

Банк России
В ответ на консультационный доклад
«О поэтапном введении обязательного
маржирования внебиржевых ПФИ, в
отношении которых не осуществляется
централизованный клиринг»

В ходе обсуждения доклада для общественных консультаций «О поэтапном введении обязательного маржирования внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг» Банка России, ACI Russia – The Financial Market Association в основном поддержала положения доклада, однако считает необходимым существенную его доработку в целях как дальнейшей гармонизации с международными практиками, так и учетом специфики российской законодательной базы и роли рынка ПФИ. Кроме того, учитывая небольшой объем риска, накопленный в инструментах, попадающих под предлагаемое регулирование, ACI Russia считает возможным отложить его введение до решения вопросов гражданско-правового и иного характера, затрудняющих реализацию предложенных принципов.

С учётом того, что свою оценку недостатков российской практики и рекомендации по их устранению Банк России основывает на анализе лучшего международного опыта в этой области, представленного в совместных документах Базельского комитета по банковскому надзору и Международной организации комиссий по ценным бумагам и того, что совершенствование системы управления рисками производных финансовых инструментов является значимым фактором развития правовой среды вокруг подразделений кредитной организации, принимающих риски деривативных продуктов, в том числе подразделений трейдинга, ACI Russia, как национальная организация российских специалистов финансовых рынков заинтересована в расширенной дискуссии об управлении рыночными рисками и выработке механизмов их оптимизации.

ACI Russia согласна, что адекватное управление рисками, в том числе рисками производных финансовых инструментов, ведёт к повышению доверия к конкретной кредитной организации и банковской системе в целом со стороны как корпоративных, так и розничных клиентов, в чём заинтересовано все финансовое сообщество РФ. При этом мы обращаем особое внимание на то, что новое регулирование должно уменьшать системный риск, увеличивая устойчивость финансовой системы РФ. Новые маргинальные требования в предложенной редакции приведут к увеличению спроса на качественное обеспечение, а значит могут вызвать его дефицит и тем самым оказать негативное влияние на рынок, особенно в период его волатильности. Необходимость предоставить и отделить от других средств ликвидное обеспечение приведет к дополнительным издержкам участников рынка.

Рынок ПФИ в РФ только начинает формироваться, а, стало быть, не несет в себе угрозы финансовой стабильности («Обзор рисков финансовых рынков», Банк России, 2017)¹. Таким образом, задача регулирования в РФ значительно отличается от ситуации стран с развитыми рынками деривативов, где этот рынок стал причиной финансовой нестабильности. Если в результате введения новых норм участники рынка ПФИ прекратят

¹ http://cbr.ru/analytics/fin_stab/ORFR_16Q4.pdf

использовать его для хеджирования своих рисков, то системный риск увеличится, и цели регулирования не будут достигнуты. Это особенно важно для компаний нефинансового сектора, использующих сделки ПФИ для хеджирования рисков своей хозяйственной деятельности. В докладе отсутствуют упоминание о такой категории сделок, что является упущением, так как хеджирующие сделки могут быть исключены из обязательного маржирования при условии правильного определения хеджа, так как снижают кредитный риск участника, который их заключает. Целью регулирования рынка в ПФИ должен быть рост скорее стимулирование заключения хеджирующих сделок, а не ограничение, так как рост ведет к укреплению финансовой стабильности.

Необходимо учитывать особенности российской правовой системы с точки зрения возможности практического применения принципов, изложенных в стандартах BCBS-IOSCO «Стандарты по маржевым требованиям для ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг».² (BIS, 2015)

Считаем так же необходимым при выборе конкретных значений параметров руководствоваться принципом отсутствия регуляторного арбитража, чтобы дополнительно не дискриминировать российскую юрисдикцию относительно иностранных, для того чтобы не вытеснять туда участников рынка.

Ниже приводится профессиональное мнение ACI Russia по вопросам, предложенным для обсуждения Банком России.

По Главе 1:

- 1) Считаете ли вы указанные в таблице 2 категории ПФИ без ЦК, на которые распространяется требование об обязательном маржировании, оптимальными? Если нет, просьба указать почему и, при возможности, предложить альтернативные варианты.*

Считаем предложенные категории оптимальными и соответствующими стандартам BCBS-IOSCO. При этом обращаем внимание на то, что основная часть риска рынка ПФИ в РФ сосредоточена именно в валютных и валютно-процентных поставочных инструментах, в то время как «Все иные ПФИ» являются ничтожной с точки зрения риска («Обзор рисков финансовых рынков», Банк России, 2017). Не включение валютных поставочных инструментов является международной практикой (BIS, 2015) и имеет свои резоны, однако безусловно снижает значимость нового регулирования с точки зрения снятия системных рисков в России. Согласно существующей бизнес практике ведущие российские банки добровольно обмениваются вариационной маржой и по валютным инструментам с целью минимизации взаимного риска. При этом начальной маржой банки одного кредитного качества не обмениваются, так как в российском правовом поле это только увеличивает взаимный риск. В этой связи предлагаем отказаться от обязательного обмена начальной маржой.

- 2) Считаете ли вы необходимым исключить из перечня ПФИ без ЦК, на которые распространяется требование об обязательном маржировании, ПФИ на срок менее 30 календарных дней? Если да, просьба предложить варианты исключений и указать соответствующее обоснование.*

² <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>

Считаем возможным не распространять требование об обязательном маржировании на ПФИ на срок менее 30 календарных дней с целью сохранения ликвидности рынка и недопущения рыночного шока, а так же в связи с небольшим размером риска, связанным с краткосрочным характером сделок. Так же стоит обратить внимание на существование в российском календаре выходных дней «длинных праздников», что особенно критично в новогодние дни, когда переходящие сделки между ближайшими рабочими датами могут иметь календарный срок около двух недель. Возникающие вокруг них сложности с квалификацией сделок могут служить причиной регулярного стресса, который лучше избежать.

По Главе 2:

3) Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно классификации участников внебиржевого рынка ПФИ для введения требования об обязательном маржировании ПФИ без ЦК? Если имеются, изложите их подробно.

Считаем выделение двух категорий участников рынка, на которые распространяется требование об обязательном маржировании отвечающим международной практике. Однако само определение категорий, возможно, нуждается в дополнении. Так, в стандартах BCBS-IOSCO указано, что обязательное маржирование применяется к финансовым и системно значимым нефинансовым корпорациям, в то время как в предложенной Банком России классификации определение системной значимости отсутствует (BIS, 2015, p.10):

Key principle 2

All covered entities (ie financial firms and systemically important non-financial entities) that engage in non-centrally cleared derivatives must exchange initial and variation margin as appropriate to the counterparty risks posed by such transactions.

И далее, там же:

2.6 The precise definition of financial firms, non-financial firms and systemically important non- financial firms will be determined by appropriate national regulation. Only non-centrally cleared derivatives transactions between two covered entities are governed by the requirements in this paper.

Таким образом, рекомендации BCBS-IOSCO делают акцент на системной значимости нефинансовых корпораций, так как обсуждаемый в настоящем докладе порядок должен приводить к уменьшению системных рисков, и относят вопрос критериев системной значимости на усмотрение национальных регуляторов. Банк России фактически предлагает единственный критерий системной значимости – достижение порогов номинальной стоимости контрактов на рынке ПФИ. Другим критерием системной значимости, например, может быть число контрагентов на рынке ПФИ, которая определяет значимость эффекта заражения при дефолте такого участника.

Обращаем так же Ваше внимание на то, что при правильной классификации хеджевых сделок они не увеличивают, а уменьшают риски компании, их заключающей, так как сглаживают общий финансовый результат ее деятельности. При этом требования маржин-колов при резком изменении рыночной конъюнктуры может послужить причиной финансовых проблем компании, так как требует наличия свободной ликвидности, доступ к

которой в кризисное время ограничен. Так как у корпораций отсутствуют механизмы рефинансирования у регулятора в отличие от финансового сектора, то такая ситуация может создавать дополнительный неоправданный стресс. На основании этого предлагаем не включать в категорию 2 компании нефинансового сектора, осуществляющие сделки ПФИ по программам хеджирования.

- 4) *Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно критериев для отнесения к одной группе для целей введения требования об обязательном маржировании ПФИ без ЦК? Если имеются, изложите их подробно.*

Согласны с критериями отнесения ПФИ к внутригрупповым ПФИ.

- 5) *Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно перечня лиц, на которых не будет распространяться требование об обязательном маржировании (отдельных субъектов)? Если имеются, изложите их подробно.*

Согласны с выделением центральных банков, организаций публичного сектора, многосторонних банков развития и Банка международных расчетов в группу, на которую не будет распространяться требование об обязательном маржировании. Считаем необходимым ввести формальное определение “организаций публичного сектора”.

- 6) *Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно сроков поэтапного введения требования об обязательном маржировании ПФИ без ЦК? Если имеются, изложите их подробно.*

Согласны с предложенными сроками поэтапного введения требования об обязательном маржировании ПФИ.

- 7) *Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно величины пороговых значений для целей введения требования об обязательном маржировании ПФИ без ЦК? Если имеются, изложите их подробно.*

Величины пороговых значений сильно занижены относительно стандартов BCBS_IOSCO. Согласно принципу 7 этого документа, описывающего трансграничные сделки “регуляторы должны взаимодействовать таким образом, чтобы режимы были согласованы между различными юрисдикциями”. Данный принцип стоит применить и для транзакций внутри российской юрисдикции, так как иной подход может вытолкнуть сделки ПФИ в иностранную юрисдикцию, что вряд ли является целью настоящего регулирования.

Международные требования в части обмена вариационной маржой говорят о том, что все попадающие под регулирование организации должны после всех этапов обмениваться вариационной маржой в полном объеме, при этом нефинансовые организации второй категории должны относиться к “системно значимым”.

Для обмена начальной маржой порог значимости номинальной стоимости контрактов для Категории 2 после всех этапов - 8 миллиардов евро (около 500 млрд. рублей), в то время как в предложенном Банком России варианте – всего лишь 80 млрд.

Учитывая, что именно обмен вариационной маржой с нулевой пороговой суммой является важным для того, чтобы системные риски не накапливались, считаем правильным поддержать пороговые значения по вариационной марже, при этом не ужесточать относительно международных или даже вовсе не вводить требования по обмену начальной маржой.

- 8) *Считаете ли вы обозначенные в пункте 2.3 правила в отношении Суммы минимального перевода оптимальными? Если нет, просьба указать почему и, при возможности, предложить альтернативные варианты.*
Согласны с Суммой минимального перевода.

По Главе 3:

- 9) *Считаете ли вы вероятность («доверительный интервал») в 99% и временной горизонт в 10 дней подходящими параметрами для расчета Начальной маржи для российского рынка ПФИ без ЦК? Если нет, поясните причины и, при возможности, предложите альтернативные варианты с обоснованием.*

Считаем вероятностные параметры соответствующими текущим рыночным условиям.

- 10) *Имеются ли у вас замечания к предлагаемому порядку перечисления и срокам расчета Начальной и Вариационной маржи? Если имеются, изложите подробно.*

Согласны с предлагаемым порядком перечисления и сроками расчета Начальной и Вариационной маржи.

- 11) *Нужно ли ограничивать круг участников, имеющих право разрабатывать и применять собственные количественные модели расчета Начальной маржи? Если да, то какие требования должны предъявляться к таким лицам?*

Считаем правильным отнесение разработки количественной модели расчета минимальной Начальной маржи в сферу компетенции сторонней организации, обладающей следующими характеристиками: соответствующая лицензия регулятора, подтвержденный уровень компетенции персонала, независимость от участников рынка ПФИ. При этом участники рынка ПФИ без ЦК должны иметь возможность прописывать в двухсторонних договорах более жесткие требования по маржированию контрактов используя в качестве основы минимальную Начальную маржу, рассчитанную сторонней организацией и согласованную с регулятором.

Кроме того, считаем необходимым гармонизацию такой модели расчета минимальной Начальной маржи с соответствующими моделями и правилами маржирования крупнейших мировых финансовых центров во избежание регуляторного арбитража и предпосылок для сегментации рынка деривативов.

- 12) *Какой порядок хранения Начальной маржи вы считаете оптимальным: а) хранение возможно только у третьего лица – хранителя обеспечения; б) хранение возможно как у третьего лица – хранителя обеспечения, так и у получателя Начальной*

маржи? Какие требования должны предъявляться к третьим лицам – хранителям обеспечения?

Считаем оптимальным оставить выбор способа хранения за контрагентами по сделкам с ПФИ и предложить хранение как у третьего лица – хранителя обеспечения, так и у получателя Начальной маржи, при условии физического отделения от иного имущества получателя Начальной маржи.

13) Должен ли использоваться залог и (или) иная правовая конструкция для целей обеспечения надлежащей защиты Начальной маржи от несостоятельности лица ее получающего?

Особенности залога по российскому праву, отмеченные в самом докладе Банка России делают его неподходящим для использования в качестве механизма получения начальной маржи. На наш взгляд, существующие в российском правовом поле юридические конструкции не позволяют надежно осуществлять механизм хранения и использования начальной маржи одновременно с защитой от несостоятельности лица, ее получающего.

14) Считаете ли вы целесообразным гармонизировать методики расчета Начальной и Вариационной маржи, используемые в рамках централизованного клиринга ПФИ и для ПФИ без ЦК?

Считаем целесообразным гармонизацию расчета вариационной маржи, так как объем риска у участников рынка ПФИ, сосредоточенный в стандартных инструментах, подлежащих централизованному клирингу, будет, как минимум, сопоставим с объемом риска в нестандартных ПФИ. Иметь различные модели для переоценки этих составляющих общего портфеля нецелесообразно.

Что касается начальной маржи, то здесь гармонизация будет нецелесообразной, так как она поставит весь рынок в зависимость от решений ЦК, которые могут иметь драматические последствия для ликвидности денежного рынка и рынка высоколиквидных активов при выборе чересчур консервативной модели.

По Главе 4:

15) Имеются ли у вас комментарии или предложения относительно предложенных видов активов для маржинального обеспечения? Если имеются, изложите их подробно.

Согласны с предложенным списком активов для маржинального обеспечения.

16) Имеются ли у вас комментарии или предложения относительно приведенных в таблице 5 ставок маржевого дисконта? Если имеются, изложите их подробно.

Согласны с предложенными ставками маржевого дисконта за исключением долевых бумаг. Стандарты BCBS_IOSCO устанавливают для них дисконт на уровне 15% в то время как в таблице 5 предложена величина для всех долевых бумаг на уровне 50%. Данное требование создаст регуляторный арбитраж не в пользу российского рынка. Понимая, что рынку акционерного капитала в РФ присуща большая волатильность, считаем

возможным разделить требования дисконта для эмитентов разных стран, сохранив 50% для эмитентов из РФ и Китая, и понизив дисконт для других стран из предложенного списка до 15%&

Однако, считаем необходимым отработать механизм их своевременного пересмотра в рамках построения сторонней организацией количественных моделей маржирования. При этом участники рынка ПФИ должны иметь возможность при необходимости прописывать в двухсторонних договорах более жесткие требования по дисконтам используя в качестве основы маржевые дисконты по стандартной модели, рассчитанные сторонней организацией и согласованную с регулятором.

По Главе 5:

17) Какая правовая конструкция для внесения Начальной и Вариационной маржи представляется вам наиболее подходящей? Приведите аргументы.

На наш взгляд, существующие в российском правовом поле юридические конструкции не позволяют надежно осуществлять механизм хранения и использования начальной маржи и вариационной маржи на внебиржевом рынке. Что касается главным образом вариационной маржи, то согласно установившейся деловой практике для нее главным образом используется соглашение о плавающей вариационной марже в рамках стандартной документации СПФИ (титульное обеспечение по модели плавающих маржевых сумм). Оно так же обладает недостатками в виде только денежного обеспечения и неясностями порядка налогообложения. В связи с этим необходима доработка российского законодательства, предшествующая введению обязательного маржирования внебиржевых ПФИ без ЦК.

По Главе 6:

18) Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно развития в России услуг по расчету, подбору и переоценке обеспечения? Если имеются, изложите их подробно.

Согласны с возможностью передачи сервисов по расчету, подбору и переоценке обеспечения ПФИ без ЦК инфраструктурным организациям. С учетом накопленного им опыта по управлению залогами, НРД видится одним из основных кандидатов на предоставление таких услуг. Еще раз хотим подчеркнуть необходимость альтернативных от ПФИ с ЦК методик по расчету, подбору и переоценке обеспечения для ПФИ без ЦК.

19) Имеются ли у вас комментарии/предложения относительно стандартизации документации, необходимой для маржирования? Если имеются, изложите их подробно.

Согласны с перечнем стандартной документации для целей маржирования.

По Главе 7:

20) Считаете ли вы обозначенные в настоящей главе специальные правила для регулирования трансграничных сделок оптимальными? Если нет, просьба указать почему и, при возможности, предложить альтернативные варианты.

Считаем предложенные специальные правила для регулирования трансграничных сделок оптимальными, при условии динамического пересмотра и гармонизации правил маржирования, применяемых в РФ с правилами основных иностранных контрагентов для исключения трансграничного регуляторного арбитража и предпосылок для сегментации рынка ПФИ без ЦК.

Список литературы.

[1] «Обзор рисков финансовых рынков», Банк России, 2017
http://cbr.ru/analytics/fin_stab/ORFR_16Q4.pdf

[2] BIS, 2015. Basel Committee on Banking Supervision. Board of the International Organization of Securities Commissions. Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>