

# Заглохшие реформы

Джон Кифф

**С**ОГЛАСНО одной популярной, но далеко не всеми разделяемой теории, внебиржевая торговля производными финансовыми инструментами (деривативами), стоимость которых привязана, среди прочего, к другим ценным бумагам, индексам, показателям, биржевым товарам и даже другим деривативам, явилась причиной недавнего мирового финансового кризиса или, по меньшей мере, фактором, обострившим его.

Независимо от того, была торговля производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке основным виновником мирового кризиса или нет, найдется немного аналитиков, которые бы не согласились с тем, что данные рынки, на которых торговля финансовыми инструментами ведется напрямую между двумя сторонами в обход биржи, приобрели такой размер и значимость, что они должны быть выведены из тени и сделаны объектом более жесткого регулирования.

На своем саммите 2009 года в Питтсбурге лидеры Группы 20-ти, объединяющей страны с развитой экономикой и формирующимся рынком, призвали к проведению радикального пересмотра принципов функционирования данных рынков, причем процесс этот должен был завершиться к концу 2012 года. Предполагается, что реформы повысят безопасность и прозрачность торговли производными финансовыми инструментами вследствие того, что у официальных органов и инвесторов появятся возможности по выявлению очагов давления, которые могут приводить ко вторичным эффектам и вызывать более масштабные финансовые проблемы.

С момента наступления этого срока прошло уже более двух лет, и ни одна юрисдикция еще не провела реформы в полном объеме, а некоторые страны их даже и не начинали. Реформы, получившие поддержку Группы 20-ти, предполагают корректировку характера взаимодействия каждой из двух сторон (совместно называемых контрагентом) друг с другом в большинстве сделок с производными финансовыми инструментами. Группа 20-ти хочет поменять исключительно двусторонние отношения между ними на отношения, при которых между двумя сторонами возникает центральный контрагент, исполняющий функции центральной клиринговой палаты. Группа 20-ти также призвала к переводу торговли многими видами производных финансовых инструментов с внебиржевого рынка на биржи или электронные торговые площадки (интернет-системы для торговли финансовыми инструментами). Лидеры Группы 20-ти предложили повысить требования к раз-

меру банковского капитала в отношении контрактов без централизованного клиринга.

Во многих случаях задержки с реформами объясняются тем, что необходимые для их реализации нормативно-правовые процессы, в том числе трансграничная координация, оказались более сложными, чем ожидалось. Некоторые страны решили подождать, пока Европа и США не закончат проведение и координацию своих реформ. В данной статье дается оценка текущего хода реформ и трений, возникших между странами.

## Разнообразие форм и рисков

Существует множество форм производных инструментов, зависящих от того, к чему привязывается их стоимость, а также от специфики их структуры. Если брать самый простой пример, они представляют собой контракты, такие как форвардные или фьючерсные контракты, позволяющие контрагенту приобретать или продавать какой-либо актив (пшеницу, иностранную валюту, нефть) по определенной цене в определенный момент времени с фиксированием будущих цен или обменных курсов. Однако некоторые производные финансовые инструменты являются сложными опционными контрактами с многочисленными, подчас перекрывающимися и условными триггерами и вариантами развития событий.

Деривативы могут выполнять полезную экономическую функцию. Например, компании и правительства используют производные финансовые инструменты, называемые свопами, для расширения возможностей по привлечению инвестиций и заимствований и повышению предсказуемости своих доходов и расходов. Ком-

**Реорганизация внебиржевого рынка производных инструментов движется вперед, но сильно отстает от графика**



Трейдера на Чикагской срочной товарной бирже, Чикаго, США.

пании, занимающиеся добычей и продажей природных ресурсов, и фермеры могут зафиксировать будущие цены с помощью форвардных контрактов на поставку биржевых товаров. Авиакомпании используют деривативы с привязкой к ценам на энергоносители для того, чтобы хеджировать себя на случай резких колебаний цен на топливо. Эти виды операций с участием конечных потребителей составляют основную долю оборота на рынке объемом почти 700 трлн долларов США (см. рис.).

подавляющее большинство производных инструментов обращается на внебиржевом рынке (см. табл.), когда объем торгов измеряется условными суммами неисполненных контрактов. Условная сумма представляет собой стоимость базового актива, лежащего в основе контракта на производный инструмент, который обычно зависит от намного меньшего по размеру первоначального платежа, как правило, определяемого в виде процента условной суммы. В случае фьючерсных и форвардных контрактов условная сумма также отражает размер и цену подлежащих поставке активов. Например, в форвардном контракте на поставку 10 000 галлонов авиационного топлива по цене 3 доллара США за галлон зафиксирована закупочная цена в размере 30 000 долларов США, которая не зависит от того, что будет происходить с ценами на топливо на протяжении срока действия контракта. В случае других типов производных инструментов, таких как свопы, условная сумма является базой, которая используется для начисления процентов для расчета суммы обязательств по регулярным платежам.

В дополнение к рыночному риску, связанному с базовым активом, производные инструменты несут в себе риск контрагента — возможность неисполнения контрагентом своих обязательств по контракту в тот момент, когда стоимость его обязательств по отношению к ненарушившему контрагенту превышает размер обязательств ненарушившего контрагента по отношению к нему. Стоимость этих обязательств меняется вместе с колебаниями базовых ставок, цен или индексов. В случае производных инструментов, обращающихся на бирже, значения их стоимости являются непосредственно наблюдаемыми величинами, однако в случае производных инструментов, обращающихся на внебиржевом рынке, информация о которых часто не попадает в официальные сводки, значения стоимости нужно рассчитывать с использованием математических моделей.

Более того, если между двумя контрагентами заключено несколько контрактов, ненарушивший контрагент обязан продолжать выполнять обязательства по другим своим контрактам, заключенным с нарушившим контрагентом. Эти риски можно уменьшить путем заключения генерального соглашения, охватывающего все сделки и предусматривающего взаимный зачет

в случае неисполнения сделки одним из контрагентов, то есть прекращение действия всех договорных платежных обязательств обоих контрагентов и зачет встречных требований по контрактам, в результате чего получается одна сумма нетто-расчетов.

Дальнейшее снижение риска контрагента может быть обеспечено путем внесения обеспечения (называемого маржинальным обеспечением или гарантийным депозитом) в отношении открытой позиции и остаточного риска (IMF, 2010), размер которого может изменяться ежедневно. Маржинальное обеспечение обычно состоит из денежных средств и обращающихся на рынке государственных облигаций.

## Централизованный клиринг

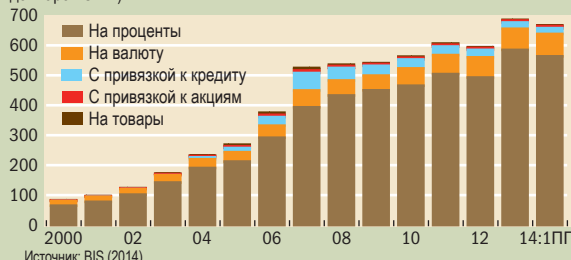
Осуществление регулярных платежей и различных действий, связанных с управлением рисками, на протяжении срока действия производного контракта являются составными частями процесса, называемого «клирингом». По двусторонним контрактам клиринг происходит непосредственно между двумя контрагентами, а в случае контрактов с централизованным клирингом в отношении между контрагентами (участниками клиринга) вклиниваются специализированные финансовые организации, называемые центральными контрагентами. Контракт между двумя первоначальными контрагентами заменяется двумя новыми контрактами с центральным контрагентом, который представляет обе стороны сделки.

Наличие центральных контрагентов может повысить безопасность и эффективность финансовой системы. Они делают процесс более безопасным путем обеспечения следования передовой практике в сфере управления рисками, например, проведения ежедневной переоценки контрактов и обязательного предоставления маржинального обеспечения, и позволяют с большей легкостью решать проблемы в случае наступления дефолта участника клиринга. Кроме того, центральный контрагент позволяет проводить многосторонний неттинг (в отличие от описанного выше двустороннего неттинга), что может снизить системный риск контрагента. В случае наступления дефолта центральные контрагенты могут успокоить опасения рынка относительно возможности распространения дефолтов (цепной реакции) путем ускоренного перевода позиций и маржинального обеспечения нарушившего обязательства участника клиринга в пользу платежеспособных участников (Gregory, 2014).

Роль центрального контрагента в сдерживании цепной реакции дефолтов стала основной причиной, по которой Группа 20-ти призвала к использованию централизованного, а не двустороннего клиринга в случае всех производных контрактов со стандартными сроками и условиями. Централизованный клиринг также может облегчить предоставление отчетности по сделкам с производными инструментами в торговые репозитории, которые

## Резкий рост

За исключением незначительного замедления во время мирового финансового кризиса внебиржевая торговля деривативами росла высокими темпами на протяжении последних полутора десятилетий. (Неисполненные производные контракты, условные суммы, в триллионах долларов США)



Источник: BIS (2014).

Примечание. Условная сумма представляет собой общую стоимость базового актива, лежащего в основе производного контракта. Внебиржевые сделки проводятся на двусторонней основе между покупателем и продавцом. Биржевые сделки осуществляются в соответствии с формализованной процедурой и обычно предполагают участие центрального клирингового учреждения в качестве посредника между покупателем и продавцом.

## Множество контрактов

Мировой рынок деривативов огромен.

(Условная сумма неисполненных контрактов, в миллиардах долларов США, 30 июня 2014 года)

	Внебиржевой рынок	Биржевой рынок
Контракты на проценты	563 290	65 624
Контракты на валюту	74 782	379
Кредитные дефолтные свопы	19 462	н.д.
Контракты на акции	6 941	7 460
Контракты на товары	2 206	н.д.
Без классификации	24 811	н.д.
<b>Итого</b>	<b>691 492</b>	<b>73 463</b>

Источник: BIS (2014).

Примечание. Условная сумма представляет собой общую стоимость базового актива, лежащего в основе производного контракта. Внебиржевые сделки проводятся на двусторонней основе между покупателем и продавцом. Биржевые сделки осуществляются в соответствии с формализованной процедурой и обычно предполагают участие центрального клирингового учреждения в качестве посредника между покупателем и продавцом. Сумма не отнесенных к другим категориям контрактов является оценкой Банка международных расчетов относительно размеров позиций дилеров, не участвовавших в его полугодовом обследовании.

ведут сбор и учет данных по производным сделкам на внебиржевом рынке. (Группа 20-ти также призвала к предоставлению в торговые репозитории информации относительно сделок с производными инструментами на внебиржевом рынке). Наличие этих данных может помочь органам регулирования и обеспечения финансовой стабильности в выявлении случаев нарастания опасных фактических рисков и возможного появления волновых эффектов в случае дефолта контрагента. Полномочия центрального клирингового учреждения сосредоточены на стандартизированных контрактах, поскольку оценка производных контрактов, разработанных с учетом конкретных обстоятельств, и их взаимодействие с другими контрактами может быть затруднительным для центральных контрагентов.

Группа 20-ти также призвала к переводу торгов всеми контрактами со стандартными условиями и сроками на биржи или электронные торговые площадки, в соответствии с обстоятельствами (такими как наличие достаточного объема торгов). Группа 20-ти считает, что непрозрачные сделки, то есть совершаемые на двусторонней основе, подрывают надежность рынков и подвержены большим рискам, особенно в условиях напряженности. Непрозрачность также может затруднить определение стоимости сделок, что может сказаться на управлении рисками. Еще один международный орган, Совет по финансовой стабильности, которому Группа 20-ти поручила осуществление контроля за ходом реформ, также призвал к совершенствованию стандартов управления рисками, в том числе внесению маржинального обеспечения, в отношении производных финансовых инструментов с нецентрализованным клирингом.

В широком смысле процесс реформирования ведется на двух уровнях.

- Комплексная основа и принципы общемировых органов, устанавливающих стандарты, обеспечивают реализацию изменений с использованием согласованного на международном уровне и недискриминационного подхода.

- Официальные органы стран вводят соответствующие нормативно-правовые акты.

Процесс установления международных стандартов близок к завершению, однако некоторые из оставшихся неразрешенными вопросов представляют особые трудности. Например, принципы управления рисками и регламентирующей деятельности центральных контрагентов были определены, однако правила по определению того, какие продукты являются в достаточной мере стандартизированными для предписанного централизованного клиринга, по-прежнему требуют доработки. Хотя большая часть общемировых принципов, регулирующих отчетность по сделкам, была разработана, работа по определению стандартизированных идентификаторов контрагентов и продуктов для обеспечения единообразия в обработке одно-типных сделок продолжается.

Вместе с тем на уровне отдельных стран ход реформ дает сбои по многим направлениям. Соединенные Штаты ушли дальше всех. В США реализовали практически все нормы регулирования операций с производными финансовыми инструментами, находящимися в сфере ведения Комиссии по торговле товарными фьючерсами (КТТФ). Однако реализация мер в отношении производных инструментов, регулируемых Комиссией по ценным бумагам и биржам, началась лишь недавно. Европа не может похвастать такими же успехами, как КТТФ США, поскольку процесс реформирования предполагает координацию усилий 28 государств-членов и их органов регулирования. Более того, законодательство и нормативные акты, регулирующие вопросы соответствия критериям доступа к торговле на различных платформах, являются частью всесторонней реформы системы регулирования рынка инвестиционных услуг. Некоторые другие страны колеблются, руководствуясь желанием определить воздействие реформ на свои рынки или ожидая окончания процессов, идущих в ЕС и США.

Расхождения в нормативах и трения между странами также стали причиной того, что этот процесс столкнулся с большим числом препятствий, чем ожидалось. Руководители стран Группы 20-ти обратились к официальным органам стран с просьбой найти возможности для соблюдения взаимных нормативных требований, однако органы регулирования ЕС выступили против использования европейскими контрагентами центральных контрагентов с юрисдикцией в США, в то время как органы регулирования США хотят, чтобы торги по сделкам с участием американских контрагентов велись на торговых площадках, лицензированных властями США.

Тем не менее, реформы во многих областях идут успешно. Расчеты по более чем половине всех сделок с процентными деривативами и примерно 40 процентам сделок с кредитными деривативами, в случае которых существуют действующие центральные контрагенты, проводятся централизованно (FSB, 2014a). Сведения о практически всех сделках с процентными и кредитными деривативами на внебиржевом рынке сейчас подаются в торговые репозитории.

### Медленный ход реформ по многим направлениям

Однако ход реформ буксует на других участках. Например, перевести сделки на электронные площадки оказалось более трудным делом, чем включить в них центральных контрагентов, отчасти потому что с этим связано так много новых правил. Критерии, определяющие понятия «в соответствии с обстоятельствами» и «стандартизированный», по-прежнему должны быть выработаны на уровне органов, устанавливающих мировые стандарты. В ряде стран существуют юридические препоны, затрудняющие предоставление отчетности и обмен информацией. Они включают законы о конфиденциальности и банковской тайне, а также режимы защиты данных. Разрастание числа торговых репозитариев может затруднить формирование общего представления о рынке и его взаимосвязях. Осознание этих трудностей вызвало призывы к большей стандартизации отчетности и созданию централизованного информационного центра для сбора в одном месте всех данных, получаемых из порядка двух десятков уполномоченных торговых репозитариев (FSB, 2014b).

Если официальные органы желают удержать под контролем риски для мировой финансовой стабильности, они не должны ограничиваться одними национальными интересами. Успех зависит от способности стран полагаться на режимы регулирования друг друга в тех случаях, когда это приводит к получению схожих результатов, а также готовности к компромиссам, в том числе в вопросах конфиденциальности и иных законов, которые затрудняют трансграничный обмен информацией. ■

*Джон Кифф — старший эксперт по вопросам финансового сектора в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

---

#### Литература:

Bank for International Settlements (BIS), 2014, "OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2014," Statistical Release (Basel).

Financial Stability Board (FSB), 2014a, "OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation" (Basel: Bank for International Settlements).

—, 2014b, "Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data," Consultation Paper (Basel: Bank for International Settlements).

Gregory, Jon, 2014, Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives (Hoboken, New Jersey: Wiley Finance).

International Monetary Fund (IMF), 2010, "Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties," Global Financial Stability Report, Chapter 3 (Washington, April).