

INNOVATIVE FINANCIAL ASSETS AS MEANS OF CALCULATION AND INVESTMENT:  
SEPARATE ISSUES OF ECONOMIC SECURITY

**Mankovsky I.A., Minsk branch of the Plekhanov Russian University of Economics, Deputy Director, Candidate of Law, Associate Professor**

**Annotation.** *The article analyzes the use of cryptocurrency in economic circulation, which acts as a means of payment for goods, works, services sold, recognized at the legislative level by a number of states; based on the analysis of the established advantages and possible negative qualities of cryptocurrency, directions for improving legislation are proposed in order to minimize threats to economic security in the event that cryptocurrency is introduced into economic circulation as a means of payment.*

**Keywords:** *cryptocurrency, world economy, globalization, economic integration, economic turnover, threat to economic security.*

УДК 336.764

ВЛИЯНИЕ ОРГАНИЗОВАННЫХ ДЕЙСТВИЙ НЕКВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА  
ФОНДОВЫЙ РЫНОК

**Колос Д.И., соискатель, УО «БГЭУ»**

**Аннотация.** *Рассматривается влияние организованных действий неквалифицированных инвесторов на фондовый рынок страны. Исследуются последствия действий неквалифицированных инвесторов на фондовом рынке. Исследуются действия регуляторов финансового рынка по предотвращению действий неквалифицированных инвесторов с целью манипулирования фондовым рынком.*

**Ключевые слова:** *неквалифицированные инвесторы, сабрэддиты, фондовая биржа, хедж-фонды, фондовый рынок, регуляторы фондового рынка.*

**Введение.** В истории фондового рынка было много обвалов, но одними из самых значительных стал крах в 1929, 1987, 2000 и 2008 годах. Но когда будет следующий обвал и какие события сегодня на фондовом рынке предвещают крушение мировой экономики? Согласно имеющимся на сегодняшний день доказательствам, на фондовом рынке формируется крупный пузырь. По некоторым финансовым показателям оценки на данный момент вероятность крушения фондового рынка значительно выше, чем эти показатели были до краха 1929 года, и на втором месте после обвала доткомов в 2000 году.

Одним из таких предвестников глобального обвала мирового фондового рынка стало событие, произошедшее на Нью-Йоркской фондовой бирже NYSE в январе 2021 года с манипулированием акциями компании GameStop (GME). Стоимость акций компании взлетела с \$20 долларов 12 января 2021 года до пика в \$468 долларов 28 января, принесла некоторым инвесторам впечатляющую прибыль и миллиардные убытки хедж-фондам, которые шортили (делали ставки на понижение) акции. GameStop — это американская розничная сеть по продаже видеоигр, акции которой падали шесть лет подряд из-за сокращения прибыли. Компания стала очень популярной среди инвестиционных фондов, которые все больше вкладывались в дальнейшее понижение ее акций. Чем больше сдавал позиции GameStop, тем больше богатели хедж-фонды.

**Основная часть.** К скачку стоимости акций GameStop привели не заявления о доходах или технологических прорывах компании. Причиной стала организованная акция по покупке опционов колл (данный вид опционов предполагает рост курса акций) со стороны розничных трейдеров Millennial и GenX, использующих брокерское приложение Robinhood и торгующих на заемные деньги или стимулирующие выплаты от государства.

Robinhood это онлайн-брокер, который позволяет торговать на бирже с помощью мобильного приложения без комиссии. Компанию основали два выпускника Стэнфорда — Влад Тенев и Байху Бхатт в 2012 году. Сервис пользуется большой популярностью в США. Число клиентов сервиса по итогам 2020 года выросло до 13 миллионов.

«Атака», вызвавшая рост котировок компании была спровоцирована сообщением на форуме r/WallStreetBets (WSB) платформы Reddit. Reddit — это американский социально-новостной портал, который популярен у пользователей по всему миру: в декабре 2020 года число уникальных посетителей платформы составило 1,7 млрд человек. На Reddit существуют подразделы —

сабреддиты. Создать сабреддит может любой пользователь, а управляют ими модераторы-волонтеры. Один из таких сабреддитов — посвященное фондовому рынку сообщество r/Wallstreetbets, на него подписано 4,2 млн человек.

При этом WSB не просто призвали покупать акции GameStop, но также заявили, что пора преподать Уолл-стрит и трейдерам крупных хедж-фондов урок. Хедж-фонды держали короткие позиции (short-ставки на понижение курсовой стоимости) в акциях GameStop. Массовые покупки привели к росту курса акций, из-за чего хедж-фонды понесли огромные убытки в миллиарды долларов. Некоторые сдались и покрыли шорты, что означало больше покупок, более высокие цены и больше убытков для хедж-фондов.

По оценке Business Insider, хедж-фонды Point72 (управляемый легендарным инвестором Стивом Коэном), Melvin Capital, Citron Research, D1 Capital и Maplelane Capital в совокупности потеряли более \$5 миллиардов долларов на ралли GameStop. Дела стали настолько плохи, что Citadel (американский многонациональный хедж - фонд и компания финансовых услуг) и Point72 пришлось вложить \$3 миллиарда долларов в Melvin Capital, чтобы удержать его на плаву.

Произошло это событие потому что благодаря своему исследованию, один из пользователей Reddit, обнаружил гигантскую короткую позицию по акциям компании GameStop, которая составляла 140% от объема акций в обращении. Неформальное движение по «разгону» акций GameStop было возглавлено этим пользователем, скрывающимся под ником Roaring Kitty («Ревущий Котенок»). Его настоящее имя Keith Gill, ему 34 года, и он финансовый консультант. У него есть свой YouTube-канал с более чем 94 000 подписчиков. В нем он рассказывает о своем подходе к инвестициям. И, в частности, он заявлял, что GameStop, по его мнению, недооценена и имеет отличные возможности для роста в онлайн, с сентября 2020 года рассказывая на Reddit про свои инвестиции в эту компанию.

Учитывая, что на самом деле торгуется только около 25% акций, короткая позиция значительно превышала данную цифру. У вышеуказанного пользователя созрел план: он собирался шортить тех, кто шортил. В переводе на простой язык, скупить акции. При существовавшей чрезмерно короткой позиции продавцы не смогли бы ее покрыть, и цена бы взлетела.

Вышеупомянутый пользователь достаточно давно вложил в акции GameStop \$50.000 долларов, которые в этом году обернулись \$48 миллионами. На фоне успешной торговли группа инвесторов начала постепенно расти. Как они выразились: «Уолл-стрит сделала нас в 2008 году. Теперь мы сделаем их!». Сама история началась, как уже отмечалось выше, еще осенью 2020 года. В ноябре стоимость бумаг GameStop на Нью-Йоркской фондовой бирже составляла около \$16 за штуку. Ожидалось, что они будут дешеветь и дальше, поэтому их выкупали шортселлеры (те, кто ставит на падение акций). GameStop — это международная сеть магазинов видеоигр, которая продает консоли, игровые диски и аксессуары в офлайн-магазинах. Она была основана в 2000 году в Далласе. Из-за ухода потребителей в онлайн продажи акции GameStop падали в течение последних 6-ти лет. Поэтому в сентябре 2019 года компания объявила о планах закрыть до конца года до двухсот неэффективных магазинов из имевшихся на то время 5700 (по всему миру) и разработать критерии для потенциального закрытия других магазинов. В 2020 году из-за пандемии COVID-19 сеть временно с марта по май закрыла большую часть своих магазинов во всем мире. Многолетнее ухудшение ее финансовых показателей давно сказывается на котировках акций компании. Еще в 2013 году они стоили \$55, а к середине 2020 года упали до \$4 за бумагу. Компания стала фаворитом шорт-продавцов из хедж-фондов на Уолл-стрит, ставящих на падение стоимости ее бумаг. В конце 2020 года пользователи Reddit возмутились таким поведением трейдеров - хедж-фондов (крупных институциональных инвесторов) и начали скупать акции компании, чтобы обесценить их инвестициями ростом цен на бумаги GameStop. Скачок стоимости вызвал и твит Илона Маска, в котором он опубликовал ссылку на сообщество частных инвесторов на Reddit. После этого акции GameStop подорожали на 130%.

Организовавшаяся группа розничных инвесторов скупала столько акций, сколько смогла, а затем подняла их стоимость с помощью опционов колл. Результатом стало короткое сжатие, и цена акции взлетела с \$4 (исторический минимум) до \$468 долларов. 28 января, Robinhood внезапно запретил трейдерам покупать акции GME. Акции упали до \$193 долларов, что на 45% ниже пика. Акции снова поднялись на торгах в пятницу 29-го января, но 1 февраля потеряли еще \$85 долларов.

Клиенты брокера Robinhood — молодые мужчины-миллениалы и представители поколения X, известные как Retail Bros не знали, о том, что Robinhood отдает деньги богатым, т.е. являясь бесплатным приложением для пользователей, зарабатывает деньги не за счет комиссии, а за счет

отправки потоков заказов в такие мега-хедж-фонды, как Citadel. Это позволило Citadel опередить Retail Bros благодаря технологии высокоскоростной торговли.

Когда в четверг, 28 января, Robinhood внезапно объявил, что клиенты больше не могут покупать акции GameStop, другие брокеры последовали их примеру. Retail Bros потеряли большую часть своей прибыли, когда акции GameStop рухнули.

Крупные банки, брокеры и хедж-фонды знают, как защитить свои интересы. По сути, хедж-фонды, клиринговые палаты и Robinhood объединились, чтобы сокрушить толпу розничных трейдеров, повышавших стоимость акций, которые хедж-фонды шортили. Из-за внезапного интереса пользователей Reddit к покупке акций GameStop сам Robinhood столкнулся с нехваткой средств. Ему пришлось занять \$500-600 млн у шести банков для расчета с клиентами. Кроме того, компания получила экстренное финансирование в размере \$3,4 млрд у инвесторов, в числе которых Sequoia Capital и Ribbit Capital (венчурные американские фонды).

Ссуды от JPMorgan и Goldman Sachs спасли Robinhood, а в это время мега-хедж-фонд Citadel закулисно потянул за ниточки, чтобы заставить Robinhood приостановить торговлю.

На данный момент, кажется, сражение вокруг GameStop закончилось ничьей. Хедж-фонды потеряли более \$5 миллиардов, но Retail Bros также понесли убытки в миллиарды долларов, когда GameStop обвалился.

Юридические последствия не заставили себя ждать. 29 января на Robinhood был подан коллективный иск от имени всех дневных трейдеров (более чем от 100 частных инвесторов, многие из которых не являются гражданами США) которые оказались в невыгодном положении из-за частичного закрытия розничной торговли. Запрет на торговлю был назван незаконным и направленным на удовлетворение интересов крупных игроков, которые ранее ставили на падение акций. Инвесторы считают, что ограничения ввели без законной причины в интересах «крупных институциональных инвесторов», а не своих клиентов, для манипуляций рынком ценных бумаг. В иске также говорится, что Robinhood лишил частных инвесторов возможности инвестировать «целенаправленно и сознательно». Платформа может понести ответственность за ущерб в миллиарды долларов по коллективному иску. Одновременно, притворявшийся любителем трейдер, известный в YouTube под ником «Ревущий котенок», ставший инициатором разгона акций компании GameStop, потерял статус брокера, сообщило агентство Reuters.

В феврале 2021 года Джиллу (Keith Gill) предъявили коллективный иск по обвинению в нарушении законов о ценных бумагах и нанесении «огромных убытков» инвесторам. Финансовый регулятор Массачусетса продолжает разбирательство параллельно с судебным расследованием.

История с акциями GameStop говорит о нездоровом состоянии финансовых рынков в текущий момент. То, что мы видим, — это хаотизация рынка, на который в последний год пришел огромный объем ликвидности в результате программ количественного смягчения и поддержки экономик со стороны монетарных властей. За время пандемии на фондовый рынок хлынула волна мелких частных инвесторов, их доля в торговле акциями выросла до 20% и стала силой, способной двигать рынок и менять привычки даже умудренных опытом банкиров с Уолл-стрит. Кроме того, начинающие трейдеры пользовались кредитным плечом, что позволяло с небольшим объемом базовых средств проводить крупные сделки. Это не разовая история, это новая нормальность, которая будет развиваться как минимум в среднесрочной перспективе. Мы видели очень много пузырей на рынке акций в исторической ретроспективе, но все они были созданы институциональными инвесторами из-за переоценки перспектив компаний. История с GameStop отличается тем, что стоимость компании «разогнали» непрофессиональные розничные инвесторы, которые не всегда могут правильно оценить перспективы тех или иных компаний. На рынке появилась новая диспропорция: группы объединившихся инвесторов научились серьезно двигать котировки. Случился прецедент, когда не регулятор, например, SEC (Комиссия по ценным бумагам США) закрыл торговлю акциями пока рынок не остынет, а это сделали брокеры. Действия брокеров, которым не понравилось происходящее и они закрыли торговлю, является нарушением прав инвесторов. Брокеры могут сослаться на свои оферты, на основании которых они предоставляют доступ к рынку, но по факту — это дискриминация, поэтому интересно, что скажет американский суд.

Инвесторы на других рынках могут извлечь из этой ситуации важный урок: **Когда вы полагаетесь на биржи и бумажные контракты для получения прибыли, помните, что правила игры могут внезапно поменяться, и вы потеряете все свои позиции и будущий доход.** Ситуация с GameStop оказалась настолько неординарной, что объединила политиков с разных

концов политического спектра Америки. Даже консервативный сенатор-республиканец Тед Круз и прогрессивная конгрессмен-демократ Александрия Окасио-Кортес сумели договориться.

В этот раз они согласились с тем, что решение онлайн-брокера Robinhood от 28 января приостановить торговлю акциями GameStop было вопиющим злоупотреблением властью.

Тед Круз призвал провести расследование, которое состоялось в форме слушаний в Конгрессе и запросов SEC. Между тем, Александрия Окасио-Кортес заявила, что необходима детальная информация по решению платформы запретить розничным инвесторам приобретать акции, назвав действия брокера «неприемлемыми». Она отметила, что поддержала бы слушание в комитете палаты по финансовым услугам, если бы пришлось выяснить, почему Robinhood запрещает частным инвесторам приобретать акции, никак при этом не ограничивая трейдерские возможности хедж-фондов. Депутат палаты представителей По Кханна также поддержал своих коллег в сложившейся ситуации с GameStop. Он заявил, что сложившаяся вокруг акций компании ситуация демонстрирует демократизацию доступа к ценным бумагам, дающую большому количеству людей право влиять на экономику.

В конце февраля 2021 года в Конгрессе США прошли слушания с участием главы онлайн брокера Robinhood Владимира Тенева. Вместе с Теневым в Конгресс вызвали миллиардера Кена Гриффа, основателя фонда Citadel, подразделение которого осуществляет процессинг операций для Robinhood, в связях с которыми обвиняли Robinhood. Также в Конгресс был вызван главный исполнительный директор платформы Reddit Стив Хаффман, генеральный директор Melvin Capital Management Габриэль Плоткин и трейдер Кит Гилл, которого считают одним из предводителей непрофессиональных инвесторов, обитающих на Reddit и разогнавших акции GameStop. Теневу прежде всего пришлось оправдываться за ограничения, которые Robinhood ввел на торговлю GamesStop, — из-за этого компанию обвинили в связях с хедж-фондами. Бизнесмен эту связь в своих показаниях всячески отрицал и утверждал, что был вынужден ограничить торговлю только из-за того, что Robinhood просто не мог продолжать вливать миллиарды долларов депозитов на клиринговые счета — это обязанность брокера, чтобы покрыть возможные риски неисполнения сделок. Он придерживался высказанной им ранее точки зрения, согласно которой блокировка операций с ценными бумагами ряда компаний и ввод лимитов стали необходимыми мерами. Свое мнение Тенев объяснил тем, что таким образом компания пыталась соблюсти установленные регуляторами нормативные требования, возложив ответственность за приостановку торгов на Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) США. По его словам, Robinhood заблокировал операции с некоторыми активами, чтобы выполнить «нормативные требования к депозитам», определенные регулятором. Особое внимание Тенев уделил правилу, которое требует, чтобы операции с акциями проводились в течение двух дней.

Глава Robinhood настаивает, что SEC должна изменить правила торговли, чтобы клиринговые палаты могли проводить расчеты в режиме реального времени, игнорируя двухдневный расчетный период.

Глава Американской ассоциации торговцев ценными бумагами Кристофер Иаковелла, представивший в своих показаниях позицию клиринговых палат, назвал попытки Тенева свалить на них ответственность «дымовой завесой»: система работала так, как должна была, чтобы защитить рынок, а недокапитализированный брокер, безусловно, представлял бы опасность.

Отдельное опасение у конгрессменов, неоднократно ранее слушавших представителей Facebook и Twitter, предсказуемо вызвал тот факт, что никто не способен контролировать контент в интернете, который напрямую влияет на ситуацию на бирже. Сообщения в социальных сетях делают больше для движения рынка, чем легитимная, существенная информация, что создает огромный риск.

Глава Robinhood не стал раскрывать средний показатель прибыли пользователей своего приложения, но другую важную для бизнеса цифру Теневу все-таки пришлось раскрыть: оказалось, что Robinhood генерирует не менее 50% своего дохода за счет PFOF — payment for order flow, или платы за поток заявок. PFOF — механизм, который позволяет клиентам Robinhood торговать без комиссий. Процесс построен так:

1. Инвестор подает заявку на покупку или продажу ценной бумаги своему брокеру — в любом случае, Robinhood.
2. Robinhood передает заявку маркетмейкеру, который фактически должен будет совершить сделку. За передачу заявок маркетмейкеры платят Robinhood процент от сделки.

3. Заявка исполнена. Маркетмейкер заработал на сделке за счет того, что купил ценные бумаги чуть ниже той цены, по которой они продавались инвестору. То есть он получает разницу в виде спреда.

Только за последний квартал доход онлайн-брокера от платы за поток заявок составил примерно \$220 млн, по оценкам TechCrunch (интернет-издание о стартапах, интернет-бизнесе, инновациях и веб-сайтах). В начале 2020 года, по данным Forbes, PFOF составляла 70% дохода Robinhood. Для сравнения, брокеры Charles Schwab и E-Trade тоже работают по системе PFOF: они получают за поток заявок по 3% и 17% от годовой выручки соответственно. То есть Robinhood зарабатывает на этом в десятки раз больше. Именно этот механизм (payment-for-order-flow) позволяет Robinhood не брать комиссию с пользователей. Как и большинство брокеров, он не проводит сделки сам. Это делают маркет-мейкеры — крупнейшие участники фондового рынка: банки, крупнейшие фонды и брокеры. Они покупают бумаги на рынке по минимально возможной цене, а сделку по заявке брокера исполняют по немного более высокой рыночной цене, зарабатывая на этой разнице — незначительной для розничных сделок, но на объемах маркет-мейкеров дающей ощутимую прибыль. Robinhood получает от маркет-мейкеров комиссию за привлечение заявок — это и есть PFOF.

Участники рынка и раньше предполагали, что на PFOF у Robinhood приходится аномально высокая доля выручки, но 50% — это в десятки раз больше, чем зарабатывают на таких комиссиях другие «народные брокеры». Этот механизм позволяет формально торговать бумагами без комиссий, зато инвесторы получают бумаги не по самым выгодным ценам. Ассоциация FINRA (Управление по регулированию финансовой индустрии), регулирующая деятельность американских брокеров, в 2019 году оштрафовала Robinhood на \$1,5 млн за нарушение обязательства перед клиентами предоставлять им максимально возможные выгодные цены.

История с разгоном акций GameStop только начала набирать обороты. Ко всем прочим расследованиям собственное дело завели отдел по борьбе с мошенничеством минюста США и прокуратура в Сан-Франциско. Кроме того, делом заинтересовалась Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC). В июле онлайн-брокер был оштрафован регуляторами на \$70 млн за системные сбои и предоставление ложной и вводящей в заблуждение информации клиентам.

В конце августа 2021 года в интервью изданию Barron's глава Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) Гэри Генслер заявил, что SEC может запретить схему с оплатой за поток ордеров (PFOF, payment for order flow), которую используют многие онлайн-брокеры, например, Robinhood. Механизм позволяет онлайн-брокерам, таким как Robinhood, предлагать клиентам торговлю с нулевыми комиссиями.

Гэри Генслер отметил, что payment-for-order-flow — спорная практика, которую регулятор может запретить в ближайшее время. По словам главы SEC, на его столе уже лежит документ, подписание которого может стать концом применения PFOF на рынке США.

Любой использующий данную модель онлайн-брокер, получив заявку от клиента, не исполняет ее на бирже, а перенаправляет потоки клиентских ордеров для исполнения высокочастотным фондам. Кто из них предложит больше за посредничество, тот и выполняет заявку так, чтобы получить небольшую прибыль на спреде. Затем он делится процентом этой прибыли с онлайн-брокером.

Одной из главных проблем payment-for-order-flow является непрозрачность этой модели для клиентов. Так, маркетмейкеры (HFT-фонды) могут выставить инвестору далеко не самую выгодную для него цену сделки. Чтобы понять масштабы применения PFOF в США, достаточно посмотреть на отчетность Robinhood — 60% выручки компания получила от применения данной модели.

Фонды маркет-мейкеры получают данные первыми. Они могут сопоставить покупателей и продавцов потока ордеров. Практика имеет выраженный **конфликт интересов**. В ряде стран, например, в Великобритании, подобная практика находится под запретом.

В SEC обратили внимание на то, что работа с ценными бумагами, которые попали под прицел частных групп трейдеров, может быть высокорискованной для других инвесторов. В связи с этим представители Комиссии считают, что онлайн-брокеры, которые предлагают клиентам доступ к проведению торговых операций с такими бумагами, должны предупреждать пользователей о подводных камнях.

Напомним, Robinhood не проводит сделки самостоятельно. Платформа передает заявки маркет-мейкерам — крупным фирмам, которые выступают в роли покупателей и продавцов на биржах. За то, что Robinhood поставляет им заявки, платформы выплачивают онлайн-брокеру

комиссию. В SEC считают, что такой подход к работе позволяет брокерам снимать с себя часть ответственности. Представители Комиссии хотят, чтобы Robinhood и ему подобные платформы действовали больше, как доверенные лица, а не как пассивные участники рынка. Также регуляторы усмотрели риски в геймификации процесса инвестирования онлайн-брокеров. Простоту интерфейса Robinhood и ему подобных площадок Комиссия определяет, как попытку вовлечь инвесторов в процесс приобретения высокорискованных акций.

Представители онлайн-брокера Robinhood по итогам финансового отчета за II квартал заявляли, что они не ожидают введения запрета на применение модели PFOF, и если это произойдет, компания справится с возникшей ситуацией. Запрет PFOF может привести Robinhood к серьезным потерям. Брокер использует payment for order flow на рынке акций и опционах, а в криптовалютных сделках – получает transaction rebatе (скидку по сделке), что по сути тоже является платой за поток заявок. На конец 2020 года онлайн-брокер получил 75% выручки за счет продажи заявок маркетмейкерам, а на конец второго квартала 2021-го – уже 79% выручки.

Онлайн-брокер может найти лазейку в торговле криптовалютами с применением данной модели. Пока что официальному регулированию на территории США они не подлежат, а значит, до конца не ясно, распространится ли на них запрет. Robinhood наверняка будет активнее развивать предложение нулевых комиссий на данном направлении.

По итогам отчета за II квартал уже можно заметить, что выручка от транзакций сместилась в сторону криптовалют — увеличение с 25% до 50%. Также в процентной доле выручки от применения PFOF модели произошло смещение от Citadel Securities (в 1-ом квартале 2021 г. 43% от общей выручки брокера были получены от продажи потока клиентских ордеров фонду Citadel) в сторону HFT-фондов, зарегистрированных за пределами США — Tai Mo и Susquehanna. Для инвесторов онлайн-брокера это только добавило рисков. Акции онлайн-брокера после публикации интервью главы SEC упали на 7%.

Популярность Robinhood среди розничных клиентов сильно снизилась. Теперь они, вероятно, найдут другое место для торговли. Держатели коротких позиций действительно понесли убытки. Скорее всего для вложений инвесторы использовали выплаты государства, но кого во время мании волнуют нюансы. Воодушевленные успехом, покупатели сосредоточились на других компаниях: в первую очередь на сети кинотеатров AMC Theaters. После чрезвычайно успешного рейда на Уолл-стрит, совершенного организовавшей группой розничных инвесторов, начались разговоры о том, что борьба с Уолл-стрит может быть продолжена.

В свете всего вышесказанного следует поделить ключевую информацией о том, кто же действительно заработал от роста акций GameStop. Логично предположить, что от роста акций GameStop выиграли акционеры, чьи акции выросли в цене. Однако самые крупные акционеры GameStop далеко не пользователи Reddit, а те самые богатые люди или крупные финансовые институты, против которых и выступает движение WallStreetBets.

Так, с начала 2021 года бумажная прибыль у совладельцев GameStop выглядела следующим образом: 1) Топ-10 финансовых инвесторов - прибыль \$13 млрд.; 2) Ryan Cohen, миллиардер, крупнейший акционер GameStop - прибыль \$2.7 млрд.; 3) Donald Foss, миллиардер из Мичигана, крупнейший акционер GameStop- прибыль \$1.1 млрд.; 4) Топ-менеджеры и директора GameStop - прибыль \$300 млн.; 5) Из сообщества WallStreetBets известно лишь о нескольких «победителях» в потерею: тех, кто выложил скриншоты с бумажной прибылью в размере \$20-50 млн. долларов; 6) Однако следует помнить - при блокировке торговых операций брокерами в четверг 28 января, акции GameStop падали на 60%. Так как многие ритейл трейдеры (мелкие, розничные инвесторы) совершали операции с плечом в 2-3 раза (кредитование для покупки акций), то позиции многих людей были принудительно ликвидированы брокерами в результате так называемых margin-call (принудительное закрытие убыточных позиций клиента брокером в случае нехватки средств на счету клиента для покрытия текущего убытка). Иными словами, ритейл инвесторы, присоединившиеся не в самый лучший момент, за несколько волатильных часов потеряли до 100% вложенных средств.

Теперь рассмотрим кто же пострадал от роста таких акций, как GameStop.

На 28 января, по данным фирмы Ortex (информационная финансовая компания), убытки хэдж - фондов от позиций в «шорт» (ставки на падение стоимости акций) в американских акциях составляли \$70 млрд. Чьи это деньги, и кто в конечном итоге несет эти убытки.

Отчет Preqin (финансовая компания, предоставляющая данные и информацию о рынке альтернативных активов, а также инструменты поддержки инвестиций в альтернативные активы)

показывает, что основные поставщики капитала хэдж - фондам – это публичные, корпоративные пенсионные фонды, фонды при университетах, благотворительные организации и т.д.

В медиа сложился предрассудок о том, что хэдж - фонды – привилегия ультрабогачей. Это не так. Существенная часть капитала им выдана из пенсионных фондов, которые управляют накоплениями обыкновенных людей. Это стандартная практика в Северной Америке и Европе. Соответственно, когда хэдж - фонд теряет деньги, – их теряет и конечный инвестор пенсионного фонда в лице среднего класса.

В случае продолжения взлета — дальнейшего «шорт сквиза» ((от англ. - short squeeze - короткое сжатие) — резкое движение цены вверх с последующим резким откатом вниз) возможно падение всего широкого рынка. Это связано со следующим: торговля хэдж – фондов (торговая стратегия, при которой на разных рынках открываются разнонаправленные сделки) работает так, что в среднем они имеют gross (валовые) позиции в размере от 2.5-3.0 раза управляемого капитала. Так, например, у вас есть \$100, на них вы покупаете акции ABC, а еще на \$100 вы можете «пошортить», скажем, XYZ. После двух операций, при обычной рыночной динамике, ваш усредненный риск к движениям рынка равен нулю ( $+100 - 100 = 0$ ).

По данным Goldman Sachs, текущий уровень кредитного плеча у хэдж- фондов составляет 260%. Однако, чтобы остаться с «0» риска при убытках по одним позициям, придется продать другие. В результате истории с GameStop хэдж-фонды были вынуждены продавать свои позиции абсолютно во всех рыночных секторах. Разве падение широкого рынка хорошо для обывателя?

Иными словами, при продолжении "шорт сквиза", в течение определенного периода времени хэдж - фонды, вероятно, будут вынуждены быстро распродавать качественные бумаги широкого рынка. Это в том числе наносит краткосрочный урон долгосрочным инвесторам любого типа.

Можно ли назвать розничных инвесторов новой силой на Wall Street?

Отдельных счастливиц, которым удалось купить краткосрочные опционы по еще низким ценам (с низкой implied volatility – вмененная волатильность), можно назвать, скорее, победителями в лотерею в момент, когда «казино» немного сломалось, чем новой силой.

Следует отметить что произошедшее стало возможным в результате:

- организации сообщества розничных трейдеров на Reddit и широкого распространения торгового приложения Robinhood;
- большого количества акций, проданных в короткую (~140% всех акций GameStop было «в шорте»). На сегодня сокращение позиций снизилось до ~ 120%;
- наличия дешевых call-опционов с низкой вмененной волатильностью (один из компонентов оценки стоимости опциона);
- существования узкого сообщества энтузиастов, торгующих со смартфонами, ограниченного своим количеством и несколькими брокерами. Брокер Robinhood, как уже отмечалось выше, сам оказался под угрозой банкротства;
- Robinhood и прочие брокеры полностью запретили открытие новых сделок и лимитировали позиции во многих акциях.

Robinhood, как и другие брокеры, обязаны иметь депозиты в клиринговом центре при бирже. Роль клирингового центра – обеспечить справедливые взаимозачеты между участниками рынка. Так, центральная клиринговая палата на Wall Street (Depository Trust & Clearing Corporation) обязала Robinhood внести крупные депозиты в результате сложившейся повышенной волатильности.

Чтобы выполнить данное требование и не потерять лицензию (не обанкротиться), Robinhood был вынужден использовать свои открытые кредитные линии и за несколько часов привлечь не менее \$500 млн. у консорциума крупнейших банков. Вдобавок, пришлось привлечь акционерный капитал у крупнейших инвесторов. Общая сумма предоставленного капитала составила \$3,4 млрд.

Получается, что крупные финансовые гиганты, которых на Reddit называют «злом», спасли от банкротства брокера для миллениалов Robinhood.

Иначе новоиспеченные миллионеры могли бы остаться лишь с обанкротившимся брокером, а вместо нескольких миллионов получить всего лишь максимальные \$500 тысяч (застрахованная правительством США сумма). Таким образом, тезис о том, что ритейл инвесторы становятся «новой силой» далек от реальности. Ритейл инвесторы в данной ситуации стали лишь топливом для роста, берущим на себя рыночный риск при покупке опционов, а финансовая отрасль чуть сложнее, чем просто приложение на смартфоне.

Рынки капиталов существуют для того, чтобы бизнесы и государства могли привлекать капитал, а те, кто накопил сбережения, смогли бы их разместить в диверсифицированном портфеле.

Если стоимость активов становится безгранично волатильной, то происходит существенное отклонение от справедливых цен, система переживает кризисные моменты и есть неочевидная пострадавшая сторона, о которой никто не говорит. Последствия противостояния крупных хедж-фондов и пользователей интернет-форума Reddit постепенно добрались и до России.

Одна из бумаг, которые скупали на Reddit, — American Airlines — допущена к торгам на Санкт-Петербургской бирже, где россияне торгуют иностранными акциями. Ее котировки на Санкт-Петербургской бирже взлетели на 80%, и ЦБ пришлось специально повышать для нее границу ценового коридора. В начале февраля короткие позиции по акциям American Airlines и Bed Bath & Beyond, которые также подскочили в цене именно благодаря скоординированным действиям, организованным пользователями Reddit, принудительно закрыл крупный российский брокер «Тинькофф Инвестиции». В компании решение объяснили тем, что у данных ценных бумаг наблюдается высокая волатильность. У многих в связи с этим возник закономерный вопрос: и что? Разве риски инвестора — не дело самого инвестора? Эксперты называют принудительное закрытие позиций «обычной практикой брокеров», которые таким образом пресекают любые манипуляции рынком. То, что сейчас ограничивать операции в первую очередь начали именно инновационные брокеры, рассчитанные на широкий круг небольших инвесторов, — не случайность. По мнению экспертов, из-за того, что вложения порой даже в рискованные финансовые инструменты становятся слишком легкими, на финансовый рынок массово устремляются наименее защищенные категории инвесторов, которые в обычных условиях, скорее покупали бы безопасные облигации. В результате возникают ситуации, которые не укладываются в классические модели финансового рынка — и это вызывает реакцию даже не столько со стороны самих брокеров, сколько со стороны регуляторов типа Центробанка. Теперь регуляторы начинают исправлять свои ошибки, вводя ограничения на доступность заемных средств для клиентов инновационных брокеров. В случае с брокером Robinhood со стороны депозитарно-трастовой и клиринговой корпорации были потребованы неподъемные несколько миллиардов долларов дополнительного гарантийного обеспечения по открытым позициям клиентов. А в случае с «Тинькофф Инвестиции» Санкт-Петербургская биржа подняла штрафы за непоставку ценных бумаг участникам клиринга до 400% как раз по тем акциям, которые пытались «разогнать» пользователи инновационных брокеров, а также подняла гарантийное обеспечение по ним до 100%.

Сильный ажиотаж и волатильность российских акций также привлекли внимание ЦБ, который задумался о возможности временного ограничения доступа неквалифицированных инвесторов к акциям, чьи котировки резко растут на фоне манипулятивных атак.

Российским инвесторам с ограничениями, введенными Санкт-Петербургской биржей в связи с вышеизложенными событиями, все-таки приходится сталкиваться реже, чем тем же американским. По той простой причине, что на Российской бирже и так небольшим частным инвесторам можно далеко не всё. А судя по мерам, принимаемым ЦБ РФ, скоро разрешено будет еще меньше. С 01 октября 2021 года согласно законопроекту принятого Госдумой в первом чтении, тестирование для неквалифицированных инвесторов станет обязательным. По сути, главным регулятором уже выступает российское государство, которое решает, насколько инвестор способен отвечать за свои действия и связанные с ними риски. Вывод из всего этого простой - брокеры заинтересованы в том, чтобы не дать неопытным инвесторам пойти на слишком рискованные для них шаги, и в связи с этим ограничения на какие-либо финансовые операции — обычная практика. Это одно из правил фондовых рынков, а на правила нужно соглашаться, если собираешься по ним играть. Банк России после событий в США, когда частные инвесторы, объединившись на разных платформах и в социальных сетях сообщами покупали и продавали акции низколиквидных компаний, взвинтив их цены в несколько раз, обсуждает с Московской биржей механизмы купирования таких рисков на российском рынке. Одним из таких механизмов может быть временный перевод бумаг, где были замечены манипуляции по "разгону" цены, в список акций, предназначенных только для квалифицированных инвесторов. Попытка повторить в России феномен американской GameStop, акции которой взлетели на сотни процентов на скоординированных покупках пользователей соцсетей, была задавлена в зародыше.

ЦБ РФ заблокировал 60 брокерских счетов физических лиц, которых уличил в попытке искусственно разогнать на МосБирже котировки компании «Россети Юг».

В малоликвидных бумагах, где обычно совершается 200-600 сделок в день на сумму не более 1,5 млн рублей, были выявлены «нерыночные операции» в пятницу 05 марта 2021 года около 16.00 мск., и их сразу заметил ситуационный центр ЦБ РФ, хотя существенно сдвинуть котировки

telegram-манипуляторам не удалось. Они колебались между 0,0461 и 0,04995 рубля, но объемы торгов взлетели. За день с бумагами «Россети Юг» было совершено более 2 тысяч сделок объемом 15 млн рублей, что почти в 10 раз выше среднего значения (обычно с акциями этой компании совершается 200-600 сделок в день объемом до 1,5 млн рублей).

Нерыночное ценообразование продолжалось порядка получаса, и после его выявления автоматические системы ситуационного центра начали искать, с чем оно могло быть связано. Были установлены Telegram-каналы, в которых распространялась информация о вовлечении в скоординированные действия. Зарабатывать участники этого канала хотели на продаже купленных бумаг по повышенной цене другим частным инвесторам и координировались уже для создания аналогичных манипуляций при операциях с другими бумагами. В Telegram-канале инвесторам давались поручения на покупку этих бумаг, однако борьба, в отличие от американского рынка, велась не с хедж-фондами, а с инвесторами, которые "заходили" в акцию на фоне роста интереса к ней. Среди заблокированных счетов физических лиц для дальнейшего выяснения ситуации были, как и те инвесторы, которые непосредственно совершали операции в момент появления соответствующей рекомендации в Telegram, так и те, которые совершали операции с этими бумагами до этих рекомендаций. Под блокировку попали клиенты крупнейших брокеров, включая Сбербанк, ВТБ, Тинькофф банк, Альфа-банк, БКС, «Открытие брокер» и «Атон».

Решение о блокировке было принято для предотвращения дальнейшего нарушения справедливого ценообразования и устранения угрозы правам лиц и частных инвесторов на рынке. Были установлены как непосредственные участники, так и лица, вовлекавшие трейдеров в сделки.

Квалифицировать происходящее как манипулирование рынком или нет, ЦБ еще не решил. Он призвал воздерживаться от организации и участия в подобных скоординированных действиях на организованных торгах. На сегодняшний день российским Центробанком установлен перечень финансовых инструментов, к торговле которыми не могут быть допущены неквалифицированные инвесторы без прохождения тестирования.

**Заключение.** Как показала эта история, манипулирование ценой на мировых фондовых рынках возможно не только хедж-фондами и банками маркет-мейкерами, в сговор могут вступить и розничные трейдеры-любители. И в обоих случаях это игра не по регулирующим рынок законам, а хаос ведущий к разрушению доверия инвесторов, где каждая попытка искусственного манипулирования фондовым рынком может стать тем толчком, который свергнет мировую экономику в глобальный кризис. Влияние организованных действий неквалифицированных инвесторов не только не осталось незамеченным на фондовом рынке – оно вызвало целую цепь событий, влияющих на фондовый рынок, как со стороны регуляторов, так и со стороны всех участников рынка. Активность на форуме WallStreetBets постепенно стала учитываться для оценки происходящего на рынке ценных бумаг. Например, был создан трекер настроений этого сабреддита, который отслеживает количество тредов (связей) с упоминаниями тех или иных компаний.

Возможна ли подобная ситуация на Белорусской Валютно-Фондовой Бирже. Сегодня, конечно же нет. Но опыт, который получили финансовые рынки других государств от действия неквалифицированных инвесторов, должен быть учтен Белорусским регулятором национального фондового рынка.

#### СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. WallStreetBets Reddit Group: What Is It? [Electronic resource] Mode of access: <https://www.coindesk.com/wallstreetbets-reddit-group>. – Date of access: 17.03.2021.
2. Станет ли рынок серебра следующим после gamestop. [Электронный ресурс]. – 2021 – Режим доступа: <https://www.zolotoy-zapas.ru/news/market->
3. Analytics/stanet-li-rynok-serebra-sleduyushchim-posle-gamestop. – Дата доступа: 17.03.2021.
4. Инвесторы пошли по ложным каналам. [Электронный ресурс]. – 2021 – Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4722663>. – Дата доступа: 17.03.2021.

#### THE IMPACT OF ORGANIZED ACTIONS OF UNQUALIFIED INVESTORS ON THE STOCK MARKET

Kolos D.I., applicant, Belarusian State University of Economics

**Annotation.** *The influence of organized actions of unskilled investors on the country's stock market is considered. The consequences of the actions of unqualified investors in the stock market are investigated. The article examines the actions of financial market regulators to prevent the actions of unqualified investors in order to manipulate the stock market.*

**Keywords:** *unqualified investors, subreddits, stock exchange, hedge funds, stock market, stock market regulators.*