

ГЛАВА 1: ПОНЯТИЕ МАРЖИНАЛЬНОЙ ТОРГОВЛИ И ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МАРЖИНАЛЬНОЙ ТОРГОВЛИ В ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАНАХ

1.1. Сущность и характерные элементы маржинальной торговли.

Одним из распространенных способов повышения эффективности операций и стимулирования активности на рынке ценных бумаг является маржинальная торговля, то есть операции на рынке ценных бумаг, при которых клиентом используются средства, заимствованные у брокера. Этот механизм совершения операций еще можно определить как кредит на покупку ценных бумаг под залог этих же бумаг. На развитых рынках брокеры используют его для увеличения оборотных средств. С этого года маржинальная торговля начала бурно развиваться и на основных площадках российского фондового рынка и сейчас. По разным оценкам, спрос на такие услуги вырос, чуть ли не на порядок, и сейчас ими пользуются около половины физических лиц и около 20% инвестиционных компаний.¹ “Прошлой осенью о маржинальной торговле спрашивал лишь каждый десятый клиент, сейчас ею интересуется две трети клиентов”, - из интервью с сейлз-менеджером инвестиционной компании “Атон”.

Однако, в отличие от зарубежных фондовых рынков, где маржинальная торговля строго регулируется законодательством, в законодательстве Российской Федерации нормы, регулирующие маржинальную торговлю, отсутствуют. На сегодняшний день уже существует разработанный Федеральной Комиссией по ценным бумагам проект нормативного документа – Правила осуществления брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, который будет регламентировать маржинальную торговлю и риски, связанные с этим видом

¹Рынки и акции <http://www.km.ru/magazin/view.asp?id=7D5E1CB670014AD9AA948209921685BB&idrubr=4EB67B45A0B411D3971A000000000000>

операций, а также определит терминологию. Еще одним шагом на пути к минимизации рисков при маржинальной деятельности стал разработанный Национальной Фондовой Ассоциацией документ – Методические рекомендации по управлению рисками кредитных организаций на рынке ценных бумаг.

Для того чтобы определить, какие риски связаны с маржинальной торговлей, необходимо сначала понять, что же такое маржинальная торговля.

С юридической точки зрения маржинальные операции в пределах одного торгового дня рассматриваются как обычные брокерские операции по поручению клиента, осуществляемые брокером на свои средства с последующим, в конце торговой сессии, возмещением этих активов клиентом (п.1001 ГК РФ).

В соответствии с Правилами, маржинальной сделкой признается сделка купли-продажи ценных бумаг в интересах клиента, расчет по которой (передача ценных бумаг или уплата денежных средств) производится брокером частично с использованием принадлежащих ему денежных средств или ценных бумаг. При этом брокер предоставляет клиенту отсрочку для возмещения использованных в расчетах по маржинальной сделке и принадлежащих брокеру денежных средств или ценных бумаг. Маржинальные сделки совершаются брокером только через организаторов торговли и на основании поручений клиента на совершение маржинальных сделок

Установление доли собственных средств, вложенных инвестором, т.е. определение суммы денег, которую инвестор не может заимствовать, является характерным элементом маржинальной торговли. В то же время, брокер имеет право распоряжаться денежными средствами клиента с целью приобретения ценных бумаг в размере, достаточном для проведения расчетов по возникшим вследствие совершения маржинальных сделок обязательствам клиента перед брокером по поставке ценных

бумаг.² Например, если инвестор использует маржу или норму в 25%, это означает, что он финансирует 25% своих инвестиций за счет собственных средств, а 75% за счет заемных. Смысл маржинальной торговли заключается в том, что, поскольку базой сделки служит собственный капитал инвестора, то для увеличения прибыли можно использовать кредит в качестве финансового рычага.

Маржинальная торговля включает в себя две основные операции:

- Покупка с использованием маржи. Покупка ценных бумаг на маржинальный счет, когда определенная часть оплачивается денежными средствами клиента, а недостающая сумма занимается у брокерской компании.
- Продажа “без покрытия” или “короткая” продажа. Клиент занимает ценные бумаги у брокерской компании и продает их со своего маржинального счета, затем погашает заем такими же ценными бумагами, приобретенными при последующей сделке.

Денежные средства и ценные бумаги обычно предоставляются под определенную ставку, устанавливаемую компанией.

Показателем состояния маржинального счета является величина фактической или текущей маржи, равная отношению собственных средств клиента к величине портфеля клиента, который принято рассчитывать по формуле:

Портфель - Обязательства

$$M = \frac{\text{Портфель}}{\text{Портфель - Обязательства}} \times 100 \%$$

Портфель

где: **Портфель** – оценочная стоимость текущего портфеля ценных бумаг Клиента в Торговой системе (с учетом его денежной позиции);

² Проект Правил осуществления брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг

Обязательства – оценочная стоимость текущих обязательств клиента перед брокером по сделкам в Торговой системе и прочих обязательств, сопутствующих таким сделкам.

Правилами будет утверждена немного другая формула:

$$M = \frac{ДСК + СЦБ - ЗК}{ДСК + СЦБ} \times 100 \%, \quad \text{где:}$$

ДСК – денежные средства клиента, находящиеся в распоряжении брокера;

СЦБ – текущая рыночная стоимость ценных бумаг клиента, соответствующих перечню ценных бумаг, установленному ФКЦБ России, с которыми могут совершаться маржинальные сделки;

ЗК – задолженность клиента перед брокером

Для того чтобы при резких колебаниях курса ценных бумаг стоимость обеспечения не оказалась ниже размера заимствованных средств, введены нормативные уровни маржи: уровень начальной маржи и критическая маржа.³

Начальная маржа определяется стандартным кредитным плечом, предоставляемым клиенту брокером в момент открытия “длинной” или “короткой” позиции.

Критический уровень маржи - минимально допустимый уровень текущей маржи.

Достижение клиентом уровня критической маржи ведет к частичному или полному закрытию его позиций. В соответствии с Правилами, в случае если

³ М.Шешеловский, А.Захаров Практика реализации системы управления рисками при маржинальных операциях на рынке ценных бумаг через систему Remote Trader/ Рынок ценных бумаг №2 2001 год

рассчитанный брокером уровень маржи ниже минимально допустимого уровня маржи, равного 30%, брокер обязан продать находящиеся в его распоряжении на основании договора с клиентом и принадлежащие клиенту ценные бумаги с целью погашения за счет полученных денежных средств задолженности клиента перед брокером или купить ценные бумаги за счет денежных средств клиента с целью погашения задолженности клиента перед брокером по поставке ценных бумаг.

Если величина текущей маржи находится в интервале между величинами начальной маржи и критической маржи, то счет считается счетом с ограниченной маржей, и клиент не может совершать операции, уменьшающие уровень текущей маржи.

Брокер имеет право устанавливать нормальный и минимально допустимый уровни маржи, которые не могут быть ниже уровней, установленных ФКЦБ. На сегодняшний день предполагается, что уровень начальной маржи составит 60%, а уровень маржи каждого клиента на момент закрытия торговой сессии должен быть не ниже 40%.

Кредитными активами выступают денежные средства (при покупке) и ценные бумаги (при продаже). Причем перечень ценных бумаг, принимаемых в залог, ограничен. Важно отметить, что бумаги клиента, находящиеся в залоге, не блокируются, и клиент может совершать операции с любыми имеющимися у него активами. В пределах одного торгового дня услуга маржинального кредитования для клиентов бесплатна.

Клиенты имеют возможность переносить свою маржинальную позицию на следующий день. Данная услуга обеспечивается отдельными операциями по переносу отрицательной позиции клиента на следующую торговую сессию, которые оформляются специальными сделками РЕПО, состоящими из двух частей: две встречные сделки купли-продажи с одинаковой ценой, проводимые банком в качестве

брокера по поручению клиента на внебиржевом рынке с третьей компанией. Специальные сделки РЕПО носят технический характер и позволяют в конце торговой сессии закрыть отрицательные позиции клиентов, а в начале следующей торговой сессии открыть их снова.

Брокер взимает определенный процент от сделки РЕПО, оговоренный договором, следовательно, эти сделки составляют доходную часть бюджета, но в то же время они являются наиболее рискованными, так, как не известно, на каком уровне откроется рынок. Возможно, потери инвестора будут больше, чем предоставленное брокеру обеспечение, и тогда возможны два варианта: либо инвестор предоставит дополнительное обеспечение, и тогда брокер не несет никаких потерь, либо инвестор откажется от обеспечения, и тогда брокер понесет убыток.

Большинство инвесторов используют маржинальные операции для инвестирования на короткий период времени. Именно поэтому, доходность этих операций измеряется в расчете на этот срок, а норма прибыли рассчитывается только на ту часть средств, которая вложена самим инвестором. Норма доходности рассчитывается с учетом дивидендов по этим бумагам и брокерских комиссий:

$$\text{доходность инвестиций} = \frac{\begin{array}{l} \text{совокупный} \\ \text{текущий доход} \\ \text{по ценным бумагам} \end{array} - \begin{array}{l} \text{совокупные \%}, \\ \text{выплаченные по} \\ \text{брок.ссуде} \end{array} + \begin{array}{l} \text{ожидаемая} \\ \text{рыночная} \\ \text{стоимость} \end{array} - \begin{array}{l} \text{рыночная} \\ \text{стоим.покупки} \\ \text{ценных бумаг} \end{array}}{\text{собственный инвестированный капитал}}$$

Пример:

Инвестор хочет купить лот акций РАО «ЕЭС Россия» (250000) на ММВБ, в надежде на то, что курс вырастет с 3,25 рублей за акцию с 10 мая 2001 года до 4 рублей через 30 календарных дней (22 рабочих) при марже = 25%. Таким образом, инвестор вложит 203000 рублей собственных средств, и 609000 возьмет в кредит. Заплатит брокерскую комиссию в расчете 0,1% в день за 22 рабочих дня в сумме 13400 рублей.

При расчете нормы доходности по данной формуле можно принять сумму по дивидендам равной нулю.

$$\text{Норма доходности} = (-13400 + 1000000 - 812500) / 203125 * 100\% = 85\%$$

Если бы инвестор использовал только собственные средства, то при тех же условиях его норма дохода была бы 23%.

Увеличение нормы доходности – это один из вариантов использования маржинальных операций, второй – это "построение пирамиды". Целью второго варианта является увеличение портфеля ценных бумаг путем приобретения на полученную от роста курса акций прибыль новых акций. Это позволяет проводить маржинальные сделки с уровнем собственного капитала ниже обязательного первоначального взноса. С помощью этого приема иногда удается покупать ценные бумаги, совсем не расходуя наличных средств, так как все дополнительные покупки можно финансировать за счет брокерских ссуд. На счете создается "бумажная" прибыль, которая в свою очередь образует чрезмерную маржу.

Рассмотрев сущность и характерные элементы маржинальной торговли, можно сделать вывод, что маржинальная торговля является одним из наиболее рискованных механизмов совершения операций на рынке ценных бумаг и нуждается в жестком регулировании для уменьшения уровня присущих ей рисков.

1.2. Международный опыт маржинальной торговли

Кредитование ценными бумагами широко используется американскими инвестиционными компаниями для обеспечения ликвидности на мировых рынках как неотъемлемая часть схем по закрытию коротких позиций. Совокупный объем кредитов в ценных бумагах оценивается экспертами в сумме более чем 500 млрд. долл. При росте объемов предложения ставка по таким кредитам на американском фондовом рынке составляет 0,12-0,15% годовых. Тем не менее, учитывая, что в настоящий момент основными поставщиками ценных бумаг выступают банки-кастодианы, стандартный уровень доходности операций которых составляет около 0,05%, стоимость кредитов будет и далее снижаться.⁴

Динамичное развитие рынок кредитов в ценных бумагах получил вследствие того, что частным пенсионным фондам в США было дано разрешение предоставлять ценные бумаги, составляющие их активы, в кредит.

Однако начиналось все не очень хорошо. В 1929г. произошел крах крупнейшей фондовой биржи США в результате огромного количества заемных средств на рынке ценных бумаг и массовых “коротких” продаж на “падающем” рынке. Крах биржи положил начало глубокому и затяжному кризису, известному как Великая Депрессия. Возможно, что именно этот кризис побудил США выработать и принять законы, регулирующие рынок ценных бумаг и маржинальную торговлю в том числе. До этого кризиса было множество злоупотреблений и ошибок при использовании сделок "продаж без покрытия". В 1997 году на Нью-йоркской фондовой бирже по схеме продаж "без покрытия" было продано почти 4 млрд. акций, или около 8,3% всего оборота биржи.⁵ После кризиса 1929 года этот вид сделок жестко регламентируется Комиссией по ценным бумагам и биржам, и они принимаются к исполнению только

⁴ Д.Соловьев Кредитование ценными бумагами. Истоки. Проблемы. Перспективы/ Рынок ценных бумаг, №17, 2000г. стр.34

⁵ Лоренс Дж.Гитман Майкл Д.Джонк Основы инвестирования/ М.: Издательство "Дело" 1997г. стр.82

тогда, когда курс данной ценной бумаги идет вверх, либо остается неизменным после того, как последняя сделка была совершена по возросшему курсу.

Еще до 1934 года в США не существовало общенациональных ограничений на размер кредита при покупке ценных бумаг, хотя еще в 1933 году NYSE установила для своих членов правило первоначальной маржи в сумме 50% от стоимости покупки. До этого времени клиент мог финансировать любую часть стоимости покупки клиента. В 1928-29гг. Ситуация, когда даже мелкие инвесторы контролировали значительные позиции, располагая гарантийными депозитами в размере 10-20% от рыночной стоимости купленных бумаг, была вполне обычной. Цены, превышающие 200\$ за акцию, не вызывали удивления, а ежедневные изменения курсов на 5-10\$ были именно тем, что делало маржинальную торговлю столь привлекательной.

Когда произошел биржевой кризис 1929 года, падение курсов ценных бумаг очень быстро обесценило обеспечение займов, которые банки выдавали брокерам для финансирования операций клиентов. Как следствие этого брокеры, в целях защиты, стали сбрасывать принадлежащие клиентам ценные бумаги. Такие вынужденные продажи обладают цепной реакцией, так как каждая продажа способствует дальнейшему падению цен и порождает очередную продажу. Закон о торговле ценными бумагами 1934 г. делегировал право регулирования размеров кредита при покупке ценных бумаг Совету управляющих ФРС. Было введено несколько правил, положения которых время от времени подвергаются изменению. Для инвестора наибольшее значение имеет Правило Т, так как оно устанавливает максимальный размер кредита, который брокер-дилер может предоставить клиенту на покупку ценных бумаг. В соответствии с Правилom Т разрешается покупать "на марже" любые котируемые ценные бумаги. В 1985г. это разрешение было распространено на обращающиеся на внебиржевом рынке ценные бумаги, включенные в систему NASDAQ.

Нью-йоркская фондовая биржа с давних пор требует от владельцев маржинальных счетов доказать наличие определенного минимального уровня их финансовых возможностей, прежде чем им будет разрешено совершать сделки "на марже". В течение ряда лет этот уровень составлял 2000 дол., депонированных на счете в виде наличных денег или полностью оплаченных ценных бумаг. До тех пор пока клиент не достигнет этого уровня, ему не разрешается пользоваться кредитом и совершать "короткие" продажи. Это требование направлено против проведения спекулятивных операций теми клиентами, которые не в состоянии правильно оценить и в случае необходимости принять на себя ответственность за присущие таким операциям риски.

Наиболее активное развитие технологии оценки и управления рисками пришлось на последние годы. Использование новых финансовых инструментов вместе с резким увеличением волатильности на финансовых рынках (10 крупнейших кризисов в течение последних 13 лет) оказали весьма существенное влияние на развитие технологии управления рисками. Все это заставило регулирующие органы начать разработку новых стандартов, ужесточающих требования к финансовым институтам в связи с возросшим уровнем финансового риска.

На сегодняшний день наиболее полно отражает текущие тенденции управления рисками методики, предоставленные международной ассоциацией Capital Market Risk Advisor. Её стандарты признаны сейчас лучшими и наиболее полными.⁶

В соответствии с этой системой, управление рисками в финансовой организации должно охватывать три составляющих: количественную (аналитическую), организационную и контрольную.

Организационная составляющая системы управления рисками включает в себя:

⁶ Е. Фомина Управление рисками: тенденции и практика/ Рынок ценных бумаг №18(177), 2000г., стр.65

- ✓ Назначение менеджеров, ответственных за разработку, внедрение и выполнение системы управления рисками. Разработку письменных инструкций и положений, регламентирующих управление рисками на разных уровнях бизнеса. Создание независимой системы контроля за выполнением действующих нормативов и утвержденных процедур.
- ✓ Определение основных целей и предпочтений, отвечающих приоритетам фирмы, в терминах риск/доход. Определение основных понятий и технических терминов. Утверждение методических и контрольных нормативов.
- ✓ Выявление ключевых рисков. Разработку системы процедур, которые должны использоваться в случае приближения риска к критическим показателям. Последовательное внедрение системы ограничений и лимитов на различных уровнях детализации. Установление ограничений к уровню совокупного риска для агрегированного портфеля и портфелей управляющих менеджеров. Разработку и последовательное применение стоп-лоссов и стоп-профитов.
- ✓ Налаживание системы отчета и контроля. Анализ эффективности и рискованности размещения ресурсов.

Аналитическая составляющая:

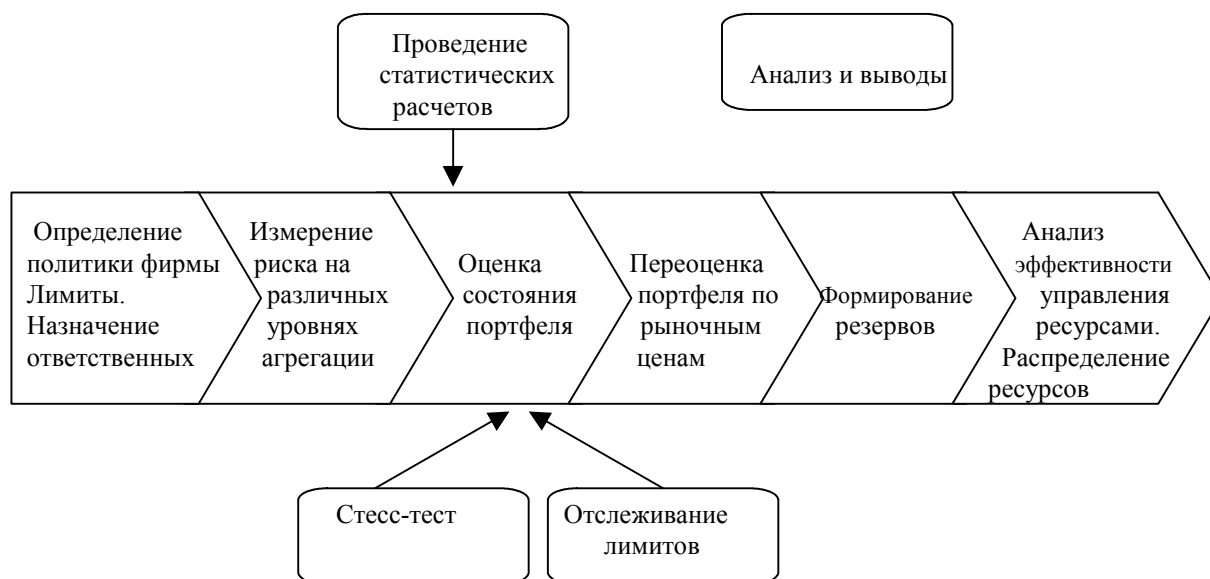
- ✓ Постоянную оценку текущих портфельных рисков, регулярный пересмотр моделей управления портфелем и системы утвержденных лимитов, создание “сигнальной системы” об опасном приближении к критическим показателям.
- ✓ Регулярную переоценку стоимости портфеля по единой стандартной технологии. Определение и формализацию источников ценовой информации (котировок и т.д.). Создание методик оценки неликвидных инструментов (проблема спреда, отсутствие котировок).

- ✓ Количественную оценку действующих рисков (VAR) и анализ основных источников риска и дохода.
- ✓ Использование методик анализа эффективности управления инвестициями с учетом принимаемого риска для совокупного портфеля фирмы и для индивидуальных портфелей
- ✓ Проведение “стрессового тестирования” действующих моделей, агрегированного портфеля и индивидуальных портфелей. Оценку потенциального обесценения портфелей в различных критических ситуациях (резкое падение фондовых индексов, девальвации валют). “Стрессы” включают изменение критических показателей риска, возможного изменения структуры корреляций и нетипичные резкие движения рынка.
- ✓ Тестирование применяемых на практике моделей.
- ✓ Оценка зависимости от применяемых моделей, регулярный мониторинг и пересмотр ключевых параметров и допусков модельного аппарата.

Контрольная составляющая:

- ✓ Постоянный и независимый мониторинг и контроль управления рисками. Отслеживание выполнения нормативов ограничения рисков управляющими портфелями. Разработку системы санкций за невыполнение утвержденных нормативов управления рисками.
- ✓ Постоянный контроль соответствия действий инвестиционных менеджеров ранее формализованным стратегиям. Разработку системы компенсации, учитывающей особенности стратегии каждого инвестиционного менеджера.
- ✓ Независимый анализ применяемых методологий.
- ✓ Разработку регламента внедрения новых инструментов, продуктов и стратегий в процесс управления рисками.

Схематично система организации управления рисками в финансовой организации представлена на рисунке:



В количественной составляющей можно выделить метод VAR и стресс-тестирование. Метод VAR базируется на статистических закономерностях, типичных для “нормального” развития рынка, в то время как, стресс-тестирование позволяет оценить величину потерь в экстремальных ситуациях, в случае нарушения базовых статистических закономерностей.

Можно привести наглядный пример необходимости сочетания этих двух методов в системе управления рисками. В моделях хеджевого фонда Long-Term Capital Management, портфель которого был широко захеджирован, использовались статистические оценки некоторых рыночных показателей. В 1998 году корреляция между доходностью государственных и корпоративных долговых обязательств США снизилась с 0,9 (в марте) до 0,7 (в сентябре), а далее упала до 0,1. Однако математические модели хеджевого фонда опирались лишь на историю четырех предыдущих лет, когда коэффициент корреляции не опускался ниже 0,85.⁷

⁷ Е.Фомина Управление рисками: современные тенденции и практика/ Рынок ценных бумаг №18, 2000, стр.66

Развитие и усложнение финансовых рынков, появление комплексных инструментов, глобализация мирового капитала заставляют финансовые институты использовать новые улучшенные технологии управления рисками в стратегиях размещения ресурсов.

Для регулирования активности фондового рынка Федеральная резервная система США, которая управляет американской банковской системой, устанавливает, какая доля (маржа) стоимости ценных бумаг должна оплачиваться за счет собственных средств инвестора.

Большинство ценных бумаг в США можно купить в кредит, но, в основном, маржа используется для покупки обыкновенных и привилегированных акций, большинства облигаций, варрантов, товарных и финансовых фьючерсов и ценных бумаг взаимных фондов. Для каждого вида бумаг предусмотрен минимальный уровень маржи (акции, котирующиеся на бирже и прошедшие листинг, - 50%, для корпоративных облигаций - 30%, для госбумаг США - 8%).⁸

Для проведения маржинальных операций инвестору необходимо открыть “счет покупок в кредит” в офисе брокера. Для регулирования рисков установлены минимальный уровень маржи и поддерживаемый взнос (минимально поддерживаемая сумма на счете инвестора), применяемый для защиты кредитора. В настоящее время этот взнос установлен на уровне 25%, и почти не изменяется, хотя некоторые брокерские компании часто завышают его в целях дополнительной защиты. Как только уровень собственного капитала инвестора падает ниже поддерживаемого вноса, счет получает статус необеспеченного, и все операции по этому счету приостанавливаются. Инвестору дается 72 часа для пополнения средств на счете или продажи части купленных в кредит бумаг.

⁸ Д.Иоффе Проблемы и перспективы развития маржинальной торговли/ Рынок ценных бумаг №19, 2001г., стр.24

Обобщенно нынешнюю ситуацию можно охарактеризовать так:

- ✓ большинство финансовых институтов применяет самые простые методы количественной оценки рисков, несмотря на многообразие теоретических инструментов.
- ✓ финансовые институты следуют политике увеличения информационной открытости, перекладывая часть риска на клиента. Для этого разъясняются инвестиционные стратегии, публикуется более детальная отчетность, характеризующая политику в области риска и дохода.
- ✓ при оценке эффективности работы управляющих ресурсами стал оцениваться риск стиля управления.

Кризис 1998 года оказал значительное влияние на технологию управления рисками и на методы, получившие наибольшее распространение в настоящее время.

Наиболее значительные изменения:

- ✓ *Управление кредитным и рыночным риском стало более взаимосвязанным.*
- ✓ *Возросла значимость управления риском ликвидности, больше уделяется внимание корректности методов переоценки активов. Основными методами оценки риска ликвидности являются сокращение объема торгов и чувствительность к изменению спреда котировок на покупку и продажу ценных бумаг.*
- ✓ *Значительно увеличился набор базовых сценариев, используемых в стресс-тестировании (изменение базовых предположений моделей VAR, эффект сдвига кривой волатильности, эффект искривления кривой волатильности, изменение корреляционных матриц).*
- ✓ *Изменилась клиентская политика фондов в вопросах управления рисками. Главный акцент теперь делается на описание особенностей используемой стратегии на перечень допустимых инструментов, политику хеджирования и оценку допустимого уровня риска.*