

## РИСКИ УЧЕТНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ – НОВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ 2022 ГОДА

Ж. Н. Тропина

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

*В статье рассматриваются актуальные вопросы нового вида рисков, масштабно реализовавшихся в 2022 году для российских инвесторов, владевших иностранными ценными бумагами. Автор, исследуя проблемы инвесторов, анализирует предлагаемые западными депозитарными структурами возможные варианты их решения, оценивает положительные и отрицательные последствия возможной частичной разблокировки активов для уровня ликвидности национального фондового рынка.*

**Ключевые слова:** фондовый рынок, инвестиции, депозитарии, финансовые активы, брокеры, учетная инфраструктура, европейские клиринговые компании, междепозитарный мост, санкции, блокировка активов, риски.

Национальный фондовый рынок в связи с огромным количеством наложенных на Россию санкций в 2022 г. функционировал в существенно изменившихся условиях. К числу основных рисков при инвестировании в ценные бумаги относятся, как известно, кредитный риск, процентный риск, валютный риск [1, с. 5; 2, с. 380; 3, с. 42]. В прошлом году инвесторы, работающие на фондовом рынке, столкнулись с рисками принципиально новой природы – рисками учетной инфраструктуры.

Уже в начале марта 2022 г., еще до ввода санкций против Национального расчетного депозитария, у российских инвесторов начали возникать проблемы при попытках получения средств через цепочки расчетов Clearstream – НРД<sup>1</sup> и Euroclear – НРД. Уже в марте, по сути, была зафиксирована приостановка всех операций российских инвесторов. В качестве обоснования приостановки операций западными клиринговыми компаниями на тот момент была заявлена необходимость получения дополнительных разъяснений от регулирующих структур, т.е. операции были остановлены на основании собственных решений депозитарных структур до получения ими прямых указаний от регуляторов.

При этом европейские клиринговые компании остановили не только проведение сделок по иностранным ценным бумагам, для российских инвесторов одновременно был остановлен и перевод денежных средств. В конце марта 2022 г. поступила информация о том, что российским инвесто-

рам не были перечислены денежные средства по итогам погашения еврооблигаций Минфина. Уже на тот момент на счетах европейских клиринговых компаний начал оседать значительный объем денежных средств, принадлежащих российским инвесторам, так Euroclear в отчете по итогам первого квартала 2022 г. зафиксировал увеличение баланса на 23 млрд евро, по данным FrankRG по итогам второго квартала он достиг 103,6 млрд евро, при этом доход от размещения активов по итогам первого полугодия 2022 г. составил 110 млн евро<sup>2</sup>.

В условиях осуществления блокировки проведения операций с ценными бумагами и блокировки осуществления расчетов Банк России ввел ограничение торгов по иностранным ценным бумагам, находившимся в обращении на Санкт-Петербургской бирже. В соответствии с оценками биржи и регулятора по итогам этого действия в статусе замороженных оказались около 14 % бумаг, находившихся в обращении на данной площадке, при этом из-под блокировки были выведены бумаги иностранных эмитентов, работающих на российских рынках, например, таких компаний, как «Яндекс», «Озон», ЦИАН<sup>3</sup>.

Дополнительные сложности для российских инвесторов, работающих с иностранными ценными бумагами, были обусловлены включением в санкционные списки ряда российских банков и их брокерских структур, среди которых «Сбербанк Инвестиции», «ВТБ Инвестиции», «Открытие Инвестиции», «Совком Брокер», «ПСБ Инвестиции», «Альфа

<sup>1</sup> НРД – небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» является центральным депозитарием Российской Федерации и осуществляет обслуживание как ценных бумаг, предусмотренных Федеральным законом от 7 декабря 2011 г. № 414-ФЗ (ред. от 02.07.2021) «О центральном депозитарии», так и других российских и иностранных эмиссионных ценных бумаг. Информация о НРД представлена на официальном сайте Банка России. URL: [https://cbr.ru/banking\\_sector/credit/coinfo/?id=450016148](https://cbr.ru/banking_sector/credit/coinfo/?id=450016148) (дата обращения: 17.03.2023).

<sup>2</sup> URL: <https://frankrg.com/> (дата обращения: 17.03.2023).

<sup>3</sup> URL: <https://spbexchange.ru/> (дата обращения: 17.03.2023).

Инвестиции» и другие. Блокирующие санкции для брокеров в свою очередь создавали угрозу блокировки иностранных ценных бумаг, принадлежащих клиентам, находящимся на обслуживании у данной группы брокерских компаний. Чтобы избежать этого, отдельными брокерами был организован в централизованном порядке перевод к другим брокерам, еще не находящимся под санкциями, иностранных активов, принадлежащих клиентам. Брокерские компании, занимавшие до этого, как правило, отнюдь не лидирующие позиции, стали бенефициарами проведенного перевода. Однако, несмотря на своевременную реакцию брокерских компаний на сложившуюся ситуацию, перевести в полном объеме бумаги, находившиеся под рисками, не удалось. В переводах не участвовали арестованные активы, активы, принадлежащие инвесторам, в отношении которых действовали персональные санкции, и активы, по которым были выставлены некорректные данные при переводе.

Далее, в начале июня 2022 г. на НРД были наложены санкции ЕС, что на практике означало окончательный разрыв связей с европейскими клиринговыми компаниями и полную приостановку расчетов по операциям с ценными бумагами российских инвесторов по соответствующим цепочкам. Со стороны НРД сложившаяся ситуация была оценена как чрезвычайная, депозитарий приостановил осуществление операций в евро.

Общий объем замороженных активов в результате этого действия составил около 68 млрд евро, при этом большая часть замороженных активов, 50 млрд евро, пришла на Euroclear (Бельгия), являющуюся крупнейшей международной депозитарной системой, и менее существенная часть – 5,5 млрд евро – на Clearstream (Люксембург). Согласно сведениям Банка России, на данный момент заблокированные активы присутствуют на счетах более 5 млн российских инвесторов, при этом только объемы акций иностранных эмитентов, принадлежащих розничным инвесторам, составляют около 320 млрд руб.

Разрушение междепозитарного моста между европейской депозитарной инфраструктурой и российским депозитарием стало беспрецедентным явлением на международном финансовом рынке. Отдельными брокерами, например, «БКС», «Финам», «Тинькофф Инвестиции», на этом фоне было предложено проведение операций с замороженными активами между российскими инвесторами в пределах данных брокерских компаний при условии соблюдения выставленного к тому моменту Банком России ограничения – предоставление возможности покупки иностранных ценных бумаг только квалифицированным инвесторам. Как правило, на эти операции выставались серьезные ограничения, так в «Тинькофф Инвестиции» эта возможность предоставлялась не в отношении активов, ранее приобретаемых через Московскую биржу, а лишь для ETF

и акций, покупавшихся на внебиржевых торгах. Доступными для клиентов брокера в итоге стали сделки с паями фондов ETF Vanguard S&P 500, KraneSharesCSIChinaInternet и акциями Airbus, Virgin Orbit, Tilray, Samsung Electronics Co., Ltd, SmileDirectClubInc.

В начале ноября 2022 г. Санкт-Петербургской бирже удалось частично разблокировать иностранные ценные бумаги и возобновить торговые операции по этой свободной части, ранее обособленной на неторговых разделах. Основанием для такой разблокировки стала договоренность, достигнутая с одним из иностранных институциональных инвесторов. Этот инвестор обменял внутри СПБ Банка, являющегося расчетным депозитарием СПБ Биржи, свои не ограниченные в обращении ценные бумаги иностранных эмитентов (в данном случае в цепочке учета прав на бумаги отсутствовал НРД) на равное количество бумаг тех же эмитентов, учитывавшихся на неторговых разделах счетов участников торгов. По итогу этой операции СПБ Банк смог перевести ценные бумаги 680-ти наименований, общей суммой 312 млн долл. (по оценке на середину октября 2022 г.), с неторговых разделов субсчетов депо брокеров на торговые. Разблокировать в результате обмена удалось около 10 % от общего числа замороженных ранее ценных бумаг<sup>4</sup>.

Далее СПБ Банк провел распределение переведенных иностранных ценных бумаг среди брокерских компаний пропорционально количеству ценных бумаг соответствующих наименований, находившихся на неторговых разделах счетов. Используя тот же принцип пропорциональности, брокеры в свою очередь провели распределение полученных разблокированных ценных бумаг среди своих клиентов. Таким образом, часть бумаг иностранных эмитентов удалось разблокировать, по ним стало возможно совершение биржевых сделок и получение дивидендных выплат. Получив возможность проведения операций с ценными бумагами, около половины инвесторов (по оценкам представителей брокерских компаний) продали их. В целом спрос на иностранные ценные бумаги после начала специальной военной операции на Украине серьезно снизился, инвесторы предпочитают не открывать новых позиций в иностранных ценных бумагах, поскольку риск введения новых санкций и блокировки активов в вышестоящих иностранных депозитариях велик. Объем вложений граждан России в иностранные ценные бумаги по данным банка России по итогам 2022 г. сократился на 31 %, снизившись до 1,175 трлн руб.

В этом сегменте рынка возможно сохранение определенного спекулятивного спроса на инструменты, но восстановление долгосрочного инвестирования, по оценкам брокеров, маловероятно. Проведенная СПБ Биржей операция в определенной мере облегчила ситуацию с иностранными ценными бумагами, но большая часть ценных бумаг

<sup>4</sup> URL: <https://spbexchange.ru/> (дата обращения: 17.03.2023).

осталась в статусе заблокированных. Таким образом, на данный момент инфраструктура инвестиций в иностранные ценные бумаги, особенно в бумаги американских эмитентов, остается лишь условно доступной.

Несмотря на введенные серьезные ограничения, в ЕС все-таки допускали, что российские инвесторы, не находящиеся в санкционных списках, могут получить выплаты по своим активам, но подобное могло быть реализовано при выполнении определенных условий:

1) отсутствие дохода у НРД при проведении операций этого вида (с этой целью НРД еще осенью 2022 г. отменил комиссии);

2) операции по перечислению выплат должны подлежать согласованию с европейскими регуляторами.

Первое обращение на тему разблокировки активов российских инвесторов последовало от брокерской компании Открытие Инвестиции, учетом активов которой занимался швейцарский банк Credit Suisse. Определенная, крайне незначительная по масштабам, «подвижка» в решении этого вопроса на тот момент произошла – разморозить часть купонных платежей по облигациям удалось нескольким клиентам компании «Цифра брокер» (бывший «Фридом Финанс»).

В августе 2022 г. НРД был подан иск об отмене санкций в суд Европейского союза в Люксембурге, целью иска была попытка доказать необоснованность и неправомерность распространения на НРД санкций ЕС, в результате которых наносится ущерб не только российским, но и иностранным инвесторам. Надежды на возможность позитивного решения этого вопроса на тот момент были минимальными как у инвесторов, так и у представителей профессионального сообщества. Однако под давлением поданных исков министерства финансов Бельгии и Люксембурга в конце декабря 2022 г. в ЕС вынуждены были дать разрешение на разблокировку ранее замороженных активов российских инвесторов, при этом выданные разрешения отнюдь не означали автоматической разблокировки активов. Выданные генеральные лицензии лишь позволили начать процедуру разморозки в четко обозначенные, крайне жесткие сроки. Основным условием использования выданных лицензий являлась полная комплексная проверка заявителей и их бенефициаров на отсутствие задействованных в сделках подсанкционных лиц. Представители Банка России после получения НРД лицензий сразу же указали на отсутствие каких-либо гарантий реальной разблокировки замороженных активов. Представители профессиональных участников рынка ценных бумаг также говорили об отсутствии большого желания со стороны Clearstream и Euroclear к активному сотрудничеству в вопросах разблокировки активов. Для представителей российского брокерского профессионального сообщества проверки, которые должны были быть проведены в крайне сжатые сроки, оказались весьма трудозатратными, тем не менее, эта сложная работа была сделана.

Кроме того, формулировки лицензий, выданных Бельгией и Люксембургом, содержали серьезные отличия. Так в лицензии, выданной Минфином Люксембурга, присутствовала достаточно широкая формулировка о разблокировке активов, ценных бумаг и купонного дохода, а лицензия Минфина Бельгии давала разрешение на продажу открытых позиций, что на практике могло означать исключение разблокировки дивидендов и купонных выплат. Помимо этого, лицензия, выданная Минфином Бельгии, требовала обеспечить наличие компании – гаранта, работающей в Евросоюзе, которая должна была взять на себя ответственность в отношении соблюдения всех юридических условий. В роли подобного юридического лица было разрешено выступить, например, дочерней структуре российского профессионального участника рынка ценных бумаг в соответствующей юрисдикции. НРД, получив предварительно все данные от брокерских компаний, должен был осуществить передачу всей информации об инвесторах, активы и средства которых являются замороженными. Кроме того, в конце декабря 2022 г. НРД достиг договоренности с Clearstream о том, что данная депозитарная структура не будет создавать препятствий для осуществления обязательных корпоративных действий [4, с. 1].

Профессиональные участники рынка ценных бумаг также проводили работу с целью получения индивидуальных лицензий для разблокировки активов. Это было сделано большинством российских брокеров и управляющих, среди них такие компании, как «Альфа капитал», «Тинькофф Инвестиции», «Инвестиционная палата», УК «Первая».

Сложности в отношении разблокировки активов практически сразу же обозначились в отношении активов, учитывавшихся в Clearstream. Для разморозки бумаг, находящихся на хранении в Clearstream, были выдвинуты условия – отсутствие санкций в отношении эмитента ценных бумаг, бенефициара и депонента в цепочке учета прав на бумаги. Разблокировка дохода по бумагам при этом допускалась лишь в том случае, если конечный держатель бумаг не находился под санкциями. Кроме того, разблокировке в данном случае могли быть подвергнуты ценные бумаги, эмитированные только в Люксембурге, в отношении активов иных стран, входящих в ЕЭС, и активов любых других юрисдикций необходимо было получение одобрения со стороны регуляторов данных стран (оно должно быть получено в срок до 7 января 2023 г.).

По итогам встречи с представителями Clearstream НРД уже 30 декабря 2022 года вынужден был заявить, что общее разрешение, выданное Минфином Люксембурга, по разблокировке ценных бумаг для Clearstream не может быть исполнено, поскольку в данном случае было выставлено требование о полном прекращении договорных отношений с НРД в отношении всех активов, права на которые учитывались в российской депозитарии. Это

выставленное Минфином Люксембурга требование, по мнению представителей профессионального сообщества, являлось невыполнимым в отношении российских бумаг, кроме того, невозможным было прекращение отношений по бумагам тех эмитентов, которые на тот момент уже находились в американском CDN-листе – основанием для их списания могла стать только лицензия американского ведомства OFAC. Помимо выше перечисленного, проблема возникала и с дробными лотами облигаций, которые часто используются для продажи розничным инвесторам долговых ценных бумаг с высокими номиналами [5, с. 1]. Если бумага покупалась розничными инвесторами такими нарезанными частями, при учете прав на эти ценные бумаги Clearstream будет доступна итоговая картинка с полными номиналами, но заявки на разблокировку по самым разным причинам могут быть поданы далеко не всеми собственниками этих нарезанных долей. По мнению автора настоящей статьи, в случае с Минфином Люксембурга выдача лицензии на разблокировку была чистой формальностью, у данного ведомства изначально отсутствовало реальное желание участвовать в решении проблемы.

В этом случае, как альтернатива, предлагается попытка получения отдельных лицензий для индивидуальных заявителей. Эти лицензии могут быть получены как в Минфине Бельгии, так и в Минфине Люксембурга. Несмотря на то, что процесс подачи запросов на индивидуальные лицензии весьма трудозатратен и дорог, объемы замороженных клиентских активов таковы, что эти финансовые затраты могут быть в итоге вполне оправданными.

Столкнувшись с этим чисто формальным вариантом выдачи лицензии со стороны Люксембурга, представители национального профессионального сообщества на данный момент активно обсуждают эту ситуацию и пытаются разрабатывать программу совместных действий с возможностью подачи коллективного судебного иска. В этом процессе активно участвуют как представители брокерского бизнеса, уже находящиеся под санкциями, так и брокеры, еще не попавшие под ограничения деятельности. На данный момент представители брокерского бизнеса занимаются сбором документов, подтверждающих тот факт, что с их стороны имела место попытка добросовестно соблюсти все выставленные требования и отказ Clearstream от разблокировки является необоснованным. Судебный вариант решения этого вопроса также весьма затратен; судебное разбирательство может потребовать большого количества времени, а результат в свете заведомо негативного отношения стран Запада к российским юридическим и физическим лицам является сложно прогнозируемым, вероятность негативного варианта развития событий и в этом случае очень велика.

Следующим недружественным шагом в отношении России стал анонсированный Euroclear в начале февраля 2023 г. отказ от использования россий-

ского рубля в качестве расчетной валюты, в связи с чем был закрыт корреспондентский счет Euroclear в «ИНГ банк Евразия», являвшемся кассовым корреспондентом в Москве. В отношении любых других рублевых счетов, открытых на имя Euroclear, на данный момент также действует запрет на прием рублевых платежей, а все рублевые остатки по счетам проконвертированы в евро. По итогу этих действий Euroclear Bank отказывает в приеме любых поручений по рублевым переводам; отказывает в обработке рублевых платежей, которые связаны, например, с получением дохода по ценным бумагам или выплат при погашении ценных бумаг. Рублевые остатки на счетах клиентов Euroclear в принудительном порядке были проконвертированы в евро, что является прецедентом для европейских депозитариев. Конвертация была проведена по курсу WMR Reuters, который по оценке Euroclear является надежным. Ранее подобная операция была проведена группой Мосбиржи со швейцарскими франками, но целью в этом случае являлась их «разморозка».

Выстраивавшаяся годами, значительно интегрированная в глобальную инфраструктуру, инфраструктура основных российских торговых площадок Мосбиржи и СПб Биржи после начала специальной военной операции серьезно пострадала. Самыми значительными в этой ситуации оказались потери СПб Биржи как площадки, традиционно являющейся основной для торговли иностранными акциями. Как в досанкционный период, так и после введения санкций СПб Биржа фиксировала серьезное снижение оборотов. Так, за 11 месяцев 2022 г. объем торгов упал до 119,1 млрд долл. при объеме торгов за весь 2021 г. в 393,43 млрд долл., т.е. обороты сократились в 3,3 раза. Открытые площадкой торги акциями, листингованными на Гонконгской фондовой бирже, пока ведутся в небольшом объеме. Несмотря на то, что объемы растут, например, по итогам ноября 2022 г. объем сделок по сравнению с октябрём вырос на 75,89 %, в целом эти величины довольно скромны – 131,75 млн долл., что соответствует приблизительно 3,8 % от общего оборота. Биржа активно работает в направлении расширения списка торгуемых на площадке активов. Так в ноябре 2022 г. были начаты торги 115 международных ETF, в декабре на бирже была начата торговля акциями АО НК «КазМунайГаз» в казахской валюте.

Снижение объемов торгов предсказуемо привело к снижению комиссионных доходов площадки, упали также и доходы от оказываемых биржей услуг. По оценкам аналитиков, падение доходов СПб Биржи с большой долей вероятности коррелирует со снижением объемов торгов. Повышение процентных ставок на финансовом рынке могло значительно повысить процентные доходы биржи, но эти доходы не смогли компенсировать такое значительное падение выручки от комиссионных платежей, в итоге площадка продемонстрировала серьезное сокращение чистой прибыли по итогам 2022 года.

СПБ Биржа оказалась под двойным негативным воздействием. Кроме санкций, введенных против НРД, отрицательное влияние на результаты работы площадки оказало и введение с 1 октября 2022 г. ограничений на покупку иностранных ценных бумаг для неквалифицированных инвесторов, что в свою очередь обеспечило сокращение объемов торгов более чем в 11 раз, количество активных клиентов при этом упало до 205 000, т. е. в 4,4 раза.

Улучшить финансовые результаты в этих условиях позволит хотя бы частичная компенсация произошедших потерь. В планах СПБ Биржи на 2023 г. значится рост количества торгуемых на площадке гонконгских акций до 500.

Менеджментом биржи планируется расширение инструментария за счет введения ETF, номинированных в юанях и гонконгских долларах. Кроме того, представители биржи заявляют о планах начала торгов акциями ЮАР, Индии, Узбекистана, Мексики и Бразилии.

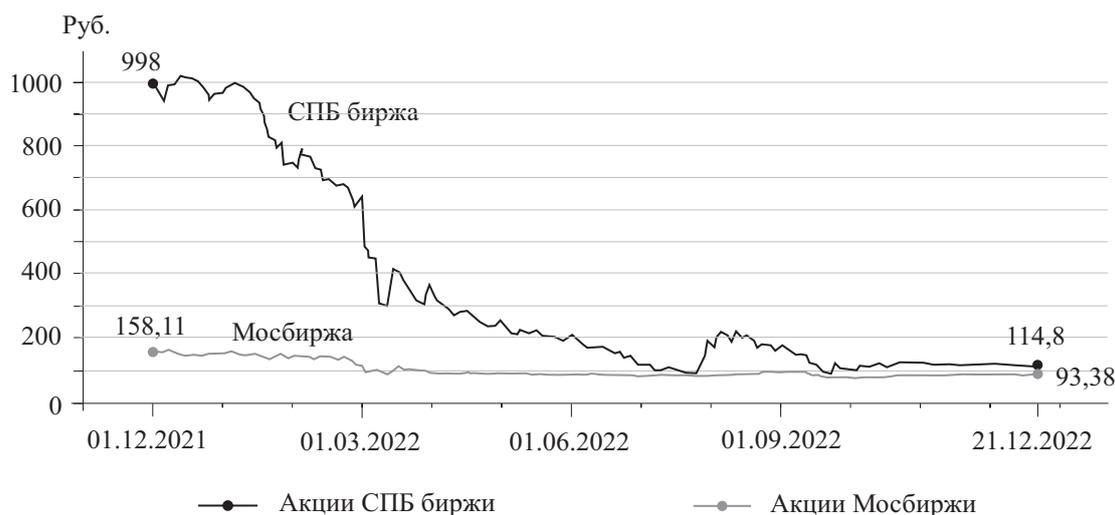
Следующая ниша, которую, вероятно, сможет занять СПБ Биржа – это ниша цифровых финансовых активов [6, с. 86; 7, с. 52]. Однако ни выход на зарубежные рынки, ни начало торгов гонконгскими ETF не может изменить финансовые показатели биржи принципиально и полностью компенсировать катастрофическое падение объема торгов. Цены акций Санкт-Петербургской биржи в ближайшем будущем будут в значительной мере определяться новациями в регулировании со стороны Банка России и возможными изменениями в объеме санкций.

Исходя из сказанного выше, акции торговой площадки на данный момент могут быть интересны только инвесторам, ориентированным на долгосрочное инвестирование и имеющим высокую

склонность к риску. Как безусловно позитивный следует оценивать тот факт, что даже в этих весьма сложных для торговой площадки условиях биржа продолжает публиковать отчетность.

Компании Euroclear и Clearstream не только ведут учет иностранных ценных бумаг, принадлежащих российским инвесторам, но и осуществляют переводы доходов по ценным бумагам (купонные платежи, дивидендные выплаты, выплаты при погашениях долговых ценных бумаг) со счетов в данных клиринговых структурах на счета в НРД. Так, результатом введенных Евросоюзом санкций в отношении НРД и последовавшим в связи с этим запретом на перечисление выплат в пользу российских инвесторов стало то, что к окончанию сентября 2022 г. на балансе холдинга Euroclear находилось 119,9 млрд евро, принадлежащих российским инвесторам. В соответствии со своей бизнес-стратегией компания использовала оказавшиеся в ее распоряжении денежные средства российских инвесторов в инвестиционных целях; полученный от инвестиционных операций доход составил 340 млн евро, что составляет больше половины дохода от клиринговых услуг, проходящих по статье «Процентные банковские и прочие доходы», общая сумма доходов по статье составила 522 млн евро<sup>5</sup>.

Масштабные санкции, введенные против России, обеспечили и изменение структуры денежного баланса холдинга. В норме основная часть баланса приходится на доллары США (47 %), остальное приходится на евро и фунты: 26 и 12 %, соответственно. На текущий момент по валюте учитываемых активов и средств доминирует евро – 65 %, на втором месте находится фунт стерлингов – 12 % и лишь на третьем – доллар США – 10 %.



Источник: Московская биржа.

*Динамика цен акций основных торговых площадок на Московской бирже в период с 1 декабря 2021 г. по 21 декабря 2022 г.*

<sup>5</sup> URL: <https://www.euroclear.com/en.html> (дата обращения: 17.03.2023).

После введенных США и ЕС санкций и контрмер, предпринятых Россией, Euroclear зафиксировал существенные потери в доходе от бизнеса, связанного с Россией, однако далее потери были полностью компенсированы приростом процентного дохода. В итоге, с финансовой точки зрения, заморозка активов российских инвесторов была весьма привлекательной для компании Euroclear, оказав беспрецедентное влияние на ее финансовые результаты. В соответствии с данными отчета компании за три квартала 2022 г. чистая прибыль международного холдинга Euroclear (в состав холдинга входят банк и клиринговая компания) достигла 667 млн евро, что почти в два раза превышает итог по чистой прибыли за аналогичный временной отрезок в 2021 г. В соответствии с заявлением совета директоров Euroclear прогнозируется дальнейший рост дохода холдинга от заблокированных активов, принадлежащих российским инвесторам, поскольку не только поступления продолжают поступать, но и условия размещения денежных средств в условиях роста процентных ставок достаточно комфортны.

До начала спецоперации на Украине российские инвесторы достаточно активно вкладывали денежные средства в иностранные ценные бумаги, особенно привлекательным был для инвесторов американский фондовый рынок, который по сравнению с российским обладает рядом преимуществ: во-первых, это более волатильный рынок, обеспечивающий большие возможности для получения прибыли, чем российский фондовый рынок; во-вторых, это более информационно-прозрачный и, соответственно, более эффективный рынок, дающий большие возможности результативного использования не только фундаментального, но и технического анализа, что также положительно влияло на финансовые результаты инвесторов. Российский фондовый рынок, относясь к числу развивающихся рынков, обеспечивает возможность инвестирования в ограниченное количество ликвидных ценных бумаг, при таком количестве ликвидных инструментов инвесторам часто сложно формировать сбалансированные портфели, по которым может быть реализовано качественное управление рисками. Несмотря на масштабную реализацию инфраструктурного риска вследствие блокировки иностранных ценных бумаг, находящихся на счетах российских инвесторов, из-за санкций в отношении НРД, интерес к инструментам иностранных эмитентов у российских инвесторов сохраняется.

На данный момент для российских инвесторов существует несколько вариантов приобретения иностранных активов. Во-первых, с серьезными ограничениями, но, тем не менее, доступна возможность инвестирования через российские торговые площадки – Санкт-Петербургскую биржу и Московскую биржу. Во-вторых, это можно сделать путем открытия брокерского счета у одного из российских брокеров, имеющих выход на иностранные биржи. Следующим вариантом является открытие счета у одного из зарубежных брокеров, дислоцированных в дружественных юрисдикциях. И последняя возможность – открытие счета у брокера из недружественных юрисдикций. Но каждый из этих вариантов будет

иметь свои специфические риски и ограничения. На данный момент в числе допущенных к торгам на СПб Бирже значатся 2,3 тыс. бумаг иностранных эмитентов, подавляющее большинство из которых пролицировано на биржах США и Великобритании; большая часть этих бумаг заблокированы, в настоящее время бирже удалось разблокировать лишь 10 % этих активов. На данной торговой площадке также представлены 115 ценных бумаг, листингующихся на Гонконгской фондовой бирже. Эти ценные бумаги доступны инвесторам при открытии брокерских счетов у брокеров, не находящихся под санкциями, с учетом запрета, установленного Банком России, на покупку неквалифицированными инвесторами ценных бумаг эмитентов, относящихся к недружественным юрисдикциям. При этом неквалифицированным инвесторам разрешено инвестировать в иностранные ценные бумаги дружественных юрисдикций, например, таких как Китай.

После введения санкций Московской биржей были прекращены торги бумагами иностранных эмитентов, но торговой площадкой предоставляется возможность работы с расчетными фьючерсами на акции глобальных биржевых фондов Европы (Euro Stoxx), Германии (DAX) и Гонконга (Hang Sang). Биржа может поддерживать торговлю этими инструментами, поскольку данные фьючерсы, как любые фьючерсы на индексы, являются расчетными, все расчеты по ним производятся в рамках контура торговой площадки, соответственно и риски, связанные с блокировкой активов, в данном случае отсутствуют.

Отдельные российские брокеры предоставляют своим клиентам прямой доступ к иностранным рынкам. Так компанией «Финам» предоставляется доступ на NASDAQ, Нью-Йоркскую фондовую биржу, Гонконгскую фондовую биржу, кроме того, компания планирует расширить этот список еще на десять площадок Шанхая, Бразилии и Индии.

Среди брокеров дружественных юрисдикций, открывающих счета гражданам России, можно отметить Armbrok, работающий в Армении, и Freedom Finance, работающий в Казахстане; обе компании обеспечивают возможность доступа на глобальные рынки. Компании открывают брокерские счета как частным, так и институциональным клиентам, не значащимся в санкционных списках. Также для российских граждан существует возможность открытия счетов в отдельных американских брокерских компаниях – это компании TradeStation и Interactive Brokers. Однако в отношении клиентов из России в данных компаниях после начала специальной военной операции на Украине были введены существенные ограничения. Так, в Interactive Brokers действует запрет на открытие счетов физическим лицам, проживающим в Луганской и Донецкой народных республиках; счета этих граждан, открытые ранее, были заблокированы. Interactive Brokers блокирует счета россиян, если они используются в период нахождения клиентов на территории Крыма. Кроме того, для российских клиентов брокером введены ряд дополнительных ограничений: прекращение работы с рублями, ограничение доступа к бумагам компаний из стран ЕС, ограниче-

ние информации с бирж США. TradeStation крайне нелояльна по отношению к российским клиентам, открытие счета в этой компании возможно лишь при подтверждении факта проживания в иной юрисдикции, нежели российская, для этого должны предоставляться либо договоры аренды жилья, либо копии счетов за коммунальные услуги.

По оценкам Банка России, начало работы российских инвесторов напрямую с иностранными брокерскими компаниями в текущих сложных условиях возможно, но этот переход не будет носить массового характера, кроме того, Центральный банк планирует контролировать российские брокерские структуры, чтобы не допустить продажи через них услуг иностранных брокеров.

Несмотря на то, что бумаги западных компаний по определенным причинам по-прежнему привлекательны для российских инвесторов, им необходимо считаться с возросшими, прежде всего, инфраструктурными рисками. Даже если частичная разблокировка и возврат средств российским инвесторам со стороны Euroclear произойдет, этот факт не будет являться гарантией того, что новые санкции по отношению к российским инвесторам не будут применены в перспективе. Самым безопасным вариантом с точки зрения возможности реализации инфраструктурных рисков на данный момент является инвестирование в бумаги российских эмитентов на Московской бирже. Именно этот вариант инвестирования должен в настоящее время в условиях жестких ограничений поступления иностранного капитала в страну поддерживаться и всесторонне стимулироваться. В последние годы существенно возросла роль розничного инвестирования на российском фондовом рынке. Так, доля инвесторов – физических лиц на российском рынке акций в настоящее время составляет 80 %. Массового розничного инвестора необходимо ориентировать, прежде всего, на инструментарий национального рынка, расширяя список инструментов, позволяющих эффективно сберегать денежные средства, формируя комфортные условия для инвестирования и активно защищая права инвесторов [8, с. 6; 9, с. 101; 10, с. 41].

Объемы средств иностранных инвесторов, подвергнутые блокировке в ответ на санкционные действия стран Запада, прежде всего, заморозку активов Банка России, также достаточно велики. Присутствие иностранных инвесторов на российском фондовом рынке всегда было значительным. По данным Банка России, на конец 2021 г. иностранные инвесторы являлись держателями долговых обязательств России в сумме 20 млрд долл., рублевых ОФЗ в сумме 41 млрд долл., а объем акций российских эмитентов в их портфелях составлял 86 млрд долл.

На середину ноября 2022 г. на счетах «С», на которых находятся в данный момент средства нерезидентов, относящихся к недружественным юрисдикциям, было заблокировано более 280 млрд руб., на эти счета поступают в том числе дивиденды по акциям, процентные выплаты по облигациям и другим активам, которые западные компании не успели реализовать до начала специальной военной операции на Украине. С юридической точки

зрения, эти денежные средства являются собственностью крупнейших западных инвестиционных компаний, таких как J.P. Morgan Asset Management, Schroders pic, GAMA Investment Management, Morgan, Lewis & Bockius. В целом, представители этих компаний перспективы возможной разблокировки принадлежащих им активов оценивают крайне пессимистично, лишь отдельные компании прорабатывают различные варианты возврата средств. Один из вариантов – попытка перевода активов на соответствующие счета инвесторов, которые в России не рассматриваются как недружественные; план предусматривает множество этапов. Второй прорабатываемый вариант – перевод банковских «С» счетов в пакеты ценных бумаг, которые можно попытаться реализовать не находящимся под санкциями инвесторам. Эти варианты сопряжены со значительными издержками. По оценкам представителей брокерского бизнеса, в сложившихся условиях многие инвесторы из недружественных стран готовы выходить из российских активов на любых ценовых, в том числе самых невыгодных, условиях.

Поскольку разблокировать замороженные на Западе активы, принадлежащие российским инвесторам, удастся далеко не все, в Банке России допускают возможность использования прибыли, получаемой от замороженных в России средств нерезидентов из недружественных юрисдикций для компенсации потерь российских инвесторов. При этом объем прав собственников на активы, находящиеся на счетах «С» будет сохранен. На данный момент Банком России совместно с коммерческими банками обсуждается идея формирования специального фонда, целью деятельности которого будет возмещение потерь российских инвесторов; прорабатываются конкретные механизмы функционирования фонда, схема осуществления выплат в пользу российских инвесторов и другие параметры данного проекта. В целом деятельность фонда будет соответствовать действиям Euroclear, занимающейся размещением выплат, получаемых по замороженным активам российских инвесторов. С большой долей вероятности, фонд будет создаваться на базе Агентства по страхованию вкладов (АСВ). Однако в ускоренном режиме запустить в действие предлагаемый Банком России механизм будет, скорее всего, довольно проблематично. На данный момент в российском законодательстве сложно найти правовой механизм, на базе которого можно было бы реализовывать эту схему, для ее легитимизации, скорее всего, необходимо будет принятие либо соответствующего закона, либо указа Президента РФ. Реализация этой схемы компенсации сопряжена с возникновением рисков обращения взысканий на иностранное имущество РФ по заявлениям иностранных инвесторов, но поскольку данная схема не предполагает конфискации активов, после качественной проработки правовой стороны вопроса схема может быть реализована.

Факт блокировки активов нерезидентов из недружественных юрисдикций на данный момент является весьма значимым для российского фондового рынка. Действия по проведению блокировки активов инвесторов, являющихся недружественными резидентами, были, безусловно, необходимыми и своевременными, выход инвесторов этой

группы из активов мог бы стать практически разрушительным для российского рынка.

По оценкам аналитиков, на данный момент около 50 % суммарного объема акций российских компаний находится на счетах «С», в целом объем активов иностранных инвесторов в акциях и облигациях российских компаний, по оценкам НАУФОР, составляет около 312 млрд долл.<sup>6</sup> Однако блокировка имела и негативные последствия: рынок по итогам этого действия потерял существенную часть ликвидности<sup>7</sup>, волатильность рынка серьезно выросла<sup>8</sup>, на этом фоне стала возможной серьезная активация операций группы «ripanddump» [11, с. 46], приводящих к сокращению возможностей по выстраиванию интересных для инвесторов инвестиционных стратегий [12, с. 200; 13, с. 8; 14, с. 51] и потере доверия со стороны розничных инвесторов к фондовому рынку.

Хотя бы частичная разблокировка активов российских инвесторов, если она произойдет, даст возможность определенным группам физических и юридических лиц свободно распоряжаться своими денежными средствами. Любой дополнительный приток денежных средств в текущих условиях для российского фондового рынка будет весьма позитивен [15, с. 161; 16, с. 12; 17, с. 17]. Ярким примером такого эффекта может служить кейс выплаты дивидендов в 2023 г. компанией ПАО «Газпром» – только на ожидании выплат рынок вырос более чем на 15 %. Существуют разные оценки возможного использования сумм, которые могут поступить по итогам разблокировки, но доминирующим вариантом среди оценок представителей брокерского бизнеса является следующий: после разблокировки приблизительно 80 % активов не будет конвертироваться в рубли и будет выведено из российской юрисдикции за пределы российской инфраструктуры; эта стратегия будет поддержана, прежде всего, владельцами крупного капитала. Но даже перспективная конвертация в рубли и поступление от 10 до 20 % от общей суммы заблокированных активов в Россию окажет заметное положительное влияние на национальный фондовый рынок. Наряду с эмитентами ценных бумаг и компаниями – профессиональными участниками ценных бумаг в число основных бенефициаров этого процесса войдет, прежде всего, Московская биржа. Дополнительное поступление денег на финансовый рынок страны в текущих условиях высокого санкционного давления особенно значимо для национальной экономики.

#### Литература

1. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В., Тишкина Н. П. Риски российского фондового рынка в условиях санкций и пути их преодоления // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. 2022. Т. 19, № 5 (125). С. 5–11. DOI: 10.21686/2413-2829-2022-5-5-11.
2. Семенкова Е. В., Томашенко А. А. Риски финансового рынка и проблемы финансовой индустрии / В сборнике: Финансовые стратегии и модели

экономического роста России: проблемы и решения // Сборник статей. – М: Издательство «Аудитор», 2017. С. 380–386.

3. Цуканов А. В., Анненская Н. Е. Оценка подверженности российских компаний финансового и нефинансового сектора процентному риску // Финансовые рынки и банки. 2020. № 4. С. 42–45.

4. Тропина Ж. Н. Изменение системы проведения корпоративных действий // E-Scio. 2018. № 7 (22). С. 1–5.

5. Тропина Ж. Н. Перспективы развития розничного инвестирования на облигационном рынке // Контентус. 2018. № 8 (73). С. 1–6.

6. Жданова О. А. Оборот цифровых финансовых активов и их базовые функции // Финансовая жизнь. 2022. № 3. С. 86–89.

7. Жданова О. А. Цифровые финансовые активы как инструменты финансирования деятельности компании // Финансы. 2022. № 8. С. 52–57.

8. Тропина Ж. Н. Размещение денежных средств на российском финансовом рынке частными инвесторами // Вестник ИЭАУ. 2020. № 28. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-01.pdf>.

9. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В. Проблемы привлечения физических лиц на российский фондовый рынок // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. 2023. Т. 20, № 1. С. 101–108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108.

10. Тропина Ж. Н. Защита прав инвесторов на рынке облигаций // Контентус. 2018. № 8 (73). С. 41–47.

11. Анашкина М. В. Методы противодействия недобросовестным практикам на российском рынке ценных бумаг // Экономика и управление: теория и практика. 2020. Т. 6, № 3. С. 46–52.

12. Зубов Я. О. Анализ и оценка эффективности стратегии на современном фондовом рынке России // Вестник РГГУ. Серия: Экономика. Управление. Право. 2022. № 3-2. С. 200–215. DOI: 10.28995/2073-6304-2022-3-200-215.

13. Рубцов Б. Б., Арронет П. В. Краткосрочная торговля акциями российских компаний с государственным участием: влияние изменений в дивидендной политике // Банковские услуги. 2022. № 12. С. 17–23. DOI: 10.36992/2075-1915\_2022\_12\_17.

14. Тропина Ж. Н. Количественные инвестиции как новый метод управления активами // Контентус. 2017. № 7 (60). С. 51–56.

15. Федорова Е. А., Мусиенко С. О., Афанасьев Д. О. Влияние российского фондового рынка на экономический рост // Финансы: теория и практика. 2020. Том 24, № 3. С. 161–173. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-3-161-173.

16. Брюховецкая С. В., Сардарян Ш. Г. Современное состояние финансового рынка России: актуальные проблемы и перспективы развития // Дискуссия. 2016. № 4 (67). С. 14–18.

17. Анненская Н. Е. Российский финансовый рынок и перспективы структурного финансирования // Банковские услуги. 2022. № 5. С. 8–14.

<sup>6</sup> URL: <https://naufor.ru/download/pdf/2022/Vestnik/12/press-conference.pdf>.

<sup>7</sup> См. подробнее. URL: <https://naufor.ru/download/pdf/2022/Vestnik/12/press-conference.pdf>.

<sup>8</sup> См. подробнее. URL: <https://www.moex.com/n54411/?nt=106> (дата обращения: 17.03.2023).

**Тропина Жанна Николаевна** – канд. экон. наук, доцент Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия.  
E-mail: tropina\_zanna@inbox.ru

## ACCOUNTING INFRASTRUCTURE RISKS – NEW INVESTMENT RISKS OF 2022

**Zh. Tropina**

*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia*

*The article deals with topical issues of a new type of risks that were realized on a large scale in 2022 for Russian investors who owned foreign securities. The author, investigating the problems of investors, analyzes the possible solutions offered by Western depository structures, evaluates the positive and negative consequences of a possible partial unblocking of assets for the liquidity level of the national stock market.*

**Key words:** stock market, investments, depositories, financial assets, brokers, accounting infrastructure, European clearing companies, inter-depository bridge, sanctions, asset blocking, risks.

### References

- Garnov A. P., Afanas'ev E. V., Tishkina N. P. Risks of the Russian stock market under sanctions and ways to overcome them, *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G.V. Plekhanova*, 2022, Vol. 19, No. 5 (125), pp. 5-11. DOI: 10.21686/2413-2829-2022-5-5-11. (In Russ.)
- Semenkova E. V., Tomashenko A. A. Risks of the financial market and problems of the financial industry, *Finansovye strategii i modeli ekonomicheskogo rosta Rossii: problemy i resheniya*, [Financial strategies and models of economic growth in Russia: problems and solutions], Collection of articles, Moscow: Izdatel'stvo "Auditor", 2017, pp. 380-386. (In Russ.)
- Tsukanov A. V., Annenskaya N. E. Assessment of the exposure of Russian financial and non-financial sector companies to interest rate risk, *Finansovye rynki i banki*, 2020, No. 4. pp. 42-45. (In Russ.)
- Tropina Zh. N. Changing the system of corporate actions, *E-Scio*, 2018, No. 7 (22). pp. 1-5. (In Russ.)
- Tropina Zh. N. Prospects for the development of retail investment in the bond market, *Kontentus*, 2018, No. 8 (73), pp. 1-6. (In Russ.)
- Zhdanova O. A. Turnover of digital financial assets and their basic functions, *Finansovaya zhizn'*, 2022, No. 3. pp. 86-89. (In Russ.)
- Zhdanova O. A. Digital financial assets as instruments for financing the company's activities, *Finansy*, 2022, No. 8, pp. 52-57. (In Russ.)
- Tropina Zh. N. Placement of funds on the Russian financial market by private investors, *Vestnik IEAU*, 2020, No. 28, pp. 6. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-01.pdf>. (In Russ.)
- Garnov A. P., Afanas'ev E. V. Problems of attracting individuals to the Russian stock market, *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G.V. Plekhanova*, 2023, Vol. 20, No. 1, pp. 101-108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108. (In Russ.)
- Tropina Zh. N. Protection of investors' rights in the bond market, *Kontentus*, 2018, No. 8 (73), pp. 41-47. (In Russ.)
- Anashkina M. V. Methods of countering unfair practices in the Russian securities market, *Ekonomika i upravlenie: teoriya i praktika*, 2020, Vol. 6, No. 3, pp. 46-52. (In Russ.)
- Zubov Ya. O. Analysis and evaluation of the effectiveness of strategies in the modern stock market of Russia, *Vestnik RGGU. Seriya: Ekonomika. Upravlenie. Pravo*, 2022, No. 3-2, pp. 200-215. DOI: 10.28995/2073-6304-2022-3-200-215. (In Russ.)
- Rubtsov B. B., Arronet P. V. Short-term trading in shares of Russian companies with state participation: the impact of changes in the dividend policy, *Bankovskie uslugi*, 2022, No. 12, pp. 17-23. DOI: 10.36992/2075-1915\_2022\_12\_17. (In Russ.)
- Tropina Zh. N. Quantitative investments as a new method of asset management, *Kontentus*, 2017, No. 7 (60), pp. 51-56. (In Russ.)
- Fedorova E. A., Musienko S. O., Afanas'ev D. O. The impact of the Russian stock market on economic growth, *Finansy: teoriya i praktika*, 2020, Vol. 24, No. 3. pp. 161-173. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-3-161-173. (In Russ.)
- Bryukhovetskaya S. V., Sardaryan Sh. G. The current state of the Russian financial market: current problems and development prospects, *Diskussiya*, 2016, No. 4 (67), pp. 14-18. (In Russ.)
- Annenskaya N. E. The Russian financial market and prospects for structural financing, *Bankovskie uslugi*, 2022, No. 5, pp. 8-14. (In Russ.)

### About the author

**Zhanna N. Tropina** – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Financial Markets and Financial Engineering of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.  
E-mail: tropina\_zanna@inbox.ru