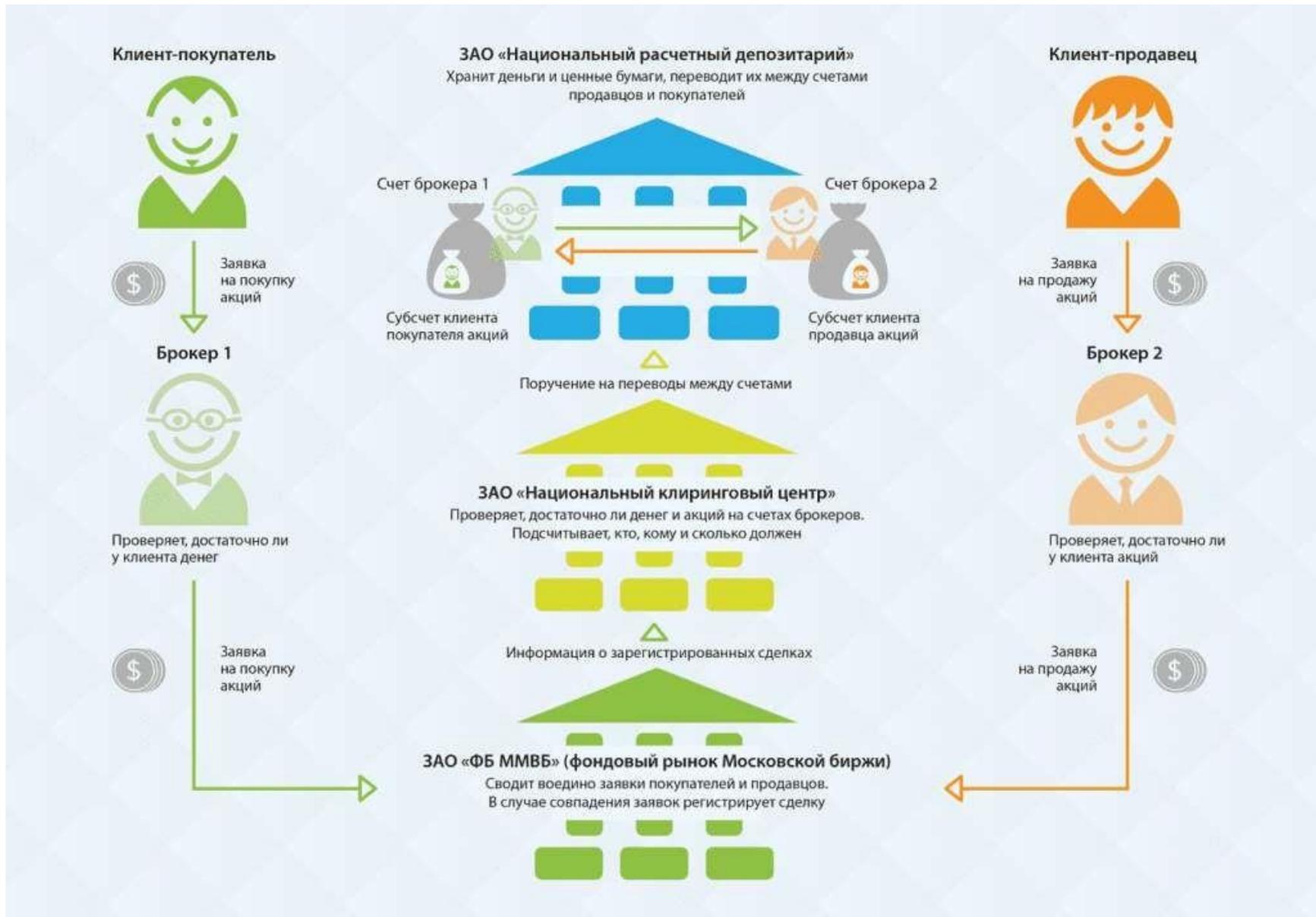


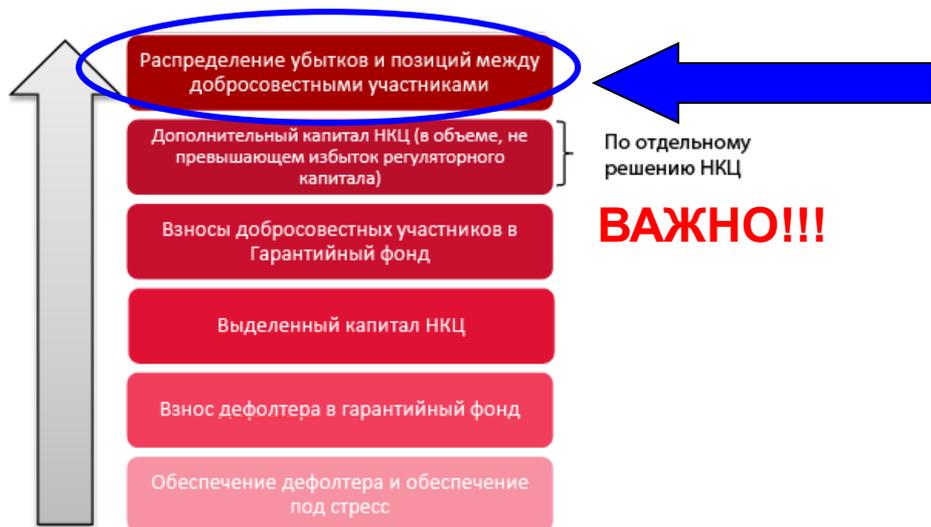
Схема учёта и хранения ценных бумаг



- ✓ Биржевые расчеты проходят через клиринговую организацию, которая проверяет бумаги/деньги на счетах участников сделки и проводит платежи и поставки. Это исключает ситуацию, когда участник сделки оплачивает, но не получает бумаги, и наоборот.
- ✓ Заработал механизм частичного обеспечения: для заключения сделки не надо переводить на биржу 100% денег или бумаг, достаточно части. Остальное заводят к дате расчетов.
- ✓ Режим ЦК упростил ситуацию с риском контрагента: формально второй стороной по сделке всегда ЦК. Риск неисполнения одной из сторон ложится на ЦК.
- ✓ Вопрос: что происходит, если одна из сторон не исполнила сделку, т.е. допустила дефолт, поскольку ей не хватило бумаг или денег?
- ✓ Ответ: поскольку на бирже проходят миллионы транзакций, которые совместно рассчитываются в периоды клиринга, то в случае дефолтной сделки пострададут участники, которые даже не знали о ней!
- ✓ Биржа контролирует остатки участников торгов по деньгам и бумагам, создает резервы для решения таких ситуаций. Каждый участник торгов делает взнос в гарантийный фонд биржи для урегулирования проблем при неисполнении обязательств, держит на торговых счетах необходимый объем денег и бумаг. Участники торгов в данном случае – брокеры, управляющие компании, банки и т.д., которые сами торгуют на бирже.

Порядок использования средств

В НКЦ установлена следующая система использования средств при дефолте одного или нескольких участников клиринга.



1. Обеспечение дефолтера, взнос дефолтера в гарантийный фонд. Уже возможно принудительное закрытие позиций
2. Выделенный капитал НКЦ.
3. Взносы других добросовестных участников в гарантийный фонд.
4. Дополнительный капитал НКЦ.
5. Распределение убытков между всеми добросовестными участниками, если денег не хватило.

НКЦ может инициировать процедуру распределения убытков после исчерпания всех средств Гарантийного фонда. При этом закрываются позиции добросовестных участников, имеющих противоположные позиции по данному инструменту, по цене, позволяющей ограничить убыток НКЦ размером выделенного капитала.

3,4 млрд. руб. и 3,5 млрд. руб. – выделенный и дополнительный выделенный капиталы НКЦ для фондового рынка. Объем торгов на фондовом рынке МосБирже в январе 2024 года: 2,9 трлн. руб. (в октябре 2023 года: 4,9 трлн. руб.)

Участники торгов могут стать «жертвами» уже на этапе 3: придется довносить средства в гарантийный фонд по итогам, поскольку его существенная часть может быть потрачена на урегулирование сделок дефолтера. В худшем случае участники торгов понесут убытки в финале алгоритма.

Управление рисками - процедура Мосбиржи

1	2	3	4	5	6
Выставление маржинального требования участнику	Довнесение средств обеспечения Участником или закрытие позиций	Принудительное закрытие позиций	Реализация средств обеспечения	Кросс-дефолт	Процедура распределения убытков
После проведения клиринга (10:00) Участнику выставляется маржинальное требование.	До 17:30 Участник должен погасить требование путем внесения дополнительного обеспечения, либо закрытия позиций. Участник не может наращивать позицию.	Если маржинальное требование не погашено, проводится процедура принудительного закрытия позиций. Процедура продолжается до момента погашения Задолженности. Участник не может самостоятельно выставлять заявки.	Если после принудительного закрытия позиций Задолженность не погашена, реализуется обеспечение Участника на биржевом рынке, на котором возникла Задолженность. Обеспечение реализуется в следующем порядке: 1) рубли; 2) Иностранная валюта; 3) Ценные бумаги	Проводится процедура кросс-дефолта, в том числе реализуется свободное обеспечение Участника на других биржевых рынках, принудительно закрываются позиции Участника на других биржевых рынках.	НКЦ может инициировать процедуру распределения убытков* после исчерпания всех средств Гарантийного фонда данного рынка.

Распределение убытков – по сути "размазывание" убытков и позиций: закрываются позиции добросовестных участников, имеющих противоположные позиции по данному инструменту, по цене, позволяющей ограничить убыток НКЦ размером выделенного капитала.

Сегрегация на валютном рынке



Сегрегация на фондовом рынке



Сегрегация на срочном рынке



Преимущества

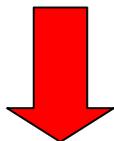
- отдельный учет активов и позиций клиента;
- отдельное маржирование позиций и заявок клиента;
- защищённый режим вывода денежных средств (только на банковские счета, указанные клиентом);
- возможность перевода позиций и активов к другому участнику клиринга;
- защита активов клиента в случае банкротства участника клиринга.

1. Многие инвесторы, открывая брокерский счет или ИИС, делали это в полной уверенности, что у них по умолчанию будет отдельный собственный счет, никак не зависящий от других клиентских счетов брокера.

2. Фактически вышестоящие депозитарии не в курсе, кто именно из физических лиц и какими акциями владеет, всё что они видят — это общий котел из ценных бумаг, которыми владеет брокер.

3. Если брокер несет потери, то свои потери он распределит на всех СВОИХ клиентов.

4. Имея обычный брокерский счет или ИИС, стоит помнить и про такой нерыночный риск.

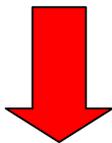


Распределение убытков – по сути "размазывание" убытков и позиций: закрываются позиции добросовестных участников, имеющих противоположные позиции по данному инструменту, по цене, позволяющей ограничить убыток НКЦ размером выделенного капитала.

1. Клиентам переживающим за гарантированность доступа с активам, возможно, этот счет не всегда может помочь.

2. Сегрегированный счет — это учет активов у брокера, при котором учет активов клиента ведется отдельно от внутреннего учета остальных активов и клиентов брокера, но активы на сегрегированном счете включаются в пул брокерской фирмы-участника торгов и поэтому считаются активами участника торгов (брокера у которого вы открыли счет)

3. Преимущество сегрегированного счета в том, что в процессе судебного арбитражного банкротства активы на этом сегрегированном счете будут выданы первыми и с их идентификацией легче всего разобраться специалистам НКЦ.



Распределение убытков – по сути "размазывание" убытков и позиций: закрываются позиции добросовестных участников, имеющих противоположные позиции по данному инструменту, по цене, позволяющей ограничить убыток НКЦ размером выделенного капитала.

Действия НКЦ, ОК, УК-реципиента для Перевода обязательств и Обеспечения



- (1) Обособленный клиент самостоятельно направляет в НКЦ Заявление на перевод обязательств и Обеспечения
- (2) НКЦ принимает Заявление на перевод и устанавливает Режим урегулирования по Расчетному коду Базового Участника клиринга, открытому для Обособленного клиента (устанавливает запрет на подачу заявок Базовым Участником клиринга и удаляет активные заявки)
- (3) НКЦ передает Участнику клиринга-реципиенту информацию о Расчетных кодах и ТКС Базового Участника клиринга, а также о размере обязательств и Обеспечения Базового Участника клиринга по Обособленному клиенту
- (4) Участник клиринга-реципиент предоставляет НКЦ Согласие на прием обязательств и обеспечения Базового Участника клиринга, а также заблаговременно открывает разделы депо, торговые банковские счета для обособленного учета соответствующего Обеспечения
- (5) НКЦ осуществляет перевод обязательств и обеспечения

Процедура перевода обязательств и обеспечения не может длиться дольше 2 дней (подробнее см. слайд 20)

Нет никакой информации о том, что владельцы сегрегированных счетов в данном случае защищены и на них не станут «размазывать» убытки других участников рынка!!!

Вопрос 1: Возможно ли, что крупная сделка на ТКС без маржинальных позиций, но в режиме торгов T+2 может привести к маржинколла по этому разделу?

Ответ: Да, означает! Биржа будет уменьшать позицию на ТКС, пока не восстановится уровень маржи.

Вопрос 2: Сколько времени занимает движение с торгового счёта на неторговый сколько оно стоит? защищает ли это меня от маржинкола (по идее защищает)

Ответ: Да, защищает. По времени: при наличии ЭДО - дело 1-2 часов. Стоимость услуги: ниже в таблице.

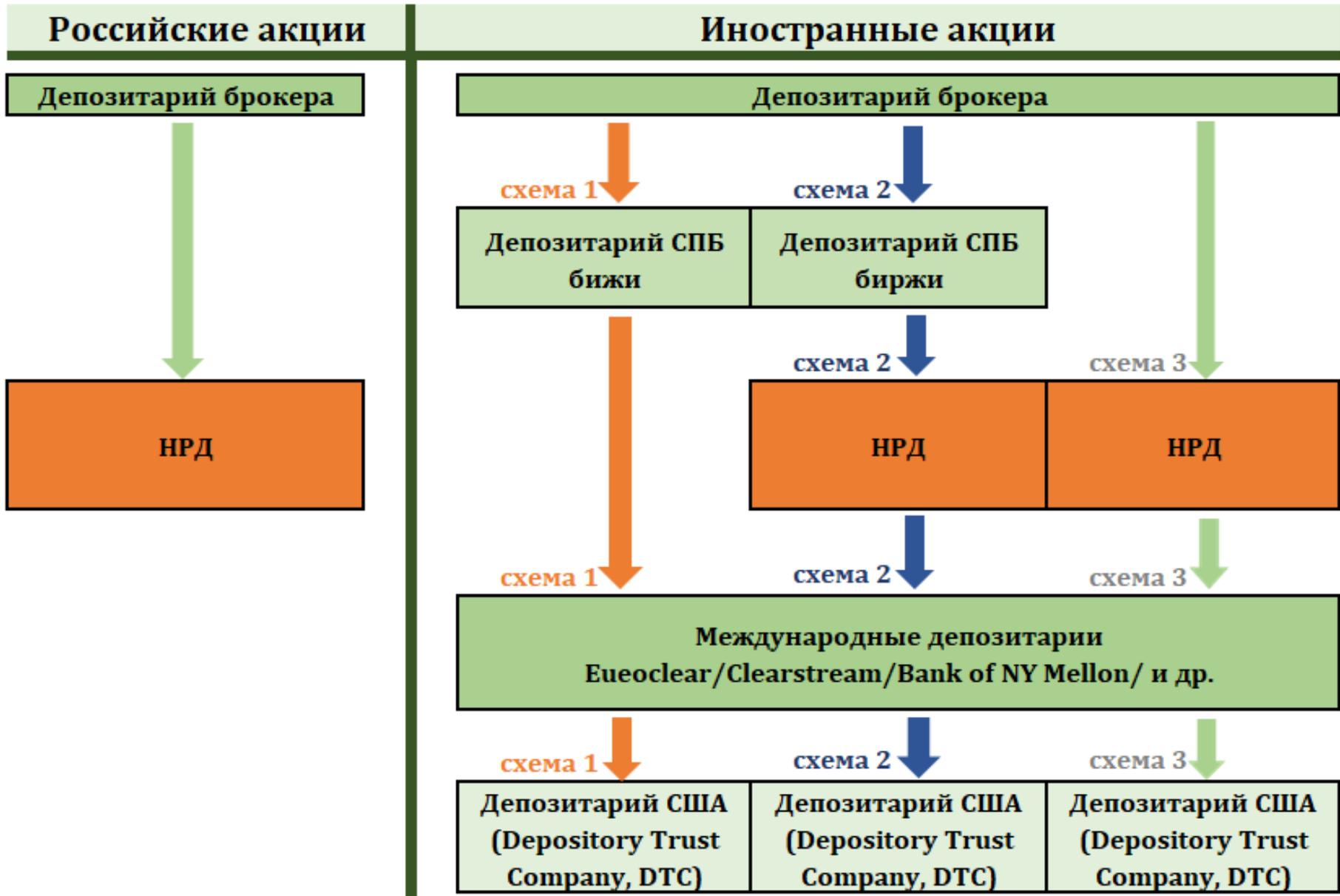
Вопрос 3: Если бумаги хранятся в иностранном депозитарии, может ли случиться маржинколл по брокеру?

Ответ: Да, может, поскольку всё равно внешнее хранение дублируется одновременно с хранением в НРД, если открывается торговый счёт на бирже. На бирже нельзя открыть торговый счёт без открытия счёта в НРД.

4		Переводы ценных бумаг		
4.1	Перевод ценных бумаг	Количество переводов в календарном месяце ⁷	Стоимость (руб.)	Плата взимается за каждую позицию ⁸ в Поручении. Для целей настоящего пункта Переводы ценных бумаг включают: <ul style="list-style-type: none"> • переводы ценных бумаг в рамках одного счёта депо; • переводы по результатам клиринга по итогам торгов и в ходе торгов (кроме клиринга, осуществляемого НКО АО НРД); • переводы ценных бумаг между счётами депо без контроля расчетов по денежным средствам; • переводы на основании постоянно действующего поручения; • прием на учет клиринговых сертификатов участия; • снятие с учета клиринговых сертификатов участия; • списание облигаций при погашении выпуска.
		до 500	80	
		от 501 до 1000	78	
		от 1001 до 2000	75	
		от 2001 до 4000	70	
более 4000	65			

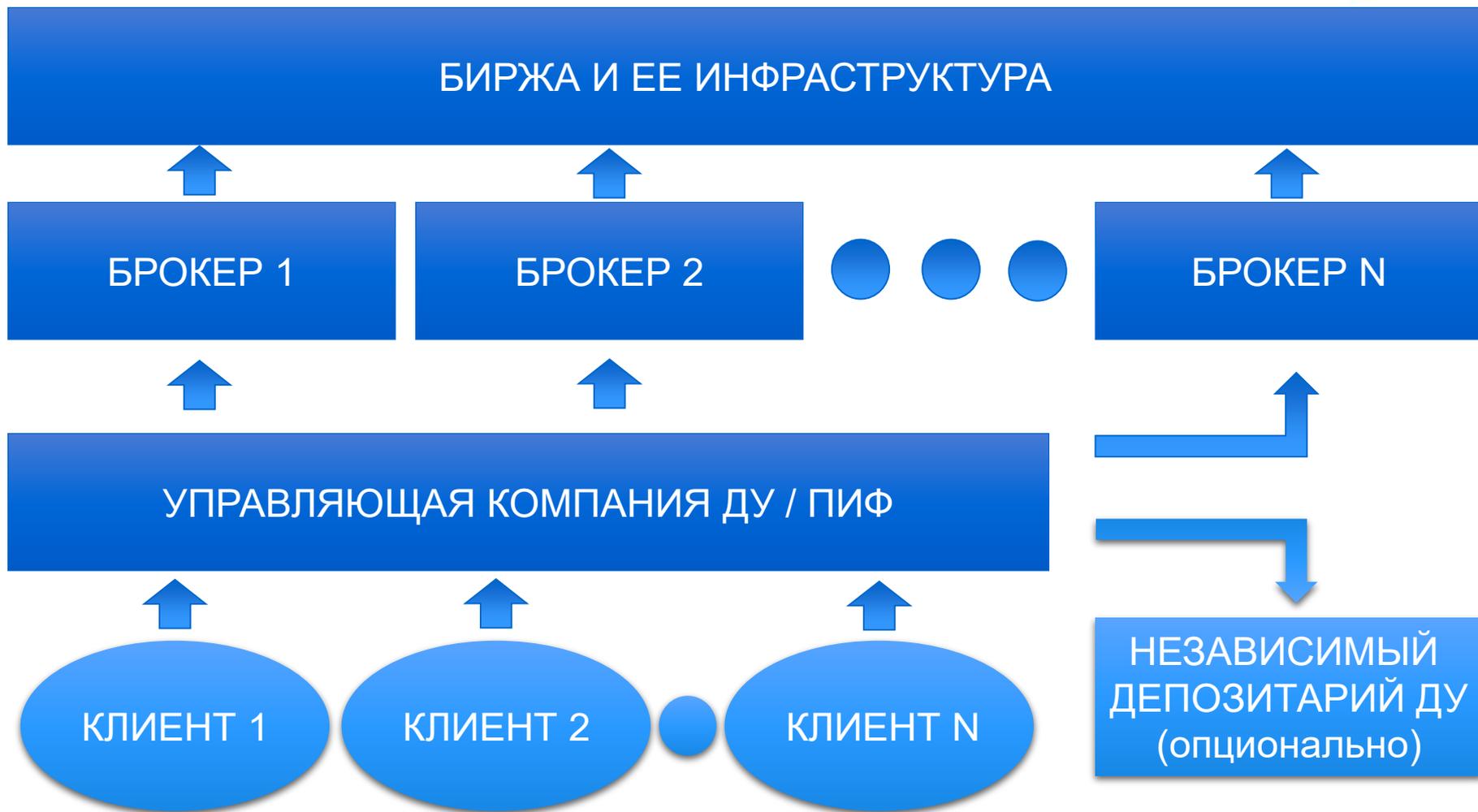
https://www.nsd.ru/upload/tariffs/tariffs_2021_11_29.pdf

Вывод: от рисков не избавиться полностью в ходе биржевых торгов и отдельные риски придётся принимать. Лучше это делать осознанно.





МЕСТО РАБОТЫ УК В ИНФРАСТРУКТУРЕ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА



В УК ФБ АВГУСТ У КАЖДОГО КЛИЕНТА **СЕГРЕГИРОВАННЫЙ СЧЁТ ДУ**



ОБЩЕЕ ДЛЯ ВСЕХ ПРОДУКТОВ, КЛИЕНТОВ И ПАРТНЕРОВ УК ФБ АВГУСТ

- **ЛИЦЕНЗИИ НА УПРАВЛЕНИЕ ФОНДАМИ И ДУ**
- **БЭК ОФИС**
- **ОГРАНИЧЕНИЕ ПО ВСЕМ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ДЕКЛАРАЦИЯМ (ТОЛЬКО ЛИКВИДНЫЕ АКТИВЫ - ЛИСТИНГ 1, ИМОЕХ, 580-П)**
- **ПОЛНАЯ НЕ АФФЕЛИРОВАННОСТЬ И ОТСУТСТВИЕ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ**
- **ЛИЧНЫЙ КАБИНЕТ**
- **УДАЛЕННАЯ ПОДПИСЬ ДОКУМЕНТОВ**
- **НАЛОГОВЫЙ АГЕНТ (ФИЗ ЛИЦА)**
- **МНОГОУРОВНЕВЫЙ РИСК - МЕНЕДЖМЕНТ**
- **ИНФОРМАЦИОННАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ**
- **ЗАЩИТА ОТ ВЗЫСКАНИЯ И АРЕСТА АКТИВОВ, НАХОДЯЩИХСЯ В ДУ**
- **ВОЗМОЖНОСТЬ РАБОТЫ СРАЗУ С НЕСКОЛЬКИМИ БРОКЕРАМИ**
- **РАЗДЕЛЕНИЕ ДЕПОЗИТАРНОГО И БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**
- **РЕШЕНИЕ ЮРИДИЧЕСКИХ ВОПРОСОВ С ИНФРАСТРУКТУРНЫМИ КОМПАНИЯМИ РЫНКА**



СОБСТВЕННЫЕ ПРОДУКТЫ ДУ

- ОДИН ИЗ САМЫХ НИЗКИХ ПОРОГОВ ВХОДА НА РЫНКЕ (ОТ 400 ТЫСЯЧ)
- **ПРОЗРАЧНЫЕ РЫНОЧНЫЕ СТАВКИ КОМИССИЙ С УЧЕТОМ ПРАВИЛА «HIGH WATER MARK»**

ТИП КОМИССИИ	ОТ	ДО
MF	0.6%	1.5%
SF	0%	25%

- **НЕТ СКРЫТЫХ КОМИССИЙ**
- **НЕТ ШТРАФНЫХ САНКЦИЙ**
- **СРОК ВЫВОДА ДЕНЕГ ДО 5 РАБОЧИХ ДНЕЙ**

ЛИНЕЙКА СТАНДАРТНЫХ СТРАТЕГИЙ ОТ САМОЙ НАДЕЖНОЙ И КОНСЕРВАТИВНОЙ ДО АГРЕССИВНОЙ

ВОЗМОЖНОСТЬ ЛЮБОГО КОМБИНИРОВАНИЯ



ПЛОЩАДКА ДЛЯ ФИНАНСОВЫХ СОВЕТНИКОВ И УПРАВЛЯЮЩИХ АКТИВАМИ

- СОЗДАНИЕ ВАШЕЙ СТРАТЕГИИ В РАМКАХ ОГРАНИЧЕНИЙ ОБЩЕЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕКЛАРАЦИИ УК
- **ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ОТДЕЛЬНОГО СЕРВЕРА И ТРАСТМЕНЕДЖЕРА ДЛЯ ВЕДЕНИЯ СТРАТЕГИИ И/ИЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТРЕЙДЕРОВ УК**
- **НЕТ ОГРАНИЧЕНИЙ НА СОБСТВЕННЫЙ PR (ПУБЛИКАЦИЯ ВАШИХ СТРАТЕГИЙ НА ВСЕХ МЕРОПРИЯТИЯХ, ПРОГРАММАХ, КОНФЕРЕНЦИЯХ, В КОТОРЫХ ПРИНИМАЕТ УЧАСТИЕ УК)**
- ВЗАИМОВЫГОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО
- НЕТ ФОРМАЛЬНЫХ МИНИМАЛЬНЫХ ПОРОГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ К НАЧАЛУ СОТРУДНИЧЕСТВА

**СПРАВЕДЛИВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДОВ ВПЛОТЬ
ДО 75% В ПОЛЬЗУ ПАРТНЕРА**

**ВОЗМОЖНОСТЬ КОЛОБОРАЦИИ С ФИНАНСОВЫМИ КОНСУЛЬТАНТАМИ НЕ
ВХОДЯЩИМИ В РЕЕСТР ЦБ**



ДУ - БРОКЕР, ДЛЯ ТЕХ МАКСИМАЛЬНОЙ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОСТИ И ЗАЩИТЫ

- ВЕДЕНИЕ СОБСТВЕННОГО ПОРТФЕЛЯ (В РАМКАХ ОГРАНИЧЕНИЯ ДЕКЛАРАЦИИ УК)
- **ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ОТДЕЛЬНОГО СЕРВЕРА И ТОРГОВОЙ ПЛАТФОРМЫ ДЛЯ ВЕДЕНИЯ ПОРТФЕЛЯ И/ИЛИ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТРЕЙДЕРОВ УК**
- **КОМИССИЯ - ТОЛЬКО MF! НЕ ПРЕВЫШАЕТ 1,5%!**
- МИНИМАЛЬНЫЙ ПОРОГ - 50 МЛН РУБЛЕЙ

В РАМКАХ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА:

- Ежедневный контроль за ВАШЕЙ инвестиционной декларацией
- Ежедневный контроль за остатками на счетах ДЕПО с подтверждающими документами

В РАМКАХ ЮРИДИЧЕСКОГО СОПРОВОЖДЕНИЯ:

- Возможность прописать и согласовать дополнительные положения в договоры с Брокерами и Депозитариями
- Существенное понижение рисков, связанных с административными и уголовными последствиями



ДЛЯ ЛЮБОГО ПРОДУКТА ИЛИ ВАРИАНТ СОТРУДНИЧЕСТВА

ПРОДУКТЫ И УСЛУГИ УК

ПЛОЩАДКА ДЛЯ ПАРТНЕРА

ДУ - БРОКЕР

ПИФ

- МАКСИМАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ НАДЕЖНОСТИ
- МАКСИМАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ КОНФЕДИЦИАЛЬНОСТИ
- МАКСИМАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ ЗАЩИТЫ АКТИВОВ
- НАЛОГОВОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО

ВСЕГО ОТ 100 МЛН

- Средства биржевого фонда могут быть инвестированы в рынок в определенный период времени **не в полном объеме**.
- Средства фонда могут быть инвестированы в бумаги определенной компании, которая относится к узкому сектору рынка.
- При изменении стоимости бумаг ETF на рынке, **средства фонда могут оставаться инвестированными в эти бумагах по усмотрению управляющего**.
- Средства ETF могут быть инвестированы в акции компаний малой и средней капитализации, **рыночная стоимость которых может претерпевать значительные ценовые колебания** по сравнению с акциями компаний крупной капитализации.
- Инвестор, который продает или ликвидирует портфель ETF по рыночной цене, может получить значительно меньше за продаваемые ETF, чем рыночная стоимость самих бумаг в портфеле ETF.
- **Рядовой инвестор не может произвести обмен ETF на активы**. Однако большие блоки ETF, так называемые «единицы выпуска ETF» могут быть обменены на акции или куплены непосредственно у самого фонда. Обычный размер такого блока равен 25000-50000 акций/облигаций.

Плюсы инвестирования в ETF	Минусы инвестирования в ETF
Высокая ликвидность: вы можете легко покупать и продавать биржевые фонды.	Отсутствие возможности настройки: инвесторы не могут самостоятельно подобрать набор акций, в которые хотят вложить деньги.
Диверсификация: готовые ETF формируются из нескольких ценных бумаг. Если котировки одной компании биржевого фонда просядут, инвестор сократит издержки за счет других акций.	Необходимость отслеживать курсы всех акций, которые входят в торгуемый биржевой фонд.
Налоговая эффективность: ETF структурированы таким образом, что минимизируют налоги на прирост капитала, что может сэкономить инвесторам много денег в долгосрочной перспективе.	Сложность проведения анализа котировок: DotBig трейдерам с недостатком опыта в работе с этим типом активов рекомендует воспользоваться помощью аналитиков.

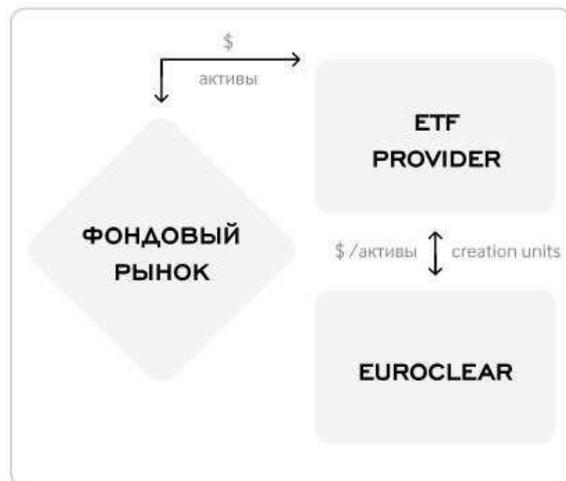
- **Высокая спекулятивность** - нетрадиционные ETF ежедневно ребалансируются, и, следовательно, более сильно подвержены влиянию волатильности на рынке.
- **Использование лeverеджа** - использование заемных средств или так называемого торгового плеча при осуществлении управления портфелем.
- **Возникновение ошибки слежения (следования)** - нетрадиционные ETF могут неточно следовать за индексом, следовательно их доходность может отличаться от доходности, показываемой индексом.
- **Значительные расхождения в ценах ETF на товарные фьючерсы и ценой «spot» на товарный актив** (может приводить к резким изменениям доходности вашего портфеля в худшую сторону).
- **Значительные ценовые колебания** - нетрадиционные ETF очень волатильны и не подходят всем инвесторам.
- **Ограниченный период владения активами** - позиции по нетрадиционным ETF необходимо постоянно отслеживать (инвестор должен понимать и использовать их спекулятивные преимущества и не рассматривать как долгосрочные вложения).
- **Малая ликвидность и узость целевой аудитории** (инвестору сложно быстро продать или найти покупателя на достаточно большой объем по определенной цене.)
- **Риск контрагента** - в рамках работы ETF могут заключаться соглашения о свопах с другими участниками рынка. **В случае если контрагент не выполняет свою часть соглашения, то происходит дефолт по своп контракту, что негативно сказывается на стоимости ETF.**

Специфика обращения биржевых фондов

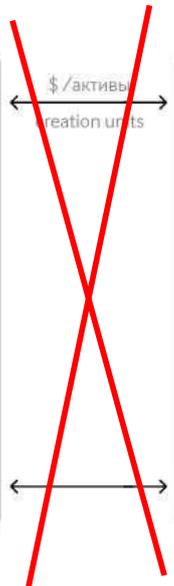
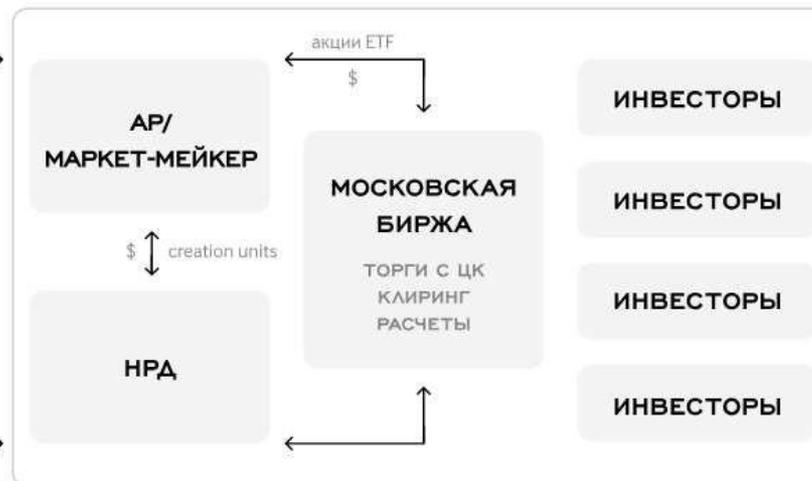
Вид продукта	Паевые фонды			Договор индивидуального доверительного управления (ИДУ)
	БПИФ	ОПИФ	ОПИФ, с листингом на бирже	
Форма	Коллективная			Индивидуальная
Способ	Сделки с паями (приобретение/продажа) только на бирже	Приобретение паев в УК либо через партнеров и агентов фонда	Сделки с паями (приобретение/продажа) на бирже и/или в УК либо через партнеров и агентов фонда	Приобретение (передача имущества) в УК

«Мосты сожжены»

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК



ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК



- **1 июня 2022 Finex объявила о закрытии фонда FXRB.**
- Фонд вмещал в себя еврооблигации крупных российских компаний (Газпром, РЖД, Сбербанк, ВТБ, Лукойл). **На 31.03.2022 в портфеле этого фонда было 35 еврооблигаций от 18 крупнейших российских компаний,** выпустивших не менее \$1 млрд. долговых обязательств с фиксированной процентной ставкой. **Общий объем фонда составлял на 31.03.2022 853 млн. рублей.**
- Долговые бумаги внутри фонда номинированы в долларах и евро, а акции фонда на Мосбирже торгуются в рублях, что создавало валютный риск. При росте курса рубля к доллару и евро, фонд мог терпеть убытки.
- **Чтобы избежать такого валютного риска, в фонде было рублевое хеджирование при помощи валютных свопов сроком на один месяц.**
- Если курс рубля рос, фонд возвращал разницу за счет хеджа. **Фонд должен был предоставить брокеру определенную стоимость активов на счете в качестве обеспечения своей способности исполнить сделки** (обычно в районе 10-12% суммы расчетов).
- **Реализовался следующий сценарий:**
 - Рубль стремительно девальвировался – курс рубля опускался до отметки 150 рублей за доллар;
 - Потребность в обеспечении сделки по хеджукратно выросла;
 - Одновременна падала стоимость еврооблигаций российских компаний: иностранные инвесторы в еврооблигации стремились поскорее их продать.
 - Стоимость активовкратно упала, а требование по внесению обеспечения выросло.
 - Контрагенты фонда приняли решение прекратить операции валютного свопа в паре рубль-доллар и потребовали немедленно рассчитаться по контрактам.
 - Фонд получил маржин-колл – требование немедленно внести на счет дополнительные средства.
 - Чтобы не принимать на себя убытки, брокер по заранее описанной процедуре продал все активы фонда (облигации) по той цене, которая была, и закрыл хедж.
 - В результате внутри фонда не осталось ценных активов – а значит, он не может больше существовать.
- Акционеры могли предотвратить обнуление фонда за счет докапитализации. Если бы Finex привлек свой собственный капитал и закрыл долг по хеджу, то не было бы повода распродавать активы, **НО У FINEX И ЕЙ ПОДОБНЫХ КОМПАНИЙ НЕТ ЗАПАСОВ ЗНАЧИТЕЛЬНЫХ ДЕНЕЖНЫХ РЕЗЕРВОВ.**

Вопрос: это помогло инвесторам в фонд FXRB? Ответ: нет, не помогло!

Вывод: от рисков не избавиться полностью в ходе биржевых торгов и отдельные риски придётся принимать. Лучше это делать осознанно.



Контакты

Абелев Олег Александрович,
К.э.н., аналитический отдел

Адрес

121099, г. Москва, Проточный переулок, д.6

Телефон

+7 (499)241-53-07 доб 259

E-mail

abelev@ricom.ru

