

Д.Р. Нысанбаев,
соискатель Казахского экономического университета им. Т. Рыскулова

РИСКИ ДЕПОЗИТАРНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УПРАВЛЕНИЕ ИМИ

Минимизация рисков, связанных с обеспечением сохранности ценных бумаг, переданных клиентом в депозитарий для учета и хранения, является основной задачей, которую решает любой депозитарий, работающий в конкурентной среде и совершающий переход от экстенсивного развития к интенсивному. Для такого депозитария снижение рискованности операций для клиентов – единственный способ обеспечить привлекательность своих услуг, не прибегая к ценовому демпингу.

Необходимо отметить, что при продвижении банком или финансовой компанией депозитарных услуг как отдельного «изолированного» продукта вероятность потери ценных бумаг или несоблюдения прав инвестора, закрепляемых данными бумагами, при нормальной организации операционной деятельности и учетной системы является достаточно малой величиной и начинает существенно влиять на финансовые показатели организации только при аккумулировании депозитарием очень крупных пакетов ценных бумаг. Однако указанные риски существенно возрастают при оказании депозитарием так называемых «комплексных» услуг, связанных с проведением операций кредитования или купли-продажи ценных бумаг, которые, как правило, осуществляются соответствующими подразделениями, не входящими в состав депозитария. Можно говорить о том, что предоставление комплексных услуг повышает рискованность услуг депозитария до уровня, сопоставимого с рискованностью собственно брокерских или кредитных операций, и требует соответствующего внимания к построению систем управления рисками.

Основной риск, возникающий у клиента при взаимодействии с депозитарием, можно определить как вероятность полной или частичной утраты прав клиента на ценные бумаги или невозможность реализации прав клиента, закрепленных этими ценными бумагами. При этом депозитарий, даже если и не отвечает полностью за данный риск (например, при использовании по поручению клиента регистраторов или других депозитариев в качестве агентов), обязан обеспечить его минимизацию. Назовем данный риск базовым депозитарным риском. При этом привлекательность (конкурентоспособность) услуг депозитария может быть выражена следующим соотношением:

$$A = 1/(p \cdot R), \quad (1)$$

где p – стоимость депозитарных услуг, а R – базовый риск, связанный с использованием данного депозитария¹.

Естественно, что чем выше стоимость и риски, тем ниже привлекательность депозитария. Привлекательность может быть повышена снижением стоимости услуг, но при этом в долгосрочном плане снижается доходность депозитарных операций, что может привести к недостаточному финансированию дальнейшего развития данного продукта, а это в некоторых случаях ведет к повышению риска для клиента. С другой

¹ См.: Томлянович С.А. Управление рисками: предсказуемые трудности, неожиданные возможности. – 2003. С. 20 // Официальный сайт депозитария Росбанка – <http://www.custody.ru>

стороны, снижение рисков позволяет депозитарию выглядеть предпочтительнее для клиентов даже без снижения стоимости услуг.

Необходимо отметить, что для принятия решения о выборе финансового посредника (в частности, депозитария) клиент, как правило, использует не абсолютный показатель привлекательности того или иного посредника, а относительный, показывающий изменение привлекательности (как по рискам, так и по стоимости) при использовании данного посредника по сравнению с другими посредниками того же класса, а также по сравнению с вариантом полного отказа от услуг посредника (известная всем ситуация, когда «проще сделать самому»). Выражаясь языком формул, если для любого i от 0 до n справедливо соотношение:

$$A_d / A_i > 1, \quad (2)$$

где A_d – привлекательность услуг исследуемого депозитария, A_i – привлекательность всех исследуемых (приемлемых для клиента) депозитариев (включая A_0 – привлекательность отказа от услуг депозитария), то выбор данного депозитария является экономически целесообразным¹.

Кроме того, необходимо учитывать, что при принятии решения каждый клиент руководствуется еще и индивидуальной склонностью к риску. В терминах классической экономики данный показатель можно описать как эластичность изменения привлекательности депозитария по риску, а на повседневном уровне она проявляется в том, сколько клиент готов (или не готов) платить дополнительно «за надежность». При исследовании индивидуальных предпочтений клиента склонность к риску в виде коэффициента должна быть помещена в числитель вышеприведенной формулы (1).

Анализ ценовой составляющей введенной категории «привлекательность», как правило, не представляет собой серьезной проблемы и в настоящей работе не рассмотрен. Исследование механизмов и факторов формирования рискованных предпочтений индивидуальных клиентов является предметом отдельного исследования, лишь отчасти могущего быть отнесенным к экономике (точнее – к эконометрике). Поэтому в данной работе мы ограничимся рассмотрением показателя «объективного» риска депозитария.

К сожалению, в отличие от цен на услуги, измерить риски депозитария достаточно сложно. Помимо неполноты информации об используемых участниками этого рынка операционных процедурах и технологиях, положение осложняется еще и тем, что базовый риск депозитария неоднороден по своей структуре. Он определяется большим количеством факторов, связанных как с внутренней структурой депозитария и используемыми им информационными системами, так и с внешними условиями деятельности на рынке и выбираемыми депозитарием агентами и контрагентами. В следующем разделе предпринята попытка классификации рисков, возникающих в процессе оказания депозитарных услуг. Далее рассматривается один из возможных способов перехода от классификации рисков к их количественной оценке.

При анализе базового риска использования депозитария можно рассматривать несколько возможных классификаций составляющих его «элементарных» рисков. Различные классификации рисков профессиональных участников рынка ценных бумаг описаны как в научных работах, так и в ряде учебных курсов. Предлагаемая ниже классификация более проста для восприятия и наглядна. Кроме того, как мы увидим

¹ См. там же.

ниже, данная классификация позволяет провести достаточно точную количественную оценку рисков депозитария.

Для анализа рисков депозитария используем три критерия – объект риска, источник риска и характер риска. По объекту риска собственно депозитарные риски подразделяются на:

1) риски хранения (сохранности ценных бумаг), которые можно описать как вероятность утраты информации о правах владельца на ценные бумаги, хранящиеся в депозитарии, или как утрату сертификатов документарных ценных бумаг. С правовой точки зрения реализация данного риска приводит к нарушению права владения ценными бумагами;

2) транзакционные риски, определяемые как вероятность утраты ценных бумаг в процессе исполнения операции с ними по поручению клиента. Такое событие можно классифицировать как нарушение права распоряжения собственностью;

3) риски реализации прав – возможность неполучения клиентом имущества (процентов, дивидендов) или не использования прав (например, участия в собрании акционеров), причитающихся ему как владельцу данной ценной бумаги. Реализация данного вида риска означает, что нарушено право пользования ценными бумагами.

Классификация источников риска определяет три основных вида рисков «по месту возникновения»:

– внутренние – риски, возникающие внутри депозитария;

– инфраструктурные (отраслевые) – риски, источником которых являются другие профессиональные участники рынка (регистраторы, депозитарии-корреспонденты, торговые системы, и т.п.), а также другие клиенты депозитария;

– внешние (макро-риски) – риски потери ценных бумаг, возникающие за пределами системы фондового рынка (макроэкономические, политические).

По характеру риска в первом приближении можно также выделить три основные группы:

1) технологические – риски, связанные с ошибками и сбоями в работе оборудования, вычислительной техники и программного обеспечения;

2) операционные – вероятность потерь, вызванная несовершенством или несоблюдением существующих стандартов обслуживания клиентов и исполнения внутренних контрольных процедур;

3) организационные – риски, вызванные недостатками в организационном развитии компании-участника рынка: неадекватным управлением, недостаточным финансированием, сменой специализации деятельности и т.п.

Таким образом, мы имеем систему или «базис» классификации рисков по трем «осям». Графически данную систему классификации можно представить как куб со стороной 3x3 («кубик Рубика»). При этом все индивидуальные риски того или иного депозитария могут быть отнесены к той или иной «ячейке» данной области (рисунок)¹. Так, например, сегмент 1Аа «Внутренний технологический риск хранения» однозначно описывает риск потери данных о вложениях клиента ввиду неадекватного функционирования информационной системы депозитария, а сегмент 2Вb «Инфраструктурный операционный транзакционный риск» – вероятность потери ценных бумаг при оформлении сделки с использованием стороннего депозитария или регистратора вследствие недостатков организации обслуживания в данной компании.

¹ Боди З., Кейн А., Маркус Дж. Принципы инвестиций / Пер. с англ., Изд. 4-е. М., 2004. С. 97

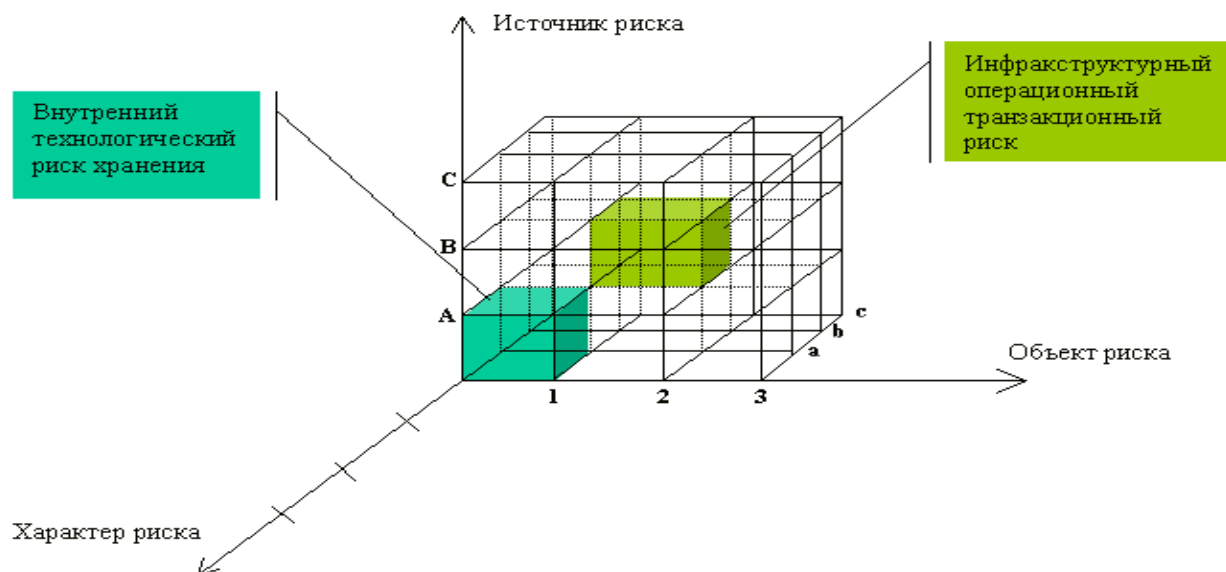


Рисунок. Классификация рисков депозитария

Примечание: Составлено по данным источника: официальный сайт депозитария Росбанка – <http://www.custody.ru>

Полный список рисков, присущих депозитарной деятельности, представлен в таблице. Данный подход представляет интерес и для анализа рисков, связанных с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг, т.к. собственно депозитарный риск определяется лишь одним из трех критериев классификации (по объекту). Два других критерия классификации могут быть применены при анализе рисков практически любого участника фондового рынка, да и объектный критерий может быть модифицирован необходимым образом с учетом лежащих в его основе базовых отношений собственности. Для более подробного исследования можно также применять более детальную сегментацию каждого критерия, например, выделив среди инфраструктурных рисков риски регистраторов (депозитариев-корреспондентов), расчетно-клиринговых систем и контрагентов по сделкам, а среди рисков хранения – риски сохранности учетных записей (сертификатов ценных бумаг), подтверждения прав собственности и соблюдения конфиденциальности данной информации.

Таблица. Классификация рисков депозитарной деятельности

Виды риска	Технологический	Операционный	Организационный
1	2	3	4
Внутренние	Сбой или отказ информационной системы депозитария (ИСД), используемых прикладных программ, оборудования и вычислительной техники	Недостатки порядка операционного обслуживания (ОО), систем внутреннего контроля депозитария, злоупотребления персонала	Недостатки системы управления депозитария: недофинансирование, недостаток полномочий, нарушение принципа «китайской стены»
Хранения	Потеря прав клиента на ценные бумаги (ЦБ) вследствие сбоя ИСД	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие нарушения порядка ОО	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие сбоев системы управления

		депозитарием	депозитария
Трансакционный	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате сбоя ИСД	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате нарушения порядка ОО депозитарием	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате сбоев системы управления депозитария
Реализации и прав	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате сбоя ИСД	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате нарушения порядка ОО депозитарием	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате сбоев системы управления депозитария
Инфраструктурные	Сбой или отказ ИС участника фондового рынка (УФР) или клиента депозитария	Нарушение порядка ОО УФР или клиентом депозитария	Недостатки структуры и системы управления инфраструктурой рынка ценных бумаг
Хранения	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие сбоя ИС УФР	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие нарушения порядка ОО УФР	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие неэффективной работы инфраструктуры
Трансакционный	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате сбоя ИС УФР	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате нарушения порядка ОО УФР	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате сбоев в работе инфраструктуры
Реализации и прав	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате сбоя ИС УФР	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате нарушения порядка ОО УФР	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате сбоев в работе инфраструктуры
Внешние	Сбой или отказ ИС регулирующих организаций (РО), систем обеспечения	Злоупотребления или нарушения в порядке работы РО, иных гос. органов	Неадекватная политика РО, неэффективность функционирования иных гос. органов
Хранения	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие сбоя ИС ГО	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие нарушений в работе РО	Потеря прав клиента на ЦБ вследствие неэффективной политики РО и гос. органов
Транзакционный	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате сбоя ИС ГО	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате нарушений в работе РО	Неисполнение поручения клиента на перевод ЦБ в результате неэффективной политики РО и гос. органов
Реализации и прав	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате сбоя ИС ГО	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате нарушений в работе РО	Несоблюдение прав клиента по ЦБ в результате неэффективной политики РО и гос. органов
Примечание – Составлено по данным источника: официальный сайт депозитария Росбанка – http://www.custody.ru			

Количественная оценка базового риска депозитария. Вопрос корректной количественной оценки инвестиционных рисков (частным случаем которых является риск депозитария) является одним из «вечных» вопросов современной экономической науки, и попытки создания «правильных» алгоритмов расчета величины рыночного риска являются столь же частыми, как в свое время опыты алхимиков по «превращению всего в золото». Между тем даже предварительный анализ показывает, что объективными (и труднопреодолимыми) препятствиями на этом пути является присущая всем финансовым рынкам изменчивость, а также тесная взаимозависимость и взаимодействие различных факторов, определяющих величину риска. Не последней по значимости составляющей величины риска является и пресловутый «человеческий

фактор», который с трудом поддается количественным оценкам. Поэтому, сколь бы точна ни была математическая модель, позволяющая рассчитать в данном случае риск использования депозитария, ее использование не будет эффективно без применения других способов управления рисками.

К «нематематическим» способам управления рисками можно отнести такие мероприятия, как мониторинг деятельности депозитария, знакомство с его организацией и деятельностью на месте (т.н. *due diligence*), составление и заполнение стандартных опросов и анкет потенциальными продавцами данной услуги (*request for proposal*), сбор рекомендаций участников рынка, одновременное использование нескольких посредников и т.п. Другие способы управления рисками финансового посредника (такие как страхование, хеджирование, оценка эффективности) в той или иной степени требуют количественной оценки риска.

Существует точка зрения, согласно которой лучшим способом количественной оценки риска является ориентация на «рыночную» стоимость приобретения инструмента для страхования (хеджирования) данного риска. При этом упускается из виду тот факт, что адекватным измерителем стоимости той или иной услуги может являться только «эффективный» (в макроэкономическом смысле) рынок. К сожалению, этого нельзя сказать о рынке страхования депозитарных рисков в Казахстане. Даже до кризиса операции по страхованию депозитарных рисков можно было пересчитать по пальцам, а возрождение этого вида операций в последние месяцы происходило при довольно сильном «содействии» саморегулируемых организаций. По свидетельству участников рынка, в отсутствие сколько-нибудь подробных статистических сведений о работе депозитариев (и тем более об их потерях) ставка страховой премии часто определяется страховщиками «на глазок». Естественно, что определяемая таким образом «цена риска» может совпасть с «научно обоснованной» только случайно¹.

Количественная оценка собственно депозитарных рисков, по сравнению, скажем, с рисками брокера, относительно более проста, т.к., во-первых, депозитарные риски не зависят напрямую от динамики рынков ценных бумаг, и их изменение во времени определяется только ростом (снижением) количества операций и количества ценных бумаг на хранении. Описанная выше матрица из 27 «элементарных» составляющих базового риска депозитария позволяет представить базовый риск депозитария (вероятность нанесения ущерба клиенту) в виде суммы составляющих его «элементарных» рисков (вероятностей нанесения ущерба данным конкретным образом)².

$$R = r1Aa + r1Ab + r1Ac + \dots + r3Cc., \quad (3)$$

где $r_i N_n$ – элементарный риск по данному сегменту.

Вводя данную формулу в виде простой суммы «элементарных» рисков, мы допускаем рассмотрение элементарных рисков депозитария как независимых друг от друга. Строго говоря, это не совсем верно. Опыт работы любой организации показывает, что существует, например, довольно тесная корреляция между уровнем организационной и управленческой культуры и надежностью и эффективностью используемых информационных систем, а значит, и между соответствующими организационными и технологическими рисками. При рассмотрении взаимной зависимости элементарных рисков друг от друга следует включить в приведенную формулу значения корреляции каждого из 27 «элементарных» рисков со всеми остальными, т.е. еще 351 слагаемое. На практике, ввиду грубости приводимых ниже

¹ См.: Боди З., Кейн А., Маркус Дж. Указ. работа. С. 4

² См.: Боди З., Кейн А., Маркус Дж. Указ. работа. С. 20

расчетов, представляется допустимым рассматривать элементарные риски как независимые.

В силу упомянутых выше сложностей корректного статистического измерения риска удобным способом его относительной количественной оценки может быть балльная система, при которой по каждому из элементарных рисков на основании ответов депозитария на соответствующим образом структурированный перечень вопросов инвестор выставляет оценку (например, в процентах от 0 до 100 или по 10-балльной системе). При этом, поскольку степень важности каждого из элементарных рисков для принятия инвестором решения об использовании депозитария различается как объективно, так и субъективно, для достижения суммарного значения полученные значения умножаются на соответствующие коэффициенты («веса») каждого элементарного риска. Естественно, подобная количественная оценка имеет смысл только при сравнении показателей двух и более депозитариев.

Необходимо отметить, что даже в случае «обычного» депозитарного обслуживания существует определенная составляющая, не сводящаяся к вышеописанным рискам и связанная с выполняемыми депозитарием «вспомогательными» функциями. Например, банковский перевод сумм причитающихся клиенту дивидендов подпадает под влияние стандартных кредитных и расчетных рисков банка – платежного агента. Однако в условиях нормально функционирующей расчетной инфраструктуры такие риски можно считать крайне малыми (или «недиверсифицируемыми»). Иначе обстоит дело в случае, когда для повышения привлекательности услуг депозитария клиенту предлагаются дополнительные услуги, связанные с проведением кредитных или торговых операций.

Что же касается применимости рекомендаций международных организаций для Республики Казахстан, то необходимо отметить следующее. Как показывает анализ, для нашей страны актуальны некоторые рекомендации «Группы тридцати», «Группы Джиованнини», а также функциональные рекомендации Центра европейских реформ. Несмотря на существующие недостатки в работе рынка ценных бумаг, Казахстан по-прежнему имеет возможности для создания инфраструктуры, которая сделает этот рынок привлекательным для инвесторов и эмитентов стран СНГ и инвесторов иных стран. С учетом этого необходим существенный пересмотр принципов построения этой системы – в основе должно быть создание центрального учетного института – Центрального депозитария¹.

Центральный депозитарий может стать институтом, обеспечивающим стабильность прав собственности на ценные бумаги, и решить основные проблемы казахстанской учетной системы. Создание надежной системы учета прав на ценные бумаги особенно важно с учетом «прихода» на Казахстанский фондовый рынок средств пенсионных накоплений, сформированных в ходе внедрения накопительного элемента в казахстанскую пенсионную систему. Кроме того, создание Центрального депозитария позволит создать эффективную и недорогую систему клиринга и расчетов на казахстанском фондовом рынке.

В настоящее время для нашей страны особенно актуальны рекомендации, нацеленные на:

- снижение рисков на казахстанском рынке ценных бумаг (в том числе риска утраты собственности на ценные бумаги, риска неисполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами);
- ускорение сроков расчетов по операциям с ценными бумагами;

¹ См.: Аналитическая записка к вопросу об экономической целесообразности централизации расчетно-депозитарной инфраструктуры// Депозитариум. 2007, № 9. С. 12

- обеспечение эффективности системы взаимодействия участников расчетов и клиринга;
- облегчение раскрытия информации о составе владельцев ценных бумаг;
- облегчение возможностей проведения корпоративных действий и пр.

Это, в свою очередь, приведет к обеспечению защиты прав собственности на ценные бумаги, повышению ликвидности казахстанского рынка ценных бумаг и активизации первичного размещения ценных бумаг казахстанскими эмитентами. Для совершенствования казахстанского рынка ценных бумаг следует создать необходимую нормативно-правовую базу, учитывая рекомендации вышеперечисленных международных организаций, а также международный опыт в этой области.

Управление рисками, возникающими при совмещении организацией депозитарной и брокерской деятельности. При продвижении банком или финансовой компанией депозитарных услуг как отдельного «изолированного» продукта вероятность потери ценных бумаг или несоблюдения прав инвестора, закрепляемых данными бумагами, («базовый риск» депозитария), может быть описана как совокупность взаимосвязанных «элементарных рисков». Использование предложенной системы анализа риска позволяет сформулировать относительно простые способы количественной оценки и минимизации рисков депозитарной деятельности.

Отмечается очевидный для всех практиков фондового рынка факт, что риск утраты ценных бумаг существенно возрастает при оказании депозитарием «комплексных» услуг, связанных с проведением операций кредитования или купли-продажи ценных бумаг (брокерские операции). С точки зрения клиента предоставление комплексных услуг повышает рискованность услуг депозитария до уровня, сопоставимого с рискованностью собственно брокерских или кредитных операций. Естественно, что оборотной стороной повышенного риска является большее удобство совершения операций с таким посредником и, как правило, меньшая стоимость услуг, предоставляемых «в одном флаконе». Предоставление комплексных услуг требует повышенного внимания профессионального участника рынка ценных бумаг к построению собственных систем управления рисками, т.к. потери клиента, понесенные по вине посредника, могут обернуться судебными исками и потерей деловой репутации.

Түйін

Клиенттің депозитарияға есеп беру әрі сақтау үшін тапсырған бағалы қағаздарын сақтандыруды қамтамасыз етумен байланысты тәуекелдікті минимизациялау бәсекелес ортада қызмет жасайтын және экстенсивті дамудан интенсивті дамуға ауысуды жүзеге асыратын кез-келген депозитарияны шешетін ең басты мәселе болып табылады. Тұрақты клиенттер үшін тәуекелдік операцияларды азайту тәсілі бағаны төмендетпей қызмет көрсету арқылы, оларды өзіне тартудың бірден бір жолы болып табылады.

Annotation

Minimizing risks connected with the providing of valuable paper safety given by the customer to depository for account and keeping is the main problem which has been solved by any depository working in a competitive area and making transfer from extensive development to the intensive one. The decrease of risky operations for customers is the only way of providing of its services attraction without price dumping.