

Международный опыт и текущее российское законодательство в части надзора маржинального кредитования

Э.С. Емельянова¹

¹ Банк России

АННОТАЦИЯ

В статье проанализирован международный надзорный опыт Европейского Союза в части контроля за осуществлением коротких продаж. Анализ проводился с целью определения дальнейших ключевых направлений развития российского рынка маржинального кредитования. Кроме того, в статье рассмотрено действующее российское законодательство в части надзора за необеспеченными сделками, регулируемое вступившим в силу с 1 июля 2019 года указанием Центрального банка Российской Федерации. Полученные результаты анализа позволили провести сравнительную характеристику регулирования коротких продаж в европейской и российской юрисдикции, а также сделать прогноз касательно гипотетических трансформаций действующего российского законодательства.

Анализ европейского опыта в части контроля за осуществлением коротких продаж, установленных SSR к раскрытию информации о коротких позициях, к ограничениям в отношении коротких продаж, к полномочиям и обязательствам ESMA и др., позволяет прийти к заключению о том, что регулирование в российской юрисдикции может быть расширено не только за счет усложнения механизма предоставления маржинального займа путем включения в портфель клиента сложных нелинейных инструментов, но и за счет установления требований по раскрытию информации о высококонцентрированных коротких позициях и установлении при этом постоянно пересматриваемой пороговой величины. В статье сделано предположение о том, что обозначенные направления развития регулирования коротких продаж в части расширения полномочий регулятора также повысят прозрачность посреднической деятельности и финансового рынка, обеспечив при этом надежную защиту интересов клиентов финансовых посредников.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

маржинальное кредитование, непокрытые позиции, короткие продажи, необеспеченные сделки.

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Емельянова Э.С. (2019). Международный опыт и текущее российское законодательство в части надзора маржинального кредитования // Стратегические решения и риск-менеджмент. Т. 10. № 4. С. 342–351. DOI: 10.17747/2618-947X-2019-4-342-351

The international experience and the current Russian legislation regarding supervision of marginal crediting

E.S. Emelyanova¹

¹ The Central Bank of the Russian Federation

ABSTRACT

The article analyzes the international Supervisory experience of the European Union in terms of monitoring the implementation of short sales. The analysis was carried out in order to determine further key directions of development of the Russian market of margin lending. In addition, the article also considers the current Russian legislation in terms of supervision of unsecured transactions, regulated by the Decree of the Central Bank of the Russian Federation, which entered into force on July 1, 2019. The obtained results of the analysis allowed to make a comparative characteristic of the regulation of short sales in the European and Russian jurisdictions, as well as to make a forecast regarding the hypothetical transformations of the current Russian legislation.

The analysis of the European experience in part of control of implementation of the short sales established by SSR to disclosure of information on short positions, to restrictions on short sales, to powers and ESMA obligations, etc., allows to come to conclusion that regulation in the Russian jurisdiction can be expanded not only due to complication of a procedure for granting of a marginal loan by inclusion in a portfolio of the client of difficult nonlinear tools, but also due to establishment of requirements for disclosure of information on the high-concentrated short positions and establishment of thus constantly reconsidered threshold size. In article the assumption that the designated directions of development of regulation of short sales regarding expansion of powers of the regulator also will increase transparency of intermediary activity and the financial market is made, having provided thus reliable protection of interests of clients of financial intermediaries.

KEYWORDS:

margin lending, uncovered positions, short sales, unsecured trades.

FOR CITATION:

Emelyanova E.S. (2019). The international experience and the current Russian legislation regarding supervision of marginal crediting. *Strategic Decisions and Risk Management*, 10(4), 342–351. DOI: 10.17747/2618-947X-2019-4-342-351

1. ВВЕДЕНИЕ

Заклячая сделки на рынке ценных бумаг, клиент имеет возможность использовать не только собственные, но и заемные денежные средства, которые могут быть предоставлены брокером. В данном случае заемные средства получили название «маржинальные», а алгоритм использования заемных средств – «маржинальное кредитование» [Пономарев, 2008]. Маржинальные сделки появились в современной практике брокерского бизнеса в начале 1990-х годов и постепенно стали неотъемлемой его частью, поскольку обеспечивают привлечение и удержание наиболее активных клиентов, а также формируют значительную долю доходов брокеров [Мухаметшин, Рыжиков, 2010].

Рыночная востребованность и популярность среди клиентов маржинальных сделок приводили к периодической модернизации правового регулирования и контроля за маржинальным кредитованием, поскольку несовершенство регламентирующих норм вынуждало брокеров подстраивать свою деятельность под установленные регулятором правовые рамки. Примером такой трансформации стало переиздание в 2019 году Банком России нормативно-правового акта, устанавливающего требования к торговле с плечом (далее – Указание 4928-У) [Указание Банка России..., 2018]. Ранее подход к регулированию маржинального кредитования основывался на требованиях к брокеру поддерживать заданное соотношение стоимости портфеля клиента и размера рыночного риска этого портфеля [Указание Банка России..., 2014]. Вместе с тем действовавшее до 1 июля 2019 года российское регулирование затрагивало только сделки с ценными бумагами, что создавало заметный перекос в моделях управления рисками сложных портфелей клиентов, в которые входят валютные и производные финансовые инструменты. Новая редакция нормативно-правового акта нацелена на расширение периметра регулирования торговли с плечом, включая в него линейные финансовые инструменты (фьючерсы) и валютные позиции. Нелинейные производные финансовые инструменты, такие, как опционы и отдельные классы свопов, пока не вошли в периметр регулирования торговли с плечом, однако данные изменения планируются в будущем.

Усовершенствование регулирования маржинального кредитования путем включения в портфель клиента сложных нелинейных инструментов предопределило цель данного исследования – проанализировать международный опыт для прогнозирования возможных путей развития надзорного регулирования коротких продаж в российской юрисдикции.

2. ЕВРОПЕЙСКИЙ ОПЫТ В ЧАСТИ НАДЗОРА МАРЖИНАЛЬНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

В настоящее время в мировой практике не существует единого подхода к регулированию вопроса портфельного маржирования и предоставлению клиентам заемных средств при торговле на фондовом рынке.

В докладе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Report on margin by the Technical Committee of IOSCO» [Regulation of Short Selling..., 2009] сформулированы основные принципы маржинального кредитования:

- основой торговли с плечом являются историческая и вмененная волатильности торгового инструмента и рынка в целом;
- уровни маржи могут различаться для клиентов брокера различных категорий;
- регулирование должно быть гибким для оперативного повышения уровня маржи при повышении волатильности;
- при определении уровня маржи должна приниматься во внимание корреляция цен на инструменты;
- конкуренция между рынками не должна влиять на уровень маржи.

Для целостности понимания установленных требований к маржинальному кредитованию детально рассмотрим различные установленные требования.

Режим регулирования коротких продаж

Первые шаги по обеспечению единого подхода на территории Европейской экономической зоны к регулированию коротких продаж были приняты 2 марта 2010 года Комитетом европейских регуляторов рынков ценных бумаг (далее – Committee of European Securities, CESR) посредством публикации предложения о разработке модели общеевропейского режима раскрытия информации о коротких продажах. Однако официальное установление гармонизированного режима регулирования коротких продаж в Европейском Союзе произошло в 2012 году с вступлением в силу с 1 ноября Регламента Европейского парламента и Совета Европейского Союза № 236/2012 от 14 марта 2012 года [Регламент № 236/2012..., 2012] о коротких продажах и некоторых аспектах кредитно-дефолтных свопов (далее – Short Selling Regulation, SSR).

SSR устанавливает базовые требования к раскрытию информации о коротких позициях, ограничения на короткие продажи акций, суверенных долговых инструментов и кредитных дефолтных свопов, а также наделяет рядом полномочий Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (далее – European Securities and Markets Authority, ESMA) и национальных компетентных органов (далее – National Competent Authority, NCA) в отношении регулирования коротких продаж.

Устанавливаемые SSR положения в отношении информирования о значительных чистых коротких позициях и ограничения на непокрытые короткие продажи не распространяются на некоторые виды деятельности, например по поддержанию рынка (маркет-мейкинг).

В дополнение к SSR Европейской комиссией были приняты следующие регламенты и внедряемые технические стандарты, детализирующие и дополняющие требования SSR.

1. Делегированный регламент Комиссии ЕС 826/2012 от 29.06.2012 (далее – Делегированный регламент 826/2012) [Commission Delegated Regulation 826/2012..., 2012], дополняющий SSR в части регуляторных технических стандартов, касающихся тре-

- бований к уведомлению и раскрытию информации о чистых коротких позициях, информации, предоставляемой ESMA в отношении чистых коротких позиций и метода расчета оборачиваемости для определения списка акций, освобожденных от требований по публичному раскрытию информации о коротких позициях.
- Исполнительный регламент Комиссии ЕС 827/2012 от 29.06.2012 (далее – Исполнительный регламент Комиссии 827/2012) [Commission Implementing Regulation..., 2012], определяющий технические стандарты в отношении способов публичного раскрытия информации о чистых коротких позициях по акциям, формата предоставляемой ESMA информации о чистых коротких позициях, видов соглашений, порядка и мер, направленных на обеспечение доступности акций или государственных долговых инструментов для произведения расчетов по сделке, а также обеспечения соответствия даты и периода определения основной торговой площадки для акций требованиям SSR.
 - Делегированный регламент Комиссии ЕС 918/2012 от 05.07.2012 (далее – Делегированный регламент 918/2012) [Commission Delegated Regulation 918/2012 ..., 2012], дополняющий SSR в части определений, расчета чистых коротких позиций, покрытых кредитных дефолтных свопов, пороговых значений, обуславливающих необходимость раскрытия информации, пороговых значений для снятия ограничений, значительного снижения стоимости финансовых инструментов и неблагоприятных событий.
 - Делегированный регламент Комиссии ЕС 919/2012 от 05.07.2012 (далее – Делегированный регламент 919/2012) [Commission Delegated Regulation 919/2012..., 2012], дополняющий SSR в отношении регуляторных технических стандартов для методов расчета снижения стоимости ликвидных акций и других финансовых инструментов.

Требования к раскрытию информации

Статьи 5 и 6 SSR устанавливают требования к раскрытию информации о значительных чистых коротких позициях по акциям. В соответствии со статьей 5 SSR физическое или юридическое лицо, имеющее чистую короткую позицию по выпущенному акционерному капиталу компании, акции которой допущены к торгам на торговой площадке, обязано уведомить уполномоченный компетентный орган о достижении такой позицией пороговой величины уведомления. Пороговая величина уведомления соответствует доле, равной 0,2% выпущенного акционерного капитала рассматриваемой компании и каждой 0,1% в превышение указанной доли.

Раскрываемые данные о чистой короткой позиции в соответствии с Делегированным регламентом 826/2012 [Commission Delegated Regulation 826/2012..., 2012] должны включать в себя:

- адрес, имя и контактные данные лица, заключившего сделку короткой продажи;
- информацию о представителе лица, заключившего сделку короткой продажи;
- информацию об эмитенте, включая его полное имя и международный идентификационный код ценной бумаги (International Securities Identification Number, ISIN);
- информацию о величине чистой короткой позиции, выраженной в процентах от выпущенного акционерного капитала и суммарном количестве акций.

Физическое или юридическое лицо также в случае достижения занимаемой им чистой короткой позиции пороговой величины, равной 0,5% выпущенного акционерного капитала и каждой 0,1% в превышение данной доли, обязано публично раскрывать информацию о данной короткой позиции в соответствии со статьей 6 SRR.

Статья 7 SRR также устанавливает требования по раскрытию информации компетентному органу о чистой короткой позиции по выпущенному суверенному долгу в случае достижения такой позицией пороговой величины для рассматриваемого эмитента. Соответствующая пороговая величина уведомления включает в себя первоначальную величину и дополнительные возрастающие уровни для каждого суверенного эмитента. Данные пороговые значения публикуются ESMA для каждого государства – члена ЕС и пересматриваются ежеквартально¹.

В соответствии с Делегированным регламентом 918/2012 первоначальная пороговая величина уведомления для суверенных эмитентов установлена на следующих уровнях:

- 0,1% от общей суммы непогашенного выпущенного суверенного долга, если она составляет от 0 до 500 млрд евро;
- 0,5% от общей суммы непогашенного выпущенного суверенного долга, если она превышает 500 млрд евро и существует ликвидный рынок фьючерсов для данного суверенного долга.

Ограничения в отношении коротких продаж

SSR устанавливает запрет на непокрытые короткие продажи акций, допущенных к торгам на торговой площадке. Лицо вправе открыть короткую позицию по акции в соответствии со статьей 12 SSR при выполнении одного из следующих условий:

- лицо располагает заемными акциями или приняло альтернативные меры, имеющие аналогичные юридические последствия;
- лицо заключило соглашение о заимствовании акций либо имеет иное подлежащее принудительному исполнению требование в соответствии с договором или законодательством об имуществе, согласно которому право собственности на соответствующее количество ценных бумаг того же класса должно быть передано для обеспечения своевременных расчетов по сделке;

¹ Net short position notification thresholds for sovereign issuers. URL: <https://www.esma.europa.eu/net-short-position-notification-thresholds-sovereign-issuers> (дата обращения: 19.11.2019).

- лицо заключило соглашение с третьей стороной, в соответствии с которым третья сторона подтверждает размещение акций, а также принимает необходимые меры в отношении третьих сторон, чтобы можно было ожидать осуществление расчетов при наступлении соответствующего срока.

Аналогичный запрет на непокрытые короткие продажи установлен для суверенных долговых инструментов. Однако он не действует, если сделки короткой продажи данных инструментов заключаются с целью хеджирования длинной позиции по долговым инструментам эмитента, ценообразование которых имеет высокую корреляцию с ценой суверенного долгового инструмента.

В отношении суверенных кредитных дефолтных свопов также действует запрет на заключение непокрытых сделок в соответствии со статьей 14 SSR, поскольку данные операции рассматриваются как спекулятивные и не являются законным средством защиты от рисков в отношении суверенного долга. Однако в этой статье SSR установлено, что компетентный орган вправе временно приостановить действие данного ограничения при наличии объективных оснований полагать, что рынок суверенных долговых обязательств функционирует ненадлежащим образом или что такое ограничение оказывает негативное влияние на рынок суверенных кредитно-дефолтных свопов, например, увеличивая стоимость займа для суверенных эмитентов или воздействуя на их способность выпускать новые долговые обязательства.

Указанные основания формируются с учетом следующих показателей:

- высокая или увеличивающаяся процентная ставка по суверенным долговым обязательствам;
- расширение спреда процентных ставок по суверенным долговым обязательствам по отношению к суверенным долговым обязательствам других суверенных эмитентов;
- расширение спреда по суверенным кредитно-дефолтным свопам по отношению к собственной кривой, а также по отношению к другим суверенным эмитентам;
- скорость возвращения стоимости суверенных долговых обязательств в первоначальное равновесное состояние после крупных торгов;
- объем суверенных долговых обязательств, которые могут быть предметом торгов.

Требования к центральному контрагенту в отношении коротких продаж

Статья 15 SSR устанавливает требования к центральному контрагенту, который находится в государстве – члене ЕС, оказывающему клиринговые услуги по акциям, в части обеспечения процедур, гарантирующих, что если лицо, осуществляющее продажу акций, не может передать их для расчетов к моменту наступления соответствующего срока, такое лицо должно осуществлять ежедневные платежи за каждый день невыполнения этого обязательства. Размер данных ежедневных платежей должен быть достаточно крупным, чтобы оказывать сдерживающее воздействие на физических или юридических лиц и препятствовать невыполнению ими обязательств по расчетам.

Полномочия и обязательства ESMA

В соответствии с положениями SSR ESMA должна обеспечить открытый доступ к информации в отношении коротких продаж, включающей:

- пороги, обуславливающие необходимость уведомления о чистых коротких позициях, установленные для каждого суверенного эмитента²;
- ссылки на национальные веб-сайты, где разъясняются процедуры уведомления о чистых коротких позициях³;
- ссылки на веб-сайты, управляемые и контролируемые компетентными органами, где публикуется информация о чистых коротких позициях по акциям⁴;
- список из акций, освобожденных от требований, для которых основная торговая площадка находится в третьей стране⁵;
- список маркет-мейкеров и авторизованных первичных дилеров⁶;
- список существующих штрафов и административных мер в отношении стран – членов ЕС за нарушение SSR⁷.

При этом ESMA согласно SSR имеет право в исключительных обстоятельствах вмешиваться и требовать предоставления информации о чистых коротких позициях, а также запрещать или устанавливать ограничения в отношении заключения сделок короткой продажи финансовых инструментов при условии наличия угрозы последовательному функционированию и целостности финансовых рынков или стабильности финансовой системы.

² Там же. URL: <https://www.esma.europa.eu/net-short-position-notification-thresholds-sovereign-issuers>.

³ Links to national websites where the procedures for notification of net short positions are explained. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ssr_websites_ss_procedures.pdf (дата обращения: 14.11.2019).

⁴ Там же. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ssr_websites_ss_procedures.pdf.

⁵ Exempted Shares under Short Selling Legal Framework. URL: http://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mifid_shsexs (дата обращения: 15.11.2019).

⁶ List of market makers and authorised primary dealers who are using the exemption under the Regulation on short selling and credit default swaps. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list_of_market_makers_and_primary_dealers.pdf (дата обращения: 12.11.2019).

⁷ List of administrative measures and sanctions applicable in Member States to infringements of Regulation on short selling and credit default swaps. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list_of_administrative_measures_and_sanctions.pdf (дата обращения: 18.11.2019).

⁸ В соответствии со статьей 23 SSR для ликвидных акций снижение стоимости в размере 10% рассматривается как значительное.

Полномочия национальных органов

SSR наделяет NCA рядом полномочий и обязательств в отношении коротких продаж. В соответствии со статьей 11 SSR NCA должны на ежеквартальной основе предоставлять информацию ESMA о чистых коротких позициях по выпущенному акционерному капиталу и выпущенным суверенным долговым обязательствам, а также о непокрытых позициях по суверенным кредитно-дефолтным свопам.

В случае наступления неблагоприятных событий или наличия факторов, представляющих серьезную угрозу финансовой стабильности или доверию рынка в одной или нескольких странах – членах ЕС, NCA вправе:

- требовать от инвесторов, имеющих чистые короткие позиции по любому финансовому инструменту, уведомления NCA или публичного раскрытия информации о коротких позициях;
- запретить юридическому или физическому лицу вступать в сделку короткой продажи любых финансовых инструментов;
- устанавливать ограничения на заключение сделок с кредитно-дефолтными свопами или на стоимостную величину позиций по суверенным кредитно-дефолтным свопам, которые лицам разрешено занимать;
- запрещать или ограничивать деятельность инвестора по заключению сделок короткой продажи финансовых инструментов, если цена финансового инструмента на торговой площадке в течение одного биржевого дня значительно снизилась⁸ по отношению к цене закрытия торгов на этой площадке предыдущего торгового дня.

Список событий, представляющих серьезную угрозу финансовой стабильности или доверию рынка, установлен в статье 24 Делегированного регламента 918/2012⁹ и включает в себя, в частности, ущерб физической структуре рыночных систем, который может неблагоприятно повлиять на рынки, нарушение работы платежных систем или снижение кредитного рейтинга государства – члена ЕС или финансового института, которое приводит к серьезной неопределенности в отношении их платежеспособности.

3. ТЕКУЩЕЕ РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО В ЧАСТИ НАДЗОРА МАРЖИНАЛЬНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

С 1 июля 2019 года вступило в силу Указание Банка России от 08.10.2018 №4928-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок с ценными бумагами и заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, критериях ликвидности ценных бумаг,

предоставляемых в качестве обеспечения обязательств клиента перед брокером, при совершении брокером таких сделок и заключении таких договоров, а также об обязательных нормативах брокера, совершающего такие сделки и заключающего такие договоры» [Указание Банка России..., 2018]. Вместе с тем ввиду высокой обеспокоенности профессионального сообщества недостаточным сроком для приведения деятельности брокеров в соответствие с требованиями Указания Банк России принял решение о введении в действие полугодичного «льготного» периода для неприменения административных мер наказания за выявленные нарушения: в случае выявления Банком России нарушений со стороны поднадзорных организаций в части соблюдения требований, установленных Указанием, за период с 1 июля 2019 года по 1 января 2020 года при наличии у поднадзорной организации плана приведения в соответствие деятельности положениям Указания и подтверждений его исполнения направлять предписания об устранении выявленных нарушений и налагать штрафы за указанные нарушения Банк России не планирует.

Изменение правил маржинального кредитования было направлено в первую очередь на улучшение ранее заложенного механизма. Область регулирования в части единого маржирования клиентских портфелей была расширена: в состав портфелей клиентов в новой редакции помимо инструментов спот-рынка включены определенные фьючерсные контракты.

Новое Указание Банка России, касающееся правил маржинального кредитования, позволяет предоставлять розничным инвесторам возможность заключения непокрытых позиций с меньшим обеспечением на сегментах спот-рынка, срочного и валютных рынков. Также в новом Указании было учтено влияние валютных рисков на размер маржи, требуемый от клиента под непокрытые позиции. Помимо этого, благодаря усовершенствованным формулам по расчету стоимости портфеля и маржинальных показателей подходы к оценке рисков по различным финансовым инструментам стали унифицированными и единообразными. Перечень ликвидных ценных бумаг, по которым допускается образование непокрытой позиции, также дополнен списком ликвидных валют в случае соответствия иностранной валюты критериям, заданным в новой версии Указания 4928-У.

Проект нормативного акта разрабатывался по инициативе участников рынка: в состав рабочей группы по разработке входили представители большинства крупнейших компаний, предоставляющих своим клиентам услугу по непокрытым позициям. Проект реализовывался в два этапа: сначала вступили в силу изменения в части включения в область регулирования своп-договоров и возможности осуществлять закрытие позиций по облигациям на неанонимных торгах с указанием определения источника информации о ценах или котировках; а с 1 июля вступили в силу и другие положения переиздания ранее действующего Указания по маржинальному кредитованию [Указание Банка России..., 2014].

⁹ Делегированный регламент Комиссии (ЕС) № 919/2012 от 05.07.2012, дополняющий Регламент (ЕС) № 236/2012 Европейского парламента и Совета о коротких продажах и отдельных аспектах по кредитно-дефолтным свопам в части регулирующих технических стандартов для метода расчета падения стоимости ликвидных акций и иных финансовых инструментов.

Регулирование проекта не распространяется на клиентские портфели опционов или портфели, состоящие только из фьючерсов и опционов. Регулирование таких портфелей планируется реализовать на следующем этапе, после апробации регулирования портфелей клиентов, состоящих из фьючерсных и спот-инструментов (линейных инструментов).

В настоящее время займы для совершения маржинальных сделок могут предоставлять как сами брокеры, так и их клиенты. То есть брокер может использовать денежные средства клиентов для того, чтобы одалживать их другим клиентам. При этом в настоящее время действует нормативный акт, который устанавливает требования к расчету предельных размеров непокрытых позиций клиента, то есть маржинальных позиций, позиций, открытых «с плечом». При расчете непокрытых позиций применяются показатели начальной и минимальной маржи, рассчитываемые на основании рисков, присущих каждому инструменту, который входит в состав портфеля. Ранее в случае превышения значений начальной или минимальной маржи (то есть совокупного уровня риска по открытым позициям) над совокупной стоимостью портфеля брокер должен был либо не допускать дальнейшего увеличения непокрытых позиций или долга клиента, либо совершить действия по принудительному закрытию позиций, то есть откупить короткую продажу, либо продать активы, купленные в долг.

В Указании 4928-У уточнены правила открытия и переноса непокрытых позиций в условиях исчерпания лимита по начальной марже, а также правила закрытия позиций клиента. Упрощен порядок расчета размера минимальной маржи: размер минимальной маржи равен половине размера начальной маржи. Размер начальной маржи, как и в предыдущем регулировании, может быть определен двумя способами: на брутто- или нетто-основе. Определение размера начальной маржи на брутто-основе не претерпело изменений: оно, как и ранее, осуществляется путем суммирования рисков по всем позициям вне зависимости от их направления или корреляции. Порядок определения начальной маржи на нетто-основе, напротив, существенно изменился. Исходя из предыдущего регулирования для зачета риска встречных позиций необходимо наличие тесноты связи их ценового колебания (корреляции). В случае отсутствия такой тесноты риски указанных позиций суммируются на брутто-основе. Как показала практика, корреляция между разными позициями носит неустойчивый характер, особенно на стабильном рынке, что зачастую приводит к скачкообразным изменениям в параметрах расчета начальной маржи. В этой связи способ определения размера начальной маржи на нетто-основе отраслью воспринят не был.

Новый подход позволил зачитывать риски даже у тех встречных позиций, которые не имеют тесноты связи между их ценовыми колебаниями. Однако в этом случае в расчет начальной маржи вводится еще одна переменная, отражающая риск отклонения ценового колебания позиции от колебания осевого параметра – «базового индикатора». Базовый индикатор (фьючерсный договор, ценная бумага, валюта, индекс и т. д.) имеет собственное ценовое колебание, кото-

рое признается осевым, и считается, что все остальные инструменты, включенные с ним в единое множество с зависимыми ценами, имеют такое же колебание, но с отклонением, в 99% случаев не превышающим заданную величину d . Таким образом, при зачете риска разнонаправленных позиций чем ниже теснота связи между ними, тем сильнее давление риска отклонения их ценового колебания от колебания базового индикатора. Описанная модель позволяет сгладить изменения размера начальной маржи в условиях нестабильной корреляции между встречными позициями. Она также позволяет определить риски временного, межконтрактного и межкалендарного спредов фьючерсных договоров. Если в серии фьючерсных договоров одной спецификации с одним и тем же базовым активом за базовый индикатор принять фьючерсный договор с ближайшей датой исполнения, а по всем остальным фьючерсным договорам из серии рассчитать по отношению к нему риск отклонения ценового колебания, то полученный параметр выразит риски временного, межконтрактного и межкалендарного спредов каждого фьючерсного договора из серии по отношению к фьючерсному договору с ближайшей датой исполнения.

Правила закрытия позиций клиентов в Указании 4928-У дополнены новыми положениями, допускающими возможность при закрытии позиций временно повышать риск портфеля клиента для его последующего снижения. Особенностью риска отклонения ценового колебания позиции от колебания базового индикатора является то, что он может быть устранен только закрытием сразу двух противоположных позиций одновременно. Последовательное закрытие двух противоположных позиций может привести к увеличению риска портфеля клиента в период между закрытием его первой позиции и второй. Такое явление неизбежно произойдет за счет высвобождения рыночного риска по второй позиции, который до этого был скомпенсирован противоположно направленной первой. Несмотря на сложный характер риска отклонения ценового колебания позиции, консервативная модель его расчета способна абсорбировать последствия его возникновения. Следует иметь в виду, что наибольший вес этого риска, как правило, наблюдается при стабильной работе рынка, где корреляция между инструментами нестабильна. В кризис корреляция между инструментами усиливается, и вес этого риска снижается.

Кроме того, Указанием 4928-У введены соотношения стоимости портфеля клиента и размера начальной и минимальной маржи соответственно, которые представлены в виде финансовых нормативов покрытия рисков НПП1 и НПП2. Представление указанных соотношений в виде финансовых нормативов позволило наиболее точно сформулировать права и обязанности брокера при достижении показателями указанных нормативами критических значений.

Также новое регулирование позволяет брокеру расширить перечень ликвидных активов, по которым, в том числе в соответствии с законодательством Российской Федерации о валютном регулировании и валютном контроле, допускается открытие непокрытых позиций, за счет включения в него иностранных валют в случае соответствия их требованиям Указания. Это позволит брокеру не включать автоматически иностранную валюту, которую он считает неликвидной в покрытие риска клиента.

Как уже говорилось ранее, новое Указание позволяет клиентам заключать непокрытые позиции с меньшим обеспечением на сегментах спот-рынка, срочного и валютных рынков за счет единого маржирования клиентских портфелей, за исключением нелинейных финансовых инструментов, таких, как опционные договоры. Позиции клиентов из опционных договоров в настоящее время брокеры учитывают отдельно от спот-позиций, так как определить уровень маржи по ним солидарно с уровнем маржи по спот-инструментам представляется весьма сложным. Кроме того, контроль и управление риском клиента по опционным позициям существенно отличаются от контроля и управления риском по другим линейным инструментам. Это связано со сложностью переоценки опционов, оценки их рисков и недостаточной ликвидностью. По итогам обобщения практики правоприменения маржинальных требований Банка России и саморегулируемых организаций будут разработаны единые требования портфельного маржирования как линейных, так и нелинейных инструментов.

4. ГИПОТЕТИЧЕСКАЯ ТРАНСФОРМАЦИЯ ДЕЙСТВУЮЩЕГО РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Основываясь на приведенных выше требованиях, установленных SSR, а также учитывая трансформацию действующего российского регулирования маржинального кредитования, в частности вступление в силу Указание 4928-У, можно выделить следующие направления для развития регулирования сделок с плечом.

1. Требования к раскрытию информации. С целью нивелирования риска концентрации, а также для повышения прозрачности информации о заключаемых сделках с неполным обеспечением можно предположить, что уведомление надзорного органа о достижении совокупной позиции брокера пороговой величины целесообразно включить в действующее регулирование. Возможно, подобного рода требования способствовали бы повышению доверия инвесторов к российскому финансовому рынку, а также снижению количества недобросовестных практик со стороны финансовых посредников, которые увеличивают кредитные риски, концентрируя значительные позиции по одному эмитенту или контрагенту.
2. Также, базируясь на статьях 6 и 7 SSR, возможно, следовало бы расширить регуляторное поле путем включения в действующее Указание требования о публичном раскрытии информации о достижении размера короткой позиции пороговой величины либо финансовым посредником, либо непосредственно регуляторным органом, который осуществляет сбор данной информации. Подобного рода практика способствовала бы созданию условий для укрепления доверия к институту финансового посредничества и, следовательно, для устойчивого развития посредни-

ческой деятельности на финансовом рынке. Кроме того, установление пороговой величины, периодический пересмотр значения пороговой величины и раскрытие данного значения для участников фондового рынка также, возможно, следовало бы закрепить непосредственно за регулятором.

3. Учитывая положения SSR касательно ESMA в части обеспечения открытого доступа к информации в отношении коротких продаж, наделение российского регулятора обязанностями по раскрытию информации о коротких продажах и полномочиями в исключительных обстоятельствах вмешиваться и требовать предоставления информации о чистых коротких позициях, а также запрещать или устанавливать ограничения в отношении заключения сделок короткой продажи финансовых инструментов при определенных условиях, предположительно позволило бы повысить степень открытости, полноты и достоверности информации о торгуемых инструментах, а также связанных с ними расходах и рисках, что также повлияло бы на рост уровня доверия к финансовому рынку

5. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ европейского опыта в части контроля за осуществлением коротких продаж, установленных SSR к раскрытию информации о коротких позициях, к ограничениям в отношении коротких продаж, к полномочиям и обязательствам ESMA и др., позволяет сделать вывод о том, что регулирование в российской юрисдикции может быть расширено не только за счет усложнения механизма предоставления маржинального займа путем включения в портфель клиента сложных нелинейных инструментов, но и за счет установления требований по раскрытию информации о высококонцентрированных коротких позициях и установлении при этом постоянно пересматриваемой пороговой величины. Кроме того, можно сделать предположение о том, что обозначенные направления развития регулирования коротких продаж в части расширения полномочий регулятора также повысят прозрачность посреднической деятельности и финансового рынка, обеспечив при этом надежную защиту интересов клиентов финансовых посредников.

ЛИТЕРАТУРА

1. Делегированный регламент Комиссии (ЕС) № 919/2012 от 05.07.2012, дополняющий Регламент (ЕС) № 236/2012 Европейского парламента и Совета о коротких продажах и отдельных аспектах по кредитно-дефолтным свопам в части регулирующих технических стандартов для метода расчета падения стоимости ликвидных акций и иных финансовых инструментов.
2. Мухаметшин Т., Рыжиков И. (2010). О совершении банками маржинальных и необеспеченных сделок // Хозяйство и право. № 4. С. 70–77.

3. Пономарев А. А. (2008). Маржинальное кредитование на спот-рынке // Инвестиционный банкинг. № 2. С. 45–50.
4. Регламент № 236/2012 Европейского парламента и Совета Европейского Союза «О коротких продажах и некоторых аспектах кредитно-дефолтных свопов» от 14.03.2012 // КонсультантПлюс. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/> (дата обращения: 14.11.2019).
5. Указание Банка России от 18.04.2014 № 3234-У (ред. от 01.06.2018) «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов» (вместе с «Порядком расчета показателей», «Порядком расчета размера начальной маржи, скорректированного с учетом поручений клиента»). URL: <http://base.garant.ru/70686138/> (дата обращения: 12.11.2019).
6. Указание Банка России от 08.10.2018 № 4928-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок с ценными бумагами и заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, критериях ликвидности ценных бумаг, предоставляемых в качестве обеспечения обязательств клиента перед брокером, при совершении брокером таких сделок и заключении таких договоров, а также об обязательных нормативах брокера, совершающего такие сделки и заключающего такие договоры. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/72089994/> (дата обращения: 15.11.2019).
7. Commission Delegated Regulation (EU) 826/2012 of 29 June 2012. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0826> (дата обращения: 18.11.2019).
8. Commission Implementing Regulation (EU) 827/2012 of 29 June 2012 laying down implementing technical standards with regard to the means for public disclosure of net positions in shares, the format of the information to be provided to ESMA in relation to net short positions, the types of agreements, arrangements and measures to adequately ensure that shares or sovereign debt instruments are available for settlement and the dates and period for the determination of the principal venue for a share according to the Short Selling Regulation. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0827> (дата обращения: 12.11.2019).
9. Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012 of 5 July 2012 supplementing Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps with regard to definitions, the calculation of net short positions, covered sovereign credit default swaps, notification thresholds, liquidity thresholds for suspending restrictions, significant falls in the value of financial instruments and adverse events. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0918> (дата обращения: 16.11.2019).
10. Commission Delegated Regulation (EU) 919/2012 of 5 July 2012 to supplement the Short Selling Regulation with regard to regulatory technical standards for the method of calculation of the fall in value for liquid shares and other financial instruments (Delegated Regulation 919/2012). URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0016:0017:EN:PDF> (дата обращения: 19.11.2019).
11. Regulation of Short Selling от 01.02.2009 // IOSCO. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOOPD289.pdf>. (дата обращения: 20.11.2019).

REFERENCES

1. Delegirovannyi reglament Komissii (ES) No 919/2012 ot 05.07.2012, dopolnyayushchiy Reglament (ES) No 236/2012 Evropeyskogo parlamenta i Soveta o korotkikh prodazhakh i otdel'nykh aspektakh po kreditno-defoltnym svopam v chasti reguliruyushchikh tekhnicheskikh standartov dlya metoda rascheta padeniya stoimosti likvidnykh aktsiy i inykh finansovykh instrumentov.
2. Mukhametshin T., Ryzhikov I. (2010). O sovershenii bankami marzhinal'nykh i neobespechennykh sdelok. *Khozyaystvo i pravo*, 4, 70–77.
3. Ponomarev A.A. (2008). Marzhinal'noe kreditovanie na spot-rynke. *Investitsionnyy banking*, 2, 45–50.
4. Reglament № 236/2012 Evropeyskogo parlamenta i Soveta Evropeyskogo soyuza “O korotkikh prodazhakh i nekotorykh aspektakh kreditno-defoltnykh svopov” ot 14.03.2012. *Konsul'tantPlyus*. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/> (date of access: 14.11.2019).
5. Ukazanie Banka Rossii ot 18.04.2014 No 3234-U (red. ot 01.06.2018) “O edinykh trebovaniyakh k pravilam osushchestvleniya brokerskoy deyatel'nosti pri sovershenii otdel'nykh sdelok za schet klientov” (vmeste s “Poryadkom rascheta pokazateley”, “Poryadkom rascheta razmera nachal'noy marzhi, skorrektilirovannogo s uchetom porucheniy klienta”). URL: <http://base.garant.ru/70686138/> (date of access: 12.11.2019).
6. Ukazanie Banka Rossii ot 08.10.2018 No 4928-U “O trebovaniyakh k osushchestvleniyu brokerskoy deyatel'nosti pri sovershenii brokerom otdel'nykh sdelok s tsennymi bumagami i zaklyuchenii dogovorov, yavlyayushchikhsya proizvodnymi finansovymi instrumentami, kriteriyakh likvidnosti tsennykh bumag, predstavlyaemykh v kachestve obespecheniya obyazatel'stv klienta pered brokerom, pri sovershenii brokerom takikh sdelok i zaklyuchenii takikh dogovorov, a takzhe ob obyazatel'nykh normativakh broker, sovershayushchego takie sdelki i zaklyuchayushchego takie dogovory. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/72089994/> (date of access: 15.11.2019).
7. Commission Delegated Regulation (EU) 826/2012 of 29 June 2012. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0826> (date of access: 18.11.2019).

8. Commission Implementing Regulation (EU) 827/2012 of 29 June 2012 laying down implementing technical standards with regard to the means for public disclosure of net positions in shares, the format of the information to be provided to ESMA in relation to net short positions, the types of agreements, arrangements and measures to adequately ensure that shares or sovereign debt instruments are available for settlement and the dates and period for the determination of the principal venue for a share according to the Short Selling Regulation. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0827> (date of access: 12.11.2019).
9. Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012 of 5 July 2012 supplementing Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps with regard to definitions, the calculation of net short positions, covered sovereign credit default swaps, notification thresholds, liquidity thresholds for suspending restrictions, significant falls in the value of financial instruments and adverse events. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0918> (date of access: 16.11.2019).
10. Commission Delegated Regulation (EU) 919/2012 of 5 July 2012 to supplement the Short Selling Regulation with regard to regulatory technical standards for the method of calculation of the fall in value for liquid shares and other financial instruments (Delegated Regulation 919/2012). URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0016:0017:EN:PDF> (date of access: 19.11.2019).
11. Regulation of Short Selling or 01.02.2009. IOSCO. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf> (date of access: 20.11.2019).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Элина Сергеевна Емельянова

Кандидат экономических наук, начальник отдела организации стресс-тестирования Банка России.

Область научных интересов: надзор маржинального кредитования, организация стресс-тестирования коммерческих банков.

E-mail: mel@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Ellina S. Emelyanova

Candidate of Economic Sciences, head of department of the organization of stress testing of Bank of Russia.

Research interests: supervision of marginal crediting, the organization a stress-testings of commercial banks.

E-mail: mel@mail.ru