



FINANCE EVENT

XIV МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФОРУМ «РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ
ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ», ПФИ-2019

№

Специальный
выпуск
ПФИ
2019

5

25
Сентября

Фото предоставлено: ПАО Сбербанк

О ФИНАНСИРОВАНИИ
И ДИСКОНТИРОВАНИИ

14

20

ХЕДЖИРОВАНИЕ
И СПЕКУЛЯЦИЯ
ТОВАРНЫМИ
ФЬЮЧЕРСАМИ

9

ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ
РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО
ФИНАНСОВОГО РЫНКА

39

НА ПЕРЕДОВОЙ.
КАК СОЗДАТЬ ЛОГИКУ
ЗАРАБАТЫВАНИЯ
ПРИБЫЛИ НА РЫНКЕ:
ПУТЕВОДИТЕЛЬ ПО
РЕГУЛЯТОРНЫМ
ТРЕБОВАНИЯМ И
МСФО 9

FORUM ПФИ 2019

СРО
НФА

Саморегулируемая организация “Национальная финансовая ассоциация”
при поддержке:



Платиновый
спонсор



Платиновый
спонсор



Золотой
спонсор



Серебряный
спонсор



Серебряный
спонсор



Серебряный
спонсор



Спонсор



Спонсор

Financevent №5, 2019

Специальный выпуск
к форуму ПФИ-2019

Печать цифровая, тираж 350 экз
Дизайн, верстка, печать:
www.markmarkets.ru



По заказу СРО НФА



В НОМЕРЕ:

ОБРАЩЕНИЕ
ПРЕЗИДЕНТА
СРО НФА К
УЧАСТНИКАМ ФОРУМА

5

ХЕДЖИРОВАНИЕ
И СПЕКУЛЯЦИЯ
ТОВАРНЫМИ
ФЬЮЧЕРСАМИ

20

НА ПЕРЕДОВОЙ. КАК СОЗДАТЬ
ЛОГИКУ ЗАРАБАТЫВАНИЯ ПРИБЫЛИ
НА РЫНКЕ: ПУТЕВОДИТЕЛЬ
ПО РЕГУЛЯТОРНЫМ ТРЕБОВАНИЯМ
И МСФО 9

39

ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ
РАЗВИТИЕ
РОССИЙСКОГО
ФИНАНСОВОГО РЫНКА

9

ИНТЕРВЬЮ С
ИНВЕСТИЦИОННЫМ
БАНКИРОМ И
ИНВЕСТОРОМ
МИХАИЛОМ
ЯНУЛЕВИЧИУСОМ

24

О ФИНАНСИРОВАНИИ
И ДИСКОНТИРОВАНИИ

14

СТРУКТУРНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
И РИСКИ
ЭМИТЕНТА

32

Уважаемые коллеги!

Я искренне рад приветствовать Вас на XIV Международном Форуме «Российский рынок производных финансовых инструментов», ПФИ-2019.

Форум ПФИ, ежегодно проводимый СРО НФА, является крупнейшим мероприятием российского рынка деривативов по составу участников и охвату обсуждаемых вопросов. Для подготовки программы мероприятия СРО НФА привлекает ведущих экспертов рынка, что позволяет говорить об актуальности и востребованности затрагиваемых тем.

В этом году мы выделили 5 ключевых тем, которые вызывают повышенный интерес со стороны профессионального сообщества, и которым будет уделено особое внимание в рамках Форума:

Индикаторы денежного рынка; структурные продукты; товарные деривативы; институциональные инвесторы; развитие технологий торговли.



Василий Заблоцкий
Президент СРО НФА

Индикаторы денежного рынка

Сегмент процентных деривативов на развитых рынках составляет до 80% от совокупного объема открытой позиции на рынке деривативов среди всех классов базовых активов. Развитие российского рынка процентных деривативов является одной из основных задач индустрии. Необходимым условием решения данной задачи является наличие правильно функционирующей системы надежных, устойчивых и пользующихся доверием индикаторов денежного рынка. В рамках Форума мы обсудим ситуацию с российскими индикаторами более широко – в контексте проводимой мировой

реформы индикаторов и вступления в силу европейского регулирования индикаторов, а также поднимем вопросы необходимости реформирования российских индикаторов.

В продолжение темы процентных деривативов на Форуме будет также детально обсуждаться вопрос планируемого введения обязательного централизованного клиринга в отношении отдельных категорий процентных деривативов. На площадках СРО НФА в 2019 году были проведены три встречи с Банком России, на которых обсуждались различные варианты введения данного регулирования. На Форуме будет впервые публично представлена итоговая концепция по итогам состоявшихся обсуждений.

Структурные продукты

Прошел почти год с момента, когда в российском правовом поле был законодательно закреплён новый финансовый инструмент – структурная облигация.

Структурная облигация представляет собой более сложный по сравнению с традиционными облигациями продукт, несущий в себе риск возможной потери инвестированных средств. Подобные инструменты имеют широкое распространение на мировом финансовом рынке. Однако до октября 2018 года в рамках российского правового поля выпуск долговых ценных бумаг, не гарантирующих возврата их владельцам полной номинальной стоимости, не допускался. Поэтому для выпуска подобных инструментов российским банкам или профессиональным участникам рынка ценных бумаг приходилось привлекать иностранные юридические лица. Поскольку со стороны инвесторов имеется существенный спрос на структурные продукты с частичной защитой капитала, которые в то же время предоставляют возможность получения более высокой доходности по сравнению с традиционными облигациями, и была создана законодательная база для выпуска и обращения такого рода инструментов в России.

В определение структурных облигаций в законодательстве заложена отсылка к производным финансовым инструментам, т.е. они могут рассматриваться как облигации со встроенным деривативом. В то же время структурные облигации – новый инструмент российского финансового рынка и есть много законодательных нюансов, связанных с их выпуском и обращением.

В связи с изложенным, в этом году на Форуме отдельное внимание будет уделено новой глобальной теме – структурные продукты. На площадке Форума будут обсуждены различные аспекты текущего состояния и перспектив развития рынка структурных продуктов в России – регуляторные и правовые вопросы, перспективы предложения неквалифицированным инвесторам, вопросы учета и налогообложения, роль СРО в стандартизации инструмента и т.д.

Товарные деривативы

Россия – один из крупнейших сырьевых производителей и экспортеров. Наша страна занимает второе место в мире по экспорту сырой нефти и нефтепродуктов и третье – по экспорту угля, первое – по экспорту зерна, в числе лидеров по экспорту цветных и драгоценных металлов. Зависимость российской экономики от мировых цен на товары естественным образом создает потребность субъектов экономики в хеджировании товарного ценового риска. Если несколько лет назад участники рынка были сфокусированы на волатильности валютного курса и валютных рисках, то теперь заслуженную долю внимания получают вопросы управления товарными ценовыми рисками и товарного хеджирования.

В рамках Форума мы хотели бы рассказать участникам, что товарное хеджирование востребовано российскими компаниями, банки готовы развивать это направление бизнеса и предоставлять ликвидность в товарных деривативах, а регулирование должно создавать правильные стимулы для обеих сторон. СРО НФА принимала активное участие в разработке определения хеджирования с целью исключения хеджирующих сделок из периметра обязательного централизованного клиринга и обязательного маржирования для сохранения компаниям реального сектора экономики возможности заключать билатеральные сделки с банками без денежного обеспечения. Введение регулирования G20 не является, к сожалению, единственным потенциальным препятствием развития этого сегмента рынка. Повышенное потребление банковского капитала по деривативным сделкам в результате внедрения базельских стандартов будет особенно заметно для длинных сделок стратегического товарного хеджирования и, естественно, будет ухудшать цены для конечных клиентов. Это одна из проблемных точек, которые мы хотели бы обсудить на Форуме и поискать пути решения.

Другим важным вопросом является развитие ликвидности товарного рынка

деривативов на внутренние индексы. Внутренний рынок нефтепродуктов, например, обладает развитым биржевым спотовым сегментом, однако внутренний рынок деривативов в привязке к локальным базисам практически полностью отсутствует. В результате возможности товарного хеджирования для российских участников ограничены перечнем инструментов и ликвидностью на иностранных биржах и среди иностранных контрагентов, что далеко не всегда позволяет решить задачу хеджирования компаниям, ориентированным на внутренний рынок.

Институциональные инвесторы

В продолжение разговора о развитии ликвидности внутреннего рынка деривативов хотелось бы также обратиться к вопросу участия на рынке институциональных инвесторов. На форумах СРО НФА неоднократно высказывался тезис о том, что пенсионные фонды потенциально могли бы стать провайдерами встречной ликвидности на рынке процентных деривативов для банков и корпораций с плавающими кредитами. Несмотря на существование ряда структурных препятствий для этого, мы в рамках СРО НФА продолжаем поиски возможностей для НПФов использовать процентные инструменты в своей практике.

Применение деривативов институциональными инвесторами не ограничивается, естественно, процентными инструментами и задачами управления ALM-рисками. Управляющие компании активно используют деривативы в своих инвестиционных продуктах, таких как ПИФы, доверительное управление, структурные продукты. В рамках Форума ПФИ-2019 мы ставим задачу сформировать у слушателей комплексную картину спроса на различные классы деривативных инструментов со стороны институциональных инвесторов.

Развитие технологий торговли

Ещё одной новинкой Форума станет панель по электронной торговле. Развитие технологий торговли деривативами является одним из ключевых вопросов сегодняшнего времени. Новые технологии продолжают трансформировать деятельность как банковских десков, так и клиентов, меняя модели их бизнеса и поведения на рынке. На биржевом рынке деривативов алгоритмические и высокочастотные HFT-трейдеры соревнуются в адаптации самых передовых технических решений и технологий машинного обучения (machine learning) и анализа больших данных. На внебиржевом рынке деривативов активно развиваются банковские торговые платформы для заключения и оформления сделок со стандартизированными OTC-деривативами. В то же время, комплексные и индивидуальные решения в области хеджирования корпоративных рисков или управления ALM-рисками институциональных инвесторов остаются менее подверженными цифровой трансформации.

Цифровая трансформация бросает вызов не только банкам и их участникам. Инфраструктурные организации – биржи, депозитарии, клиринговые организации – вынуждены максимально быстро реагировать на развитие технологий и обновлять свои продуктовые линейки, а регуляторы стоят перед непростой задачей непрерывной адаптации регулирования для снижения возникающих рисков без ущерба развитию рынка.

Естественно программа Форума не будет ограничена только указанными ключевыми темами. В программе будут традиционно представлены налоговая и юридические панели, которые имеют свою преданную и благодарную аудиторию среди профессионального сообщества, и из года в год вызывают стабильно высокий интерес участников Форума.

Sberbank Markets* —

это высокотехнологичная торговая платформа для заключения сделок на финансовых рынках в режиме реального времени.

01

Платформа позволяет упростить проведение операций по управлению валютными рисками и ликвидностью компании и быть в курсе последних событий рынка в режиме онлайн

- Конверсия по 35+ валютным парам (TOD¹, TOM², SPOT³)
- Поставочные форварды, свопы
- Депозиты и НСО
- Сделки с драгоценными металлами

02

Качественное решение для управления валютными рисками и ликвидностью организации

- Поддержка лимитных и алгоритмических заявок
- Заключение сделок «под приход» денежных средств
- Заключение сделок на любой объем и любую дату расчетов
- Централизация казначейских функций в одном терминале**
- Удобный процесс оформления сделок и расчетов
- Выделенная команда клиентского сервиса
- Отсутствие комиссий за пользование системой

03

Больше чем торговля

- Интеграция с внешними учетными системами контрагента
- Возможность автоматизации пост-трейд процесса
- Настройка бесплатных СМС и e-mail-уведомлений о курсах и сделках
- Встроенные ленты новостей от информационных агентств
- Обучающие видеоуроки и вебинары

¹ TOD — сделка с датой валютирования T+0

² TOM — сделка с датой валютирования T+1

³ SPOT — сделка с датой валютирования T+2

* Система электронной торговли Sberbank Markets представляет собой программно-аппаратный комплекс, разработанный для заключения юридическими лицами сделок с иностранной валютой. Подробнее о торговой системе Sberbank Markets, порядке доступа к ней, имеющихся ограничениях и иных условиях можно узнать на сайте: <https://www.sberbank.ru/ru/legal/investments/globalmarkets/sbmarkets> и по телефону: +7 495 933-98-84.

** Торговый терминал разработан ООО «АРКА Технологии», ОГРН 1055407002452, адрес: 630007, г. Новосибирск, ул. Коммунистическая, д. 2. Права на использование данных ПО предоставлены ПАО Сбербанк в рамках договора на условиях неисключительной лицензии. (0+). ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций — № 1481 от 11.08.2015.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 077-02894-100000 от 27.11.2000; лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 077-03004-010000 от 27.11.2000; лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 077-02768-000100 от 08.11.2000.

117997, Россия, Москва, ул. Вавилова, д. 19, тел.: +7 495 500-55-50, 8 800 555-55-50

За последние 5 лет банковский сектор РФ пережил одно из сильнейших технологических изменений.

Сложные схемы взаимодействия с клиентами, отсутствие стандартизированных подходов к ценообразованию и хеджированию риска несли в себе существенные операционные и рыночные риски. Необходимость вовлекать человека в обработку простейших транзакций препятствовала развитию

ственное снижение операционных затрат, но и улучшение качества и доступности клиентских сервисов у большинства участников рынка.

Например, в Сбербанке уровень автоматизации конверсионных операций сейчас приближается к 99%. Объем операций в удаленных каналах непрерывно растет и уже составляет более 90%. Благодаря оптимизации IT-инфраструктуры и централизации ценообразования и управления



ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Александр Зозуля

Со-руководитель трейдинга Департамента глобальных рынков ПАО Сбербанк

и сильно ограничивала возможности для масштабирования продуктов и сервисов. Для индустрии привычной практикой был подсчет валютной позиции по отдельным видам операций с периодичностью раз в несколько минут, а иногда и часов.

Логическим решением стали автоматизация бизнес-процессов, диджитализация продуктов и их перевод в удаленные каналы. Инвестиции в технологии позволили банкам переключить сотрудников с выполнения рутинных операций на более интеллектуальные задачи и работу с клиентами. При этом была существенно усилена функция мониторинга и контроля. Это сократило время выхода на рынок новых продуктов, а эффект управленческих решений можно видеть практически в реальном времени. В результате всех этих изменений мы не только наблюдаем суще-

риском по всем типам клиентов мы смогли значительно снизить операционные затраты. Важным результатом работы стала возможность сформировать систему ценообразования по конверсионным операциям для клиентов с учетом канала и транзакционной стоимости. Эффект от таких изменений не заставил себя долго ждать — наиболее чувствительные клиенты почти сразу перевели свои операции в электронные каналы.

Продолжением данного тренда стала алгоритмизация процесса управления риском. Типовые операции не требуют глубокого вовлечения человека, и риски по ним могут быть захеджированы по заранее разработанной стратегии. Для построения таких стратегий активно используется аналитика данных, которую банк накапливал на протяжении многих лет. Мы учитываем

результаты анализа эластичности спроса от различных групп клиентов при ценообразовании, тем самым увеличивая вероятность хеджирования риска внутри банка без выхода на внешние площадки. Интернализация стала одной из метрик эффективности. Положительный эффект от такого подхода проявляется не только в снижении биржевых комиссий, но и в уменьшении влияния больших сделок на публичный курс. Как правило, на рынок выходит не более 30% объема сделки, а остальной объем перекрывается внутри. Важно отметить, что хеджирование происходит и за счет позиции, возникающей от сделок с ПФИ. Небольшие, но многочисленные форвардные и опционные сделки могут создавать ликвидность, достаточную для хеджирования крупных позиций. Маркетмейкинг на фьючерсном рынке Московской Биржи позволяет использовать обороты физических лиц, активно торгующих валютой, а на бирже СМЕ — иметь доступ к ликвидности хедж-фондов.

Работа с данными выходит на первый план. Мы уходим от предложения стандартизированных продуктов, рассчитанных на удовлетворение общих усредненных потребностей. Онлайн-дэшборды показывают актуальную информацию об активности клиентов, умные помощники выявляют подозрительные и ошибочные операции, предиктивная аналитика позволяет гибко настраивать модели ценообразования и оперативно реагировать на изменения рыночной ситуации. Данные об активности клиента из разных источников собираются в профиль. В том числе благодаря AI-технологиям мы можем эффективно анализировать возросший поток информации о клиентах и сопоставлять с индивидуальными паттернами. Такой подход позволяет улучшать клиентский опыт, еще больше снижать издержки и видеть ситуации, которые потенциально могут нести в себе риск финансовых потерь. Это позволило снизить операционный риск как для банка, так и для клиента.

Фокус смещается в сторону tailor-made-решений, которые могут помочь конкретному

клиенту. Благодаря big-data-решениям «индивидуальная настройка» такого продукта занимает существенно меньше времени и требует меньшего вовлечения человека, а значит, становится доступной более широкому кругу клиентов. Например, долгое время представители малого бизнеса были обделены вниманием инвестиционных подразделений банков. Основным препятствием было недостаточное количество данных о клиентах и непонимание долгосрочных перспектив их бизнес-моделей. По мере того как базы знаний наполнялись необходимой информацией, стали возможными построение специальных моделей и более точное измерение кредитного риска. Благодаря этому широкий круг клиентов получил возможность заключать сделки с ПФИ. При этом риск, принимаемый банком, становится комфортным и контролируется в рамках существующих процедур.

Рынок ПФИ в целом — следующий бенефициар происходящих изменений. Во-первых, банки стали лучше понимать бизнес своих клиентов и могут точнее оценивать и прогнозировать риски. Следовательно, стандартные продукты могут быть настроены под конкретную ситуацию, чтобы нивелировать расхождение между тем, что идеально подходит клиенту, и тем, как банки понимают эти потребности. Во-вторых, общий рост финансовой грамотности и совершенствование учетных систем на стороне корпораций позволил им идентифицировать риски, управление которыми требует использования ПФИ. В-третьих, инвестиции в эффективные каналы коммуникации и взаимодействия с клиентом, такие как интернет-банки, приложения и торговые платформы, существенно упростили процесс заключения и сопровождения сделок с ПФИ.

Межбанковскому рынку ПФИ еще предстоит пройти те изменения, которые уже произошли на рынке валютной конверсии. В отличие от спот-рынка, основным каналом для хеджирования риска от сделок с рублевыми деривативами остаются голосовые брокеры. Уход в электронные каналы и агрегаторы станет возможным только по-



сле того, как основные игроки внедряют соответствующие технологии в свои бизнес-процессы. По нашим оценкам, это должно произойти в следующие два-три года.

Перевод конверсии с корпоративными клиентами в электронные каналы открыл возможность для развития рынка форвардов и опционов. Уже сейчас мы видим существенный рост интереса со стороны клиентов к данным инструментам хеджирования в Sberbank Markets и Сбербанк Бизнес Онлайн. И это ключевое отличие от картины, которую мы наблюдали до 2014 года: крайне низкая спекулятивная составляющая входящих запросов. Наши клиенты ищут способы снижения влияния турбулентности финансовых рынков на их основной бизнес и открыты к конструктивным предложениям в этом направлении. Глубокое понимание потребностей корпораций и хорошо выстроенные каналы коммуникации позволят в будущем существенно расширить линейку ПФИ, доступную в электронных каналах.

В данный момент мы становимся свидетелями глобальной трансформации индустрии — переход к data-driven-моделям ведения бизнеса. Роль data engineers, data scientists и автоматизированных решений на основе AI будет расти и дальше. В то же время роли сейлз и трейдинга претерпят существенные изменения — фокус сместится в сторону обеспечения полноты данных и управления алгоритмическими решениями. Несмотря на высокие инвестиции в преобразование, при правильном управлении этим процессом в выигрыше в результате окажутся все: банки, клиенты и экономика. Отличный пример принципа win-win-win.



Инвестиционные облигации¹ — один из главных трендов рынка структурных продуктов в 2019 году. Рост числа эмитентов и выпусков в обращении, расширение разнообразия предлагаемых продуктов показывают живой интерес участников рынка к этому инструменту. На сентябрь 2019 года объем рынка инвестиционных облигаций в России, по оценке ПАО Сбербанк (**Сбербанк**), превысил 100 млрд рублей.

Структурные продукты² — важный компонент портфелей частных инвесторов на большинстве ключевых рынков мира. Россия — не исключение, и последние годы потребность в качественном продукте, пре- и постпродажном его сопровождении только увеличивается.

Сбербанк имеет обширный опыт структурирования и осуществления выпусков собственных инвестиционных облигаций, так называемых **Инвестиционных облигаций Сбербанка** (ИОС³) — биржевых облигаций, предусматривающих выплату номинальной стоимости при погашении и возможность выплаты дополнительного (инвестиционного) дохода, определяемого в «привязке» к заранее определённым базовым активам.

Дополнительный доход по ИОС зависит от цен рыночных инструментов, в частности, таких как:

- акции
- валютные курсы
- сырьевые товары и драгметаллы
- процентные ставки
- фондовые индексы
- собственные индексы
- взаимные фонды
- альтернативные инвестиции.

Никакие положения настоящего материала не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение ПАО Сбербанк (далее — **Сбербанк**) предоставлять услуги инвестиционного советника. Сбербанк не может гарантировать, что инвестирование в какие-либо Инвестиционные облигации Сбербанка (далее — **ИОС**) или участие в организации каких-либо конкретных облигационных займов Сбербанка в форме ИОС, описанные в настоящем материале, подходят лицам, которые ознакомились с ним. Сбербанк рекомендует вам не полагаться исключительно на информацию, с которой вы были ознакомлены в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь при необходимости независимых экспертов. Сбербанк не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

Финансовые инструменты и инвестиционная деятельность связаны с высокими рисками. Настоящий материал не содержит описания таких рисков, информации о затратах, которые могут потребоваться в связи с заключением и прекращением сделок, связанных с финансовыми инструментами, продуктами и услугами, а также в связи с исполнением обязательств по соответствующим договорам. Стоимость любых базовых активов ИОС может уменьшаться или увеличиваться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходов в будущем. Прежде чем заключать какую-либо сделку в связи с какими-либо ИОС, вам необходимо убедиться, что вы полностью понимаете все условия этого финансового инструмента, условия сделки с таким инструментом, а также связанные со сделкой юридические, налоговые, финансовые и другие риски, в том числе вашу готовность понести значительные убытки.

Сбербанк и/или государство не гарантируют доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

Дополнительная информация размещена по адресу в сети Интернет: https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/broker_service/bsa.

Адреса для раскрытия информации: <http://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>, www.sberbank.com.

Публичное акционерное общество «Сбербанк России». Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015. 117997, Россия, Москва, ул. Вавилова, д. 19, тел.: +7 495 500-55-50, 8 800 555-55-50.

Сбербанк предоставляет следующие возможности для инвесторов:

- приобретение ИОС в инвестиционных целях для получения дохода на условиях эмиссионной документации
- участие в организации облигационных займов Сбербанка в форме ИОС, создаваемых с параметрами по запросу отдельного инвестора⁴.

Сбербанк обеспечивает:

- возможность подготовки выпуска ИОС с параметрами, определяемыми по запросу отдельного инвестора
- возможность выставления котировок по размещённым выпускам ИОС на вторичном рынке
- информационную поддержку (предоставление аналитической информации по базовому активу, информирование о наступлении событий, определённых эмиссионной документацией, оценка рыночной стоимости и моделирование с использованием исторических данных) в период обращения ИОС.

Более подробную информацию об этих возможностях можно узнать у команды Financial Institutions Sales: FI_SALES@sberbank-cib.ru и в Департаменте глобальных рынков Сбербанка по тел.: +7 495 258-05-00.

¹Инвестиционное решение в форме облигаций, размер дохода по которым зависит от динамики стоимости различных базовых активов.
²Инвестиционные решения в различных формах, размер дохода по которым зависит от динамики стоимости различных базовых активов.
³Инвестиционные облигации Сбербанка, ИОС — биржевые документарные облигации, эмитентом которых является ПАО Сбербанк.
⁴Инвестору, принимающему участие в размещении облигационного займа Сбербанка в форме ИОС, может выплачиваться вознаграждение при выполнении инвестором условий, установленных в соглашении, заключаемом между инвестором и Сбербанком до размещения облигационного займа.

О ФИНАНСИРОВАНИИ И ДИСКОНТИРОВАНИИ

Александр Чорный

Руководитель направления продаж участникам денежного рынка, Департамент срочного рынка, Московская биржа



14

Финансирование

С финансированием сталкивается каждая фирма и инвестиционный проект. Крупные корпорации решают, выпустить акции или облигации, небольшие – привлечь банковский кредит или нового партнера.

Инвестор, покупающий ценные бумаги в свой портфель, финансирует операции через сделки РЕПО. Покупка (продажа) ценной бумаги с её одновременной продажей (покупкой) в РЕПО решает проблему финансирования, портфель финансируется по процентной ставке рынка РЕПО. Если эти две сделки рассматривать как одну и ежедневно перезаключать, инвестору не требуются денежные средства для принятия риска, связанного с ценной бумагой, или отказа от него. Он ежедневно получает изменение цены актива, его дивидендную доходность, а платит ставку РЕПО на стоимость актива (финансирование). В аналогичной ситуации оказывается трейдер, покупающий валюту и однодневный валютный своп. Процентной ставкой, по которой финансируется позиция, становится разница между рублевой и валютной ставками денежного рынка.

Одним из последствий Финансового кризиса 2007-2008 гг. стало растущее внимание к кредитному риску в двусторонних контрактах: большинство заключаемых сделок предусматривают либо механизм залога CSA, либо клиринг через центрального контрагента. В обоих случаях создается залоговый счет, который в идеализированном виде может быть описан следующим образом. Когда стороны вступают в соглашение, не происходит обмена денежными потоками. Если сторона А должна заплатить стороне В за право вступить в двусторонний контракт, то сторона В сразу возвращает стороне А эту цену в виде залога. Если стоимость соглашения растет в пользу А, сторона В сразу пополняет на соответствующую сумму залоговый счет. Сторона А в свою очередь возвращает В краткосрочную ставку денежного рынка на величину залога. В зависимости от валюты, это может быть Federal Funds, EONIA или RUONIA. Выход из соглашения также не требует дополнительных денежных потоков: держатель положительного залога сохраняет его у себя.

Двусторонний деривативный контракт с залогом очень похож на случай инвестора, покупающего ценные бумаги (валюту) и финансирующего сделки по ставке РЕПО (по разнице ставок денежного рынка). В [6] дается общее определение.

Котировка V_t имеет ставку финансирования (залога) r_t , если можно создать портфель активов, имеющий постоянную цену ноль и процесс кумулятивных дивидендов $dV_t - r_t V_t dt$. (d имеют стандартную интерпретацию, используемую с процессами Ито.)

Такое определение позволяет описать и деривативный контракт, предусматривающий создание залогового счета, и портфель ценных бумаг, финансируемый на рынке РЕПО. Ставка r_t станет либо ставкой денежного рынка, либо ставкой РЕПО. По аналогии можно сказать, что дериватив с залоговым счетом финансируется по ставке процента, начисляемой на величину залога.

В случае если V_t - фьючерсная цена, тогда $r_t = 0$!

Дисконтирование

Финансовый кризис 2007-2008 гг. выявил эмпирические закономерности, ранее не наблюдаемые. Можно выделить три стилизованных факта. Во-первых, форвардные ставки, вытекающие из двух депозитов разного срока, могут значительно превышать форвардные ставки, подразумеваемые соглашениями FRA или OIS. Во-вторых, спред в базисных процентных свопах может существенно отличаться от нуля. В-третьих, процентные ставки соглашений FRA могут быть сильно выше ставок из соглашений OIS на соответствующие сроки. Более подробное изложение можно найти, например, в [8]. Эти наблюдения, противоречащие стандартному предположению о существовании единой кривой доходности денежного рынка, в той или иной мере объясняются повышенным кредитным (контрагентским) риском и риском отсутствия ликвидности. Рыночной практикой стало использование так называемого OIS-дисконтирования и множества кривых доходностей, отражающих разные уровни риска, для оценки платежей по контрактам.

Попытка обосновать применение нескольких кривых денежного рынка для получения безарбитражных цен привела к появлению большого количества научных работ на эту тему. Финансирование позиции в деривативных контрактах с помощью залогового счета, на который начисляется однодневная ставка процента, стало ключевым элементом любого такого обоснования. В [10] приведена простая и многократно цитируемая модель, аналогичный результат получен в [3] и [4]. Основное предположение - идеальный залоговый счет решает проблему кредитного (контрагентского) риска. Пусть r_t - безрисковая ставка, которая определяет динамику активов в риск-нейтральном мире, ее существование предполагается, а r_t^c - ставка овернайт, начисляемая на залог в данной валюте.

В [10] инвестор реплицирует деривативы с помощью базового актива, финансируемого по некоторой ставке r_t , и залогового счета, на величину которого начисляется ставка процента r_t^c , - корректный способ репликации приведен в [2]. Уравнение Блэка-Шоулза для дериватива содержит r_t в слагаемом, отвечающем за дельта-хеджирование, и r_t^c при величине залогового счета (равного цене дериватива).

В [4] нет механизма репликации. Цены на активы отличаются от стандартных ([5]) на величину стоимости непрерывного потока дивидендов, которые получает держатель залогового счета со скоростью $r_t - r_t^c$ от размера счета: он размещает залог на денежном рынке по ставке r_t , а возвращает залогодателю r_t^c .

В любом случае стоимости активов в указанных работах совпадают и аналогичны классическим, но дисконтирование становится тесно связанным с динамикой ставок r_t^c . Если актив платит величину X в момент T , то его цена V_t в момент $t \leq T$ удовлетворяет

$$V_t = \mathbb{E}_t^Q [e^{-\int_t^T r_s^c ds} X]. \quad (1)$$

В (1) явно присутствует только r_t^c , ожидание связано с риск-нейтральными вероятностями. Ставка r_t^c , по которой финансируется позиция в активе и которая начисляется на залоговый счет, определяет способ дисконтирования.

Если $X = 1$, тогда цена бескупонной облигации с погашением в T , обеспеченной залогом, становится

$$P^c(t, T) = \mathbb{E}_t^Q [e^{-\int_t^T r_s^c ds}] \quad (2)$$

$P^c(t, T)$ определяют кривую дисконтирования в каждый момент t .

Если f_t - фьючерсная цена X в момент t , то $r_t^c = 0$ и $f_t = \mathbb{E}_t^Q[X]$.

Еще одна замена вероятностей ([4], [5]) позволяет представить V_t самым простым способом

$$V_t = P^c(t, T) \mathbb{E}_t^T[X]. \quad (3)$$

T - форвардная мера, связанная с динамикой $P^c(t, T)$.

Приведем пример. Актив, обеспеченный залогом, обменивает в момент $T + M$ M -месячную ставку IBOR ($L^M(T)$), опубликованную в T , на фиксированную ставку K , тогда его цена удовлетворяет

$$V_t = P^c(t, T + M) \mathbb{E}_t^{T+M} [N\delta(L^M(T) - K)] = P^c(t, T + M) N\delta(\mathbb{E}_t^{T+M}[L^M(T)] - K), \quad (4)$$

где N - номинал контракта, δ учитывает календарные конвенции. Если K торгуются на рынке для разных T , и такие инструменты ликвидны, то $K = \mathbb{E}_t^{T+M}[L^M(T)]$ определяют форвардные ставки кривой доходности, связанной с риском L^M . Для каждого M можно таким образом получить свою кривую доходности из цен ликвидных инструментов, платежи по которым привязаны к L^M . Безарбитражные цены на менее ликвидные инструменты получаются из $P^c(t, T)$ и соответствующей кривой L^M . Энциклопедическое изложение дано в [1].

Особое значение имеет единая кривая дисконтирования $P^c(t, T)$. Первым ее ингредиентом является ставка процента, начисляемая на залог. Поиск замены для фиксинга LIBOR в долларах США привел к расчету Федеральным резервным банком Нью-Йорка новой овернайт-ставки SOFR с апреля 2018 г. Московская биржа в апреле 2019 г. стала рассчитывать овернайт-ставку RUSFAR, которая основана на широком и ликвидном денежном рынке. Если такие ставки станут популярными при начислении процентов на залоговый счет, это приведет к появлению кривых дисконтирования SOFR и RUSFAR. Вторым естественным ингредиентом должны быть свопы OIS. Консультации, проводимые ISDA для поиска ставок, которые могли бы заменить IBOR в случае прекращения публикации последних, показывают, что участники рынка выбирают начисление овернайт-ставки сложными процентами за купонный период с некоторым спредом. Такое решение может увеличить ликвидность на рынках стандартных свопов OIS.

Пусть по плавающей ноге обеспеченного залогом OIS начисляется r_t^c .

Тогда ставка процента плавающего купонного платежа (со сложными процентами) аппроксимируется $L(T, T + M) = \frac{1}{\delta} (e^{\int_T^{T+M} r_s^c ds} - 1)$. Используя обозначения предыдущего примера, цена контракта, обменивающего в $(T + M)$ фиксированную ставку K на накопленную ставку овернайт между T и $(T + M)$, удовлетворяет

$$V_t = \mathbb{E}_t^Q [e^{-\int_t^{T+M} r_s^c ds} N\delta(L(T, T + M) - K)] = NP^c(t, T) - N(1 + \delta K)P^c(t, T + M).$$

Если K торгуются на рынке, получим уравнения связывающие «чистые» факторы дисконтирования кривой $P^c(t, T)$. Свопы OIS, обеспеченные залогом и выплачивающие r_t^c в виде сложного процента по плавающей ноге, сразу дают кривую $P^c(t, T)$.

Московская биржа позволяет заключать сделки со свопами OIS на ставки RUSFAR и RUONIA через рынок стандартизированных производных финансовых инструментов. На Срочном рынке Биржи обращаются фьючерсы на эти ставки - месячные контракты фиксируют среднее арифметическое значение RUSFAR или RUONIA за расчетный период.

Фьючерсные цены могут требовать дополнительных корректировок для получения форвардных ставок кривой $P^c(t, T)$. С одной стороны, среднее арифметическое агрегирование занижает процентные ставки из фьючерсов относительно соответствующих стандартных OIS ([11]). С другой стороны, верно обычное рассуждение - позиция лонг получает вариационную маржу при падении ставок и размещает ее на рынке по более низким ставкам, поэтому безарбитражные процентные ставки из фьючерсов должны быть выше, чем ставки из соответствующих стандартных OIS. В [9] получена аппроксимация, в соответствии с которой ставки из фьючерсов должны превышать соответствующие форвардные ставки из кривой стандартных

OIS на $\frac{\sigma^2}{6} (3T^2 - 3T\delta + \delta^2)$, где T - время до экспирации (в годах), δ - длина расчетного периода ($1/12$ для одного месяца), σ - волатильность. При $T = 1$ и волатильности не превышающей 200 бп эта величина не превышает 2 бп (см. также [7]).

Список литературы

- [1] Ametrano, F., Bianchetti, M. (2013) Everything You Always Wanted to Know About Multiple Interest Rate Curve Bootstrapping but Were Afraid to Ask. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=2219548>
- [2] Brigo, D., Buescu, C., Pallavicini, A., Liu Q. (2015) A Note on the SelfFinancing Condition for Funding, Collateral and Discounting. International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 18, No. 2, 1550011.
- [3] Fujii, M., Shimada, Y., Takahashi, A. (2009) A Note on Construction of Multiple Swap Curves with and without Collateral. CARF Working Paper Series No. CARF-F-154. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=1440633>
- [4] Fujii, M., Takahashi, A. (2016) A General Framework for the Benchmark Pricing in a Fully Collateralized Market. International Journal of Financial Engineering, Vol. 3, No. 3, 1650019.

[5] Geman, H., El Karoui, N., Rochet, J.C. (1995) Changes of Numeraire, Changes of Probability Measures and Pricing of Options. Journal of Applied Probability 32, 443-458.

[6] Henrard, M. (2014) Interest Rate Modelling in the Multi-Curve Framework: Foundations, Evolution and Implementation. Applied Quantitative Finance. Palgrave Macmillan.

[7] Henrard, M. (2018) Overnight futures: Convexity adjustment. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=3134346>

[8] Mercurio, F. (2009) Interest Rates and The Credit Crunch: New Formulas and Market Models. Bloomberg Portfolio Research Paper No. 2010-01FRONTIER. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=1332205>

[9] Mercurio, F. (2018) A Simple Multi-Curve Model for Pricing SOFR Futures and Other Derivatives. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=3225872>

[10] Piterbarg, V. (2010) Funding beyond discounting: collateral agreements and derivatives pricing. Risk February, 97-102. Доступно на <https://risk.net/1589992>

[11] Takada, K. (2011) Valuation of Arithmetic Average of Fed Funds Rates and Construction of the US Dollar Swap Yield Curve. Доступно на <https://ssrn.com/abstract=1981668>



**МОСКОВСКАЯ
БИРЖА**

РЫНОК СПФИ

- ▶ **ЛИКВИДНОСТЬ В СРОКАХ
ОТ 3 ДНЕЙ ДО 5 ЛЕТ**
- ▶ **УЗКИЕ СПРЭДЫ**
- ▶ **СНИЖЕНИЕ НАГРУЗКИ НА КАПИТАЛ**

**IRS (MOSPRIME/LIBOR/EURIBOR)
OIS (RUSFAR), OIS (RUONIA)
FX (USD/EUR/RUB)
CROSS CURRENCY (USD/EUR/RUB)
FWD (USD/EUR/RUB)**

**ПОЛУЧАЙТЕ
ПРОЦЕНТЫ
НА ГО И ПЕРЕОЦЕНКУ**

**ВНОСИТЕ ЦЕННЫЕ
БУМАГИ
В ГАРАНТИЙНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ**

**РАСШИРЯЙТЕ
СПИСОК КОНТРАГЕНТОВ**

WWW.MOEX.COM



ХЕДЖИРОВАНИЕ И СПЕКУЛЯЦИЯ ТОВАРНЫМИ ФЬЮЧЕРСАМИ

Денис Соловьев

Заместитель директора Департамента операций на
финансовых рынках, АО «Россельхозбанк»

20

Что представляет собой контракт на товарный фьючерс?

Это обязательство продать или купить заранее определённый объем товара по заранее определенной цене в определенную дату в будущем. Фьючерсный контракт позволяет убрать риск неблагоприятного изменения цены товара для продавца или спекулянту сделать ставку на определенное изменение цены товара в будущем.

В отличие от опционного контракта фьючерс предполагает необходимость для держателя контракта продать или купить базовый товар по согласованной в контракте цене (в случае поставочных контрактов) или произвести расчет между контрактной и спот ценой товара на дату взаиморасчетов в деньгах, если контракт расчетный.

Большинство расчетных товарных фьючерсных контрактов исполняются в определенные контрактами даты. Ценовая разница между контрактной ценой и фактической ценой товара на дату исполнения контракта формирует прибыль или убыток сторон и подлежит перечислению выигравшей стороне. Поставочные фьючерсы используются для покупки физического товара на согласованных контрактом условиях.

Крупнейшими по объемам торговли фьючерсами являются зарубежные рынки таких товаров как:

- Сырая нефть
- Пшеница
- Бобовые (кукуруза, соя)
- Золото
- Серебро
- Природный газ

В России на товарных рынках представлены пшеница, драгметаллы и медь на Московской Бирже и нефтепродукты на СПБМТСБ (только поставочные фьючерсы).

Для биржевых контрактов определена спецификация товара и условия его поставки. Важным и существенным условием биржевого контракта является гарантия исполнения со стороны биржи, являющейся оператором товарной поставки. При этом важно, чтобы исполнение соответствовало спецификации товара.

Товарные фьючерсы могут быть использованы для спекуляции, основанной на движении цены базового актива. При этом затраты инвестора – это размер начальной и вариационной маржи в период жизненного цикла контракта.

Часто при хеджировании возникает вопрос можно ли использовать в качестве базового актива иной товар нежели тот, которым располагает или будет располагать компания. Неверный ответ на этот вопрос проложит границу между страхованием ценового риска, обеспеченного базовым активом и спекуляцией. Часто то, что выглядит хеджем, таковым не является.

Целью хеджирования является снижение ценового риска. При полном отсутствии риска, прибыль также будет полностью отсутствовать. Таким образом при конструировании хеджа нужно индивидуально оценивать параметры хеджирующих сделок сопоставляя их со спецификой производителя и хеджируемого товара.

В качестве примера, предположим инвестор депонировал маржу в размере 3000 долларов за фьючерсный контракт на покупку 1000 баррелей нефти по 45 долларов за баррель. Если нефть торгуется по 60 долларов за баррель в дату исполнения контракта, то прибыль инвестора составит 15 тысяч долларов за вычетом расходов на отвлечение средств в размере маржи. Если инвестор приобрел расчетный контракт, то он получит деньги в качестве прибыли по контракту. Если же контракт поставочный – нефть на условиях поставки оговоренных в контракте.

В приведенном примере, безусловно, важным для инвестора фактором является тип контракта, соответствие товара тому, который он хеджирует или которым спекулирует, условиям поставки, как в случае является ли он поставщиком товара, так и покупателем, риск инфраструктуры рынка, которую использует брокер для заключения и исполнения контракта и риск самого брокера (прайм-брокера), отвечающего перед клиентом по своим обязательствам. Уровень маржи, которая закрывает риски сторон сделки в случае ценовых колебаний, сама величина ценовых колебаний, т.е. волатильность рынка данного товара, также являются важными факторами при принятии решения инвестором о сделке.

Принимая во внимание относительно высокий уровень кредитного рычага, риски, которые могут реализоваться для инвестора в случае агрессивной спекулятивной стратегии являются настолько существенными, что не подходят большинству непрофессиональных инвесторов. В настоящее время отсутствуют формальные требования к корпоративным инвесторам, заключающим сделки на рынке ПФИ. В отсутствие формальных критериев, брокер или банк, принимающий риски работы с инвестором, должен сам

оценить, насколько клиент готов принимать риск, как этот риск соотносится с финансовым положением клиента, насколько он является оправданным с точки зрения экономических целей инвестора.

Часто возникает ситуация, когда, начав с обсуждения стратегий хеджирования инвестор использует расчетные или поставочные инструменты, которые по ряду причин не обеспечивают страхования ценовых рисков. При отсутствии ликвидных рынков товаров с базисами, соответствующими товару, с которым работает инвестор, хедж зачастую превращается в спекуляцию и несет как для клиента, так и для брокера существенные риски.

Риски спекуляции вследствие ошибок в оценке хеджа

В случае использования покупки или продажи фьючерсов, часто востребованных предприятиями, хеджирующими риски бизнеса, связанного с переработкой и/или производством того или иного товара возможен избыточный хедж, то есть сделка с количеством товара не обеспеченном производством или потреблением. В этом случае инвестор будет вынужден покупать недостаток или продавать избыток товара, неся ценовой риск по всему объему избыточного хеджа. Если на рынке валют это не представляет существенной проблемы вследствие его ликвидности, для отдельных товарных категорий стоимость урегулирования сделает хедж по-факту убыточным.

Банк, инвест-консультант, выстраивая хеджирующую позицию для клиента должен оценить риск и экономическую целесообразность. В ряде случаев для ограничения риска целесообразна стратегия сочетания фьючерса и опциона.

Хеджирование товарными фьючерсами

Беспоставочные фьючерсы могут быть использованы в случае хеджирования цены товара. Так, например, чтобы застраховать цену основного потребляемого сырья и цену произведенной продукции, то есть по-факту операционную маржу, можно использовать расчетные фьючерсы.

Например, производитель пластика может использовать фьючерсы на природный газ, как основной продукт переработки, вносящий наибольший вклад в себестоимость. Страховка от неблагоприятного изменения цен на топливо может быть интересна транспортным, бункеровочным или добывающим компаниям.

В каждом конкретном случае необходимо анализировать спектр товаров, формирующих себестоимость, товаров, являющихся продуктом переработки, оценить производственный цикл, оборачиваемость и прочие факторы, чтобы рассчитать верный объем, сроки и оптимальные условия контрактов.

Риски хеджирования товарных активов

- Риск убытков от спекуляции с кредитным плечом
- Риск, связанный реализацией непокрытой части актива или разрыве/неисполнении или частичном неисполнении контракта
- Риск неблагоприятного изменения цены базового актива
- Риск потери прибыли от благоприятного движения цен

Несовпадение или недостаток, или избыток, а в самом плохом случае отсутствие базового актива превращает хедж в спекуляцию с неограниченным риском.

Фьючерсы, торгуемые на высокоэффективных рынках, обладают высокой волатильностью и в случае использования неопытным инвестором их покупка без ограничения риска с помощью, например, опционов может оказаться не самой удачной стратегией.

Поскольку всегда на этапе планирования сделки присутствует риск ошибки или у производителя происходят нежелательные незапланированные изменения, например, неурожай, необходимо страховать риск так, чтобы ограничить убытки клиента.

Например, сочетание «длинного» фьючерса и «длинного» пут опциона дает синтетический колл. Прибыль от владения колл оп-

ционом возникает при росте цены базового актива. Владелец синтетического колл опциона не может получить убытки больше, чем он затратил на покупку пут опциона: при движении цены базового актива вниз, убытки по фьючерсу компенсируются купленным пут опционом, а при росте прибыли образуется по фьючерсу, как только его цена превысит затраты на страховку, которые равны цене пут опциона.

Таким образом, мы имеем позицию с заранее определенным максимальным риском и выше этого уровня он быть не может. При этом рост цены даст нам прибыль. Аналогично, но зеркально делается страховка продажи фьючерса: покупается колл опцион.

Существуют и более сложные механизмы хеджирования, которые определяются особенностями бизнеса.

При необходимости хеджировать долгосрочные сделки (более года), обычно прибегают к практике, которая заключается в том, что сначала открывается позиция по более близкому контракту (например, со сроком исполнения через 6 месяцев), а по мере улучшения ликвидности по более дальним срокам поставки позиции по ближним месяцам закрываются и открываются позиции по далеким срокам.

Особенно сложен механизм хеджирования при непрерывном или близком к непрерывному циклу производства. В этом случае на срочном рынке постоянно имеются открытые позиции с различными сроками поставки и приходится управлять постоянно меняющейся «налично-срочной» позицией.

Не всегда удастся подобрать биржевой товар, точно соответствующий объекту реальной сделки. В этих случаях приходится проводить дополнительный анализ, чтобы выяснить, какой биржевой товар или, возможно, группа товаров наилучшим образом подходят для хеджирования товарной позиции на реальном рынке.

В некоторых случаях при изменении цен изменяются также потенциальные объемы сбыта. При этом вышеперечисленные

схемы хеджирования оказываются неэффективными, так как возникает ситуация «недохеджирования» (объем хеджа меньше объема реальной позиции) или «перехеджирования» (объем хеджа больше объема реальной позиции). В обеих ситуациях риск потерь увеличивается. Минимизировать риск позволяет динамическое хеджирование, когда происходит постоянный анализ соответствия размера срочной позиции, ситуации на реальном рынке и, если необходимо, изменение этого размера.

Несмотря на издержки, связанные с хеджированием, и многочисленные трудности, с которыми компания может встретиться при разработке и реализации стратегии хеджирования, его роль в обеспечении стабильного развития очень велика.

В результате хеджирования происходит существенное снижение ценового риска, связанного с закупками сырья и поставкой готовой продукции; хеджирование процентных ставок и обменных курсов снижает неопределенности будущих финансовых потоков, обеспечивает более эффективный финансовый менеджмент. В результате уменьшается неопределенность финансового результата хозяйственно-производственной деятельности.

Кроме того, правильно выбранная стратегия хеджирования уменьшает затраты компании, поскольку хеджирование высвобождает часть ресурсов в ряде случаев исключая или минимизируя необходимость создания товарных запасов и тем самым увеличивает оборотный капитал.



«ПОТЕНЦИАЛ РЫНКА ПРОЦЕНТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ РАСКРЫТ НЕ ПОЛНОСТЬЮ»

Михаил
Янулевичус

В преддверии XIV Международного форума «Российский рынок производных финансовых инструментов» на вопросы Национальной финансовой ассоциации ответил инвестиционный банкир и инвестор Михаил Янулевичус.

Прежде чем мы начнем, хочется сказать слова благодарности коллективу НФА. Много лет подряд вы делаете конференцию по дериватавам, и с каждым годом это мероприятие становится все лучше и лучше. Это событие почти как профессиональный праздник. Люди приходят нарядно одетые, встречают старых друзей, заводят новые знакомства, общаются и получают много позитивных эмоций. Конечно, такие события должны быть. И спасибо вам за то, что дарите нам этот праздник.

Спасибо, очень приятно, что отметили нашу работу. Мы, действительно, стараемся и в этом году всех нас ждет насыщенная программа, возвращаясь к теме процентных деривативов. Уже несколько лет процентные деривативы в фокусе внимания, рынок, действительно, растет и в объеме, и по спектру торгуемых продуктов, но каких-то значимых достижений в этой области финансового рынка, на мой взгляд, пока нет. Вы неоднократно говорили, что рынок процентных деривативов наиболее перспективный рынок в России. Почему вы так считаете?

Дело в том, что потенциал этого рынка раскрыт не полностью. Это становится понятным при простом сравнении с западными рынками. Если посмотреть на американский или европейский рынок, там порядка 80% всех деривативов приходится на процентные деривативы, а у нас менее 10%. Поскольку функции процентных инструментов и у нас, и на Западе приблизительно такие же и говорить о каких-то структурных различиях не

приходится, в России можно ожидать рост объемов торговли процентными деривативами до сопоставимых значений. Поэтому я считаю, что потенциал этого рынка в десятки раз больше текущих объемов.

А что, на ваш взгляд, необходимо для того, чтобы этот рынок сформировался и демонстрировал рост?

Для существования любого рынка необходимо наличие продавцов и покупателей, причем таких продавцов и покупателей, которые систематически заключают сделки. Как

правило, это хеджеры, устраняющие свои риски. Классическим примером покупателей процентных деривативов являются компании, которые берут длинные по сроку кредиты по плавающей ставке, то есть по процентной ставке, которая периодически пересматривается в зависимости от изменений на рынке. В таком случае компании несут риск роста процентных ставок. Чтобы захеджировать этот риск, клиенты покупают процентные свопы или иные деривативы на процентную ставку. В то же время, банки несут риск падения процентных ставок, поскольку при падении ставок портфель кредитов банка будет приносить меньше доходов. Для того, чтобы захеджировать этот риск, банки продают процентные свопы. Получается, что на процентные инструменты всегда есть спрос и предложение, то есть выполняется необходимое условие для формирования рынка. А когда есть предпосылки для формирования рынка на него уже приходят и другие участники – маркет-мейкеры, спекулянты, арбитражеры, а также иные хеджеры, выполняющие специфические задачи.

Проблема нашего рынка заключается в том, что у нас нет достаточного числа тех самых хеджеров, которые систематически покупают и продают процентные деривативы. Оби эти группы только формируются. И на формирование требуется время и, к сожалению, больше чем хотелось бы.

А что на ваш взгляд препятствует скорейшему развитию этого рынка?

Наш народ не привык ждать чего-то хорошего и скорее старается подготовиться к плохому. Так уж сложилось исторически. Если говорить о процентных ставках по кредитам, большинство людей беспокоится, что ставка может вырасти. Мало кто переживает, что ставки могут упасть. Причем эти опасения возникли не на пустом месте – мы не раз видели, как в кризисные периоды ставки растут экстремально. Поэтому осторожные корпора-

тивные финансисты предпочитают брать кредиты на длинный срок и под фиксированный процент. Такой подход позволяет компании сохранять ликвидность и нести приемлемые процентные расходы в непростые времена.

В то же время, в периоды падения ставок такие кредиты становятся слишком дорогими. И, поскольку у нас уже два года происходит снижение рублевой ставки, можно было ожидать всплеска количества сделок с процентными деривативами. Ведь основное преимущество деривативов – это гибкость условий контракта. Заключая дериватив, вы можете не только ограничить потери, но и оставить потенциал для дополнительного заработка. Другими словами, захеджироваться от роста ставки, но иметь возможность дополнительно заработать в случае ее падения. В этом преимущество деривативов перед кредитом с фиксированной ставкой. Однако, большинство компаний продолжают выбирать кредит с фиксированной ставкой, а банки сами препятствуют их выходу на деривативный рынок.

Каким же образом банки мешают развитию процентных деривативов? На площадках нашего форума мы, напротив, видим призывы заниматься процентными деривативами и создается впечатление, что банки заинтересованы в развитии этого рынка.

На мой взгляд, банки слишком низко оценивают стоимость права досрочного погашения кредитов. Сейчас любая компания может самостоятельно сконструировать идеальный профиль риска без деривативов. Достаточно взять кредит по фиксированной ставке с правом досрочного погашения. Такое право позволяет вернуть кредит раньше срока и при этом не платить банку штраф за расторжение контракта. В этом случае компания застрахована от повышения ставки, ведь процент по кредиту заранее оговорен и зафиксирован. А если ставки на рынке упадут, то компания просто воспользуется правом досрочного погашения и вернет дорогой кредит. После этого компания берет новый кредит на ту же сумму, только под более низкий процент.

То есть, банки слишком дешево оценивают стоимость права за досрочный возврат кредита и это делает деривативы менее привлекательными по сравнению с простыми кредитами?

Да, именно так. Фактически, право досрочного погашения – это опцион на ставку. И расчетная стоимость этого опциона достаточно высокая. Однако, когда российские банки включают право досрочного погашения в условия кредита, они прибавляют относительно небольшую наценку к стоимости кредита. Получается, что клиент покупает нужный ему опцион дешевле, чем он стоит на рынке деривативов. Конечно, я не могу утверждать, что все банки делают именно так. Однако, предложений на рынке хватает.

Почему так происходит? Неужели банки продают в убыток?

Дело в том, что на банковском рынке конкуренция достаточно высокая, особенно в сегменте крупного корпоративного бизнеса. Конечно, каждый банк хочет выдать кредит крупному клиенту с высоким кредитным качеством, но на этом рынке невысокая маржа. И чтобы получить дополнительное преимущество в конкурентной борьбе, некоторые банки занижают стоимость как самих кредитов, так и дополнительных опций. В том числе, стоимость права досрочного погашения.

Здесь уместно вспомнить обратную ситуацию, когда во время кризиса 2008 года банки занижали стоимость опционов, встроенных в депозитные договоры. Тогда некоторые банки предлагали пополняемые депозиты сроком до 3 лет по ставкам 15-17% годовых. Опять-таки, в рамках конкурентной борьбы банки старались конкурировать не только ставкой,

но и создавать удобные продукты. Действительно, если вкладчику захочется пополнить депозит, это удобно. Представьте себе человека, который дисциплинировано откладывает часть доходов каждый месяц и кладет их на депозит. Гораздо удобнее пополнять один депозит, а не создавать каждый месяц дополнительные депозиты к уже имеющимся. Но, некоторые клиенты использовали пополняемые депозиты для целей хеджирования ставки. Открыв депозит на 5,000 рублей по ставке, скажем, 15% вы могли в течение трех лет пополнить депозит на любую сумму. И когда ставки на рынке упали клиенты продолжали размещать деньги под 15% годовых. Когда банки поняли, что продукт нерентабелен, они стали ограничивать размер таких депозитов. Сейчас вы тоже сможете открыть пополняемый депозит, но вряд ли вы где-то найдете депозит, который можно пополнять бесконечно. Как правило, вы сможете пополнить депозит, но не более определенной суммы. Банки сделали выводы из той ситуации и скорректировали продуктовую линейку.

Я думаю, что сейчас произойдет нечто подобное. Банки скорректируют продуктовую линейку и стоимость дополнительных опций таким образом, что для клиентов не будет большой разницы взять кредит по фиксированной ставке с правом досрочного погашения или кредит по плавающей ставке и захеджировать его. По крайней мере, рынок будет стремиться к такому балансу. И вот тогда у нас на рынке появится много хеджеров, а, как мы говорили, это необходимое условие для формирования рынка.

Причем клиенты банков только выиграют от этого, поскольку с помощью процентных деривативов можно создать именно такой денежный поток, который наиболее соответствует характеру бизнеса компании. Таким образом, клиент получит максимально персонализированные настройки кредита.

Как вы считаете, является ли дополнительным сдерживающим фактором для роста рынка требование об обязательном маржировании операций с деривативами?

Любые дополнительные регуляторные требования, как и любые изменения в целом, люди часто встречают с опаской и недоверием. Это объясняется тем, что в устоявшийся привычный уклад вносится новая переменная, которая приведет к неизвестным последствиям и, вероятно, изменит привычный уклад. При этом, как правило, заранее не понятно, как именно изменится жизнь. А неизвестность пугает.

На самом деле, еще рано говорить о влиянии на рынок, так как эффект будет зависеть от того, как маржирование будет применяться на практике. На мой взгляд, опасность маржирования заключается в выставлении крупных маржин-коллов, которые компании не в состоянии оплатить. Представьте себе компанию-экспортера, которая ежемесячно продает валюту на 10 млн долларов. Для того, чтобы не нести валютный риск компания заключает дериватив на 120 млн долларов, таким образом хеджируя свою годовую выручку. И вот, допустим, курс скакнул на 30%, а это значит, что в соответствии с требованиями регулятора банк выставит компании маржин-колл на 36 млн долларов, который нужно оплатить в течение одного дня. У компании нет таких денег. Ее ежемесячная выручка всего 10 млн долларов. И, казалось бы, менеджеры компании все сделали правильно, устранили валютные риски. Но, по факту, компания не в состоянии выполнить свои обязательства, что ведет к дефолту.

В случае сильных колебаний на финансовых рынках, такие дефолты могут стать массовыми. И если для банков у регулятора есть целый ряд программ поддержания ликвидности, то для реального сектора такие инструменты недоступны. Компании могут взять кредиты только в банках. А банки, как мы знаем, неохотно кредитуют компании, находящиеся в дефолте. Таким образом, кризис ликвидности в банковской сфере сглаживается усилиями

центральных банков, а если из-за нового регулирования кризис ликвидности произойдет в корпоративном секторе, то это будет новый вид кризиса, которого раньше еще не было.

На мой взгляд, хорошо, что Банк России поэтапно внедряет обязательное маржирование. Будет разумно понаблюдать, как подобные системы функционируют за рубежом, как будут переживать кризисы, а уже потом полномасштабно внедрять у нас с учетом ошибок западных стран.

Насколько я знаю, Банк России как раз исключил ситуации хеджирования из обязательного маржирования?

Это очень правильный подход, который был выработан в результате диалога участников рынка и регулятора. Однако, повторяюсь, очень важно, как это будет работать на практике. Вернемся к примеру с компанией-экспортером. Представьте, что компания ежемесячно получает валютную выручку в размере 10 млн долларов, но при этом не одним платежом – средства поступают ежедневно неровными и неодинаковыми суммами. Очень часто в бизнесе так и происходит. В какие-то дни продажи идут лучше, в какие-то хуже. Но, в целом, у этой компании в конце месяца собирается сумма порядка 10 млн долларов. Но также в конце месяца компания осуществляет расходы в рублях – оплата аренды помещений, расчеты с поставщиками, выплата заработных плат сотрудникам. Чтобы захеджировать валютный риск, компания заключает сделку с деривативом, по которому ежемесячно продает, скажем, 7 млн долларов. Если подойти формально, параметры хеджирующей сделки и объекта хеджирования не совпадают. Однако, сделка явно носит хеджирующий характер. Поэтому очень важно, как на практике будут применяться нормы о маржировании. Если регулятор будет учитывать индивидуальные ситуации, подтвержденные здравой логикой и расчетами, то, на мой взгляд, маржирование не будет сдерживать рост рынка.

То есть, ключевой вопрос в маржировании деривативов – освобождение хеджеров от обязанности маржировать сделки?

Я считаю, что да. Сделки хеджеров уже обеспечены их будущими денежными потоками, проистекающими из хозяйственной деятельности хеджера. Дополнительное маржирование бессмысленно. Ведь банк все равно принимает на клиента кредитный риск и выдает ему кредиты. Чтобы у клиента были средства на оплату маржин-коллов банку придется выдавать клиенту больше кредитов. А это значит, что общий размер риска на клиента не изменится.

В то же время, если сделка заключена исключительно в спекулятивных целях, то ее маржирование вполне разумно. Это позволяет защитить финансовую систему от необеспеченных убытков.

Какой ваш прогноз по рублевой процентной ставке?

Я думаю, что сейчас на рынке есть два фактора, которые заслуживают внимания при прогнозировании ставки. Первый фактор – это монетарная политика Банка России. Известно, что Банк России таргетирует инфляцию на уровне 4%. Так вот по состоянию на август 2019 года инфляция в годовом выражении составляет 4,1%, а за июнь около нуля. Таким образом, если считать с сегодняшнего дня, а не с начала года, то можно говорить о том, что в стране нулевая инфляция. И при нынешнем уровне ставок возникает риск дефляции. Для целей экономического роста дальнейшее снижение процентных ставок необходимо. Мы видим, что Банк России действует осторожно, поэтому я ожидаю незначительного снижения ключевой ставки. Сейчас ключевая ставка составляет 7,25%. Я думаю, что уже этой осенью Совет директоров Банка России понизит ставку до уровня 7%. А на заседаниях в декабре-феврале есть потенциал для снижения до уровня 6,75%.

Однако, есть второй фактор, который точно нельзя списывать со счетов. Это торговая война между США и Китаем. Эскалация напряженности на фоне относительно высоких процентных ставок в США может привести к падению на международных рынках. И, как всегда, эффект домино вызовет отток капиталов с рынков, что приведет к значительному росту рублевой ставки.

То есть, на ваш взгляд, рублевая ставка скорее всего будет снижаться, если только не произойдет обвала на международных рынках?

Да. Однако, надо отметить, что российская экономика теперь более подготовлена к внешним шокам. Раньше, когда мы стремились стать частью глобальной финансовой системы порядка 50% держателей ОФЗ были иностранные инвесторы. По состоянию на август 2019 года доля иностранных инвесторов сократилась до 27%. Другими словами, потенциал для падения вследствие зарубежных кризисов существенно меньше. Это не значит, что следующий кризис на международных рынках вообще не коснется России. Но, я считаю, что эффект воздействия на российскую экономику и финансовую систему будет не таким большим как в Турции, Бразилии и других традиционных рынках, куда в поисках повышенной доходности заходит мировой капитал.

Что бы вы пожелали участникам форума?

Я надеюсь, что этот день пройдет в атмосфере праздника. Я желаю всем участникам форума прибыльных сделок, счастливых клиентов. Процветания вам и вашим семьям!

Михаил, спасибо вам за теплые слова! И успехов вам в ваших проектах!

Спасибо.



ГАЗПРОМБАНК



ВЕСЬ СПЕКТР БАНКОВСКИХ УСЛУГ

- Вклады
- Ипотека
- Потребительские кредиты
- Рефинансирование кредитов
- Банковские карты
- Страхование
- Услуги для юридических лиц

8-800-100-07-01 | gazprombank.ru

*0701 | для абонентов МТС, Билайн, МегаФон, Теле2, Мотив, Летай, Тинькофф Мобайл

БАНК ГПБ (АО). ГЕНЕРАЛЬНАЯ ЛИЦЕНЗИЯ БАНКА РОССИИ № 354. РЕКЛАМА.



РоссельхозБанк

**Россельхозбанк -
ваш проводник
на финансовых рынках**

Звонок по России бесплатный

8 800 100-0-100 | www.rshb.ru

Генеральная лицензия Банка России №3349 (бессрочная) от 12.08.2015.
Реклама.



Уточнение ОР
(взаимодействие с
органами
государственной
власти)

Накопленные
за 10 лет знания
и практика
планирования
методологии

Готовые алгоритмы
трансформации
компаний
в публичную

Стандартная
документация
в сферах
секьюритизации,
IPO и д.р.

Разработка структуры
сделки
секьюритизации с
использованием
структурных облигаций

Разработка структур
секьюритизации
широким кругом
небанковских
активов

LECAP.

**Рынки
капитала
& финансы**



**Лучшая юридическая фирма на
рынке облигаций**

семь лет подряд (2012-2019) LECAP признавалась Лучшей юридической фирмой на
рынке облигаций по итогам опроса участников инвестиционного рынка в рамках
Российского облигационного конгресса, производного Cbonds.

июнь 2019 перешел в современной российской практике зарегистрированный
выпуск структурных облигаций без защиты капитала по российскому праву

Систематизированный
алгоритм взаимодействия
участников в рамках
создания каждого
продукта на рынке
капитала

LCPIS

сопутствующий бизнес-
представитель
владельцев облигаций
(security trustee).
Расширенный
функционал в рамках
структурных продуктов

Участие в качестве экспертов в:

- Совете по деятельности инвестиционных советников СРО «НФА»
- Комитете по законодательству и регулированию на финансовом рынке СРО «НФА»
- Клубе организаторов облигационных выпусков СРО «НФА»
- Совместном Комитете по секьюритизации СРО «НФА» и Ассоциации «Россия»
- Комитете по первичному рынку акций Московской Биржи
- Рабочей группе по правовому регулированию корпоративных отношений МФЦ
- Экспертном совете по рынку долговых ценных бумаг при Банке России
- Экспертном совете по секьюритизации финансовых активов при Банке России

3

партнера
руководят
командой

14

юристов
в команде

400+

выпусков
облигаций

200+

выпусков
акций

50+

долговых
реструктуризаций



В процессе обсуждения профессиональным сообществом законопроекта о структурных расписках¹, высказывалось сомнение, стоит ли вводить в ценнобумажную терминологию, уже богатую такими экспонатами как «опцион эмитента» и «российская депозитарная расписка», новый термин, или же достаточно старого термина «облигация».

С одной стороны, называть такую ценную бумагу облигацией было сложно, поскольку структурные инструменты очевидно не укладываются в классическую концепцию о том, что выпуск облигаций оформляет заёмные отношения и о том, что любой заём

воплощает ту или иную позицию, а исходит из их синтеза, не во всём удачного.

Чем красен долг? Или не долг?

Структурная облигация – это облигация, выплата номинальной стоимости⁴ которой зависит от наступления или ненаступления одного из событий (далее – «Событие списания»). Перечень разрешённых Событий списания полностью дублирует перечень событий, от которых могут зависеть выплаты по производным финансовым инструментам (базовых активов).



СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ И РИСКИ ЭМИТЕНТА

Илья Сапунов
юрист LECAP

является возвратным². Кроме того, встречались опасения о том, что инвесторы попросту перепутают обычные облигации со структурными облигациями.

С другой стороны, также заявлялись справедливые доводы о том, что структурным ценным бумагам в мировой практике рейтинги присваиваются кредитными рейтинговыми агентствами как долгу³, и что имеющаяся регуляторная база части обычных облигаций безусловно полезна и применима, в связи с чем, mnoжить термины бессмысленно и ценную бумагу стоит назвать структурной облигацией.

Как известно, вторая позиция возобладала

Существующее регулирование структурных облигаций явно последовательно не

казалось бы, это должно означать, что структурная облигация оформляет не договор займа, а производный финансовый инструмент (далее – ПФИ), поскольку договор займа подразумевает безусловный полный возврат денежных средств. Более того, при помощи структурных облигаций, как и при помощи ПФИ, возможна передача риска определённого актива третьему лицу (лицам).

Закон о структурных облигациях создал достаточно широкое поле для смелых и амбициозных проектов. Квалифицированные инвесторы получили огромное разнообразие рублёвых инструментов, ограниченное только человеческой фантазией, а банки и их инвестиционные подразделения – дополнительную возможность диверсификации бизнеса. Или нет?

Структурные облигации всё ещё несут в себе один важный признак обычной облигации: дефолт по структурной облигации влечёт возникновение основания для требования инвесторами полной номинальной стоимости структурных облигаций⁵.

На первый взгляд, выглядит предельно справедливо – эмитент не должен уклоняться от исполнения обязательств по структурным облигациям. Инвесторы должны иметь возможность вернуть свои средства, которые эмитент недобросовестно удерживает. Отличий от обычных облигаций быть не должно.

СФО и риск дефолта

Проблема дефолта традиционно остро стоит в случае выпуска структурных облигаций специализированными финансовыми обществами (далее – СФО). В соответствии с замыслом законодателя, структурные облигации, выпускаемые СФО, должны быть обязательно обеспечены залогом денежных прав требования. Законодатель также заботливо предусмотрел возможность закрепить в решении о выпуске облигаций, выпускаемых СФО, условие о том, что при недостаточности средств, полученных в результате реализации залога, для удовлетворения обязательств по облигациям с залоговым обеспечением, выпускаемым СФО⁶, требования по облигациям считаются погашенными.

Кредитор не обязан заявлять требование об обращении взыскания на предмет залога. Кроме того, Гражданский Кодекс РФ не знает терминов «погашенное требование» или «погашенное обязательство». Полагаю, что при определённой доли условности

можно считать, что Закон о рынке ценных бумаг говорит о том, что при недостаточности заложенного имущества, обязательство эмитента прекращается. Иное толкование сложно придумать, хотя нельзя исключить, что в случае судебных споров, представители недовольных инвесторов такого рода толкования будут предлагать и, возможно, даже успешно.

Вкупе с защищённостью от банкротства СФО⁷, теоретически можно сказать, что на законодательном уровне ответы на основные проблемы дефолта СФО структурных облигаций предусмотрены. Осталось только получить проверку судебной практикой, для того, чтобы можно было сказать, что инфраструктура готова к такого рода выпускам.

В случае, если изолированность и защищённость от банкротства СФО не будет работать в реальной судебной практике, то любые выводы ниже о других эмитентах также будут применимы и к СФО. Единственное – дефолт СФО в случае недостаточности средств практически неизбежен. Более того, в таком случае под риском находятся и другие выпуски СФО, поскольку кредиторы могут обратить взыскание на имущество, которое не выступает предметом залога, что в конечном счёте может привести к полному коллапсу платформы структурных облигаций на базе СФО.

Иной эмитент и риск дефолта

Для иных эмитентов (по Закону о рынке ценных бумаг таковыми могут быть брокеры, дилеры и банки) ограничение ответственности залоговым обеспечением отсутствует. Нельзя сказать, что здравого

1. Законопроект № 211550-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты Российской Федерации в части регулирования структурных расписок».

2. Этому мешает возможность выплачивать инвесторам сумму меньше номинальной стоимости или вообще равную нулю.

3. Хотя встречавшиеся нам методологии предусматривают отдельные постфиксы для структурных инструментов.

4. В пункте 1 статьи 27.1-1 Закона о рынке ценных бумаг указано в целом про выплаты, но в этом же пункте сделано также уточнение, что если по структурной облигации от наступления событий зависит только доход (цена размещения или процентный доход), то облигация не является структурной, что приводит нас к логическому выводу, что только возможность осуществления выплаты, иной чем номинальная стоимость, делает облигацию структурной.

5. п. 4 ст. 17.1 Закона о рынке ценных бумаг.

6. П. 8 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг.

7. Подробнее см. пар 3. Главы 11 Закона о банкротстве, а также статью Ю.Е. Туктарова Защита от банкротства – 2 // Вестник НАУФОР. 2012. № 2.

смысла в таком решении нет. Данные организации осуществляют экономическую деятельность на свой риск, поэтому неисполнение обязательств по структурным облигациям должно влечь возврат инвестированных средств.

Тем не менее, в таком подходе кроется фундаментальная проблема. Для эмитента структурная облигация – это в первую очередь инструмент перенесения риска базового актива. Функцию перенесения риска выполняют События списания, привязанные к базовому активу. Т.е. чтобы риск был эффективно перенесён, эмитент должен предусмотреть все возможные События списания, привязанные к базовому активу. Казалось бы, достаточно максимально широко описать События списания, и проблема решена. Однако перечень Событий списания крайне узок. К таковым относятся:

1. Достижение цен (иных значений), рассчитываемых на основании ценных бумаг, товаров, валюты, ПФИ, официальной статистической информации, физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды определённого уровня (барьера).
2. Наступление кредитного события, т.е. неисполнения обязательств одним или несколькими должниками (контрольными лицами), возникновение оснований досрочного исполнения обязанностей контрольного лица, реструктуризация задолженности контрольного лица, признание контрольного лица банкротом, действия государственных органов, способные воспрепятствовать исполнению обязательств контрольного лица⁸.

Все текущие проекты структурных облигаций содержат События списания первого или второго типа. На первый взгляд, большинство барьерных и кредитных структурных инструментов замечательно покрываются данным перечнем. Риск дефолта или обесценивания базового актива частично или полностью перекладывается на инвестора (в зависимости от того, какую защиту

капитала предусматривают структурные облигации).

В упрощённой схеме перенесение риска может выглядеть так: эмитент выдаёт (или приобретает) кредит и выпускает кредитную структурную облигацию, при этом в случае наступления кредитного события выплата номинальной стоимости по ней меньше номинальной стоимости.

В случае, если кредитное событие не наступает, то эмитент передаёт полученные денежные средства инвесторам в качестве исполнения по облигациям.

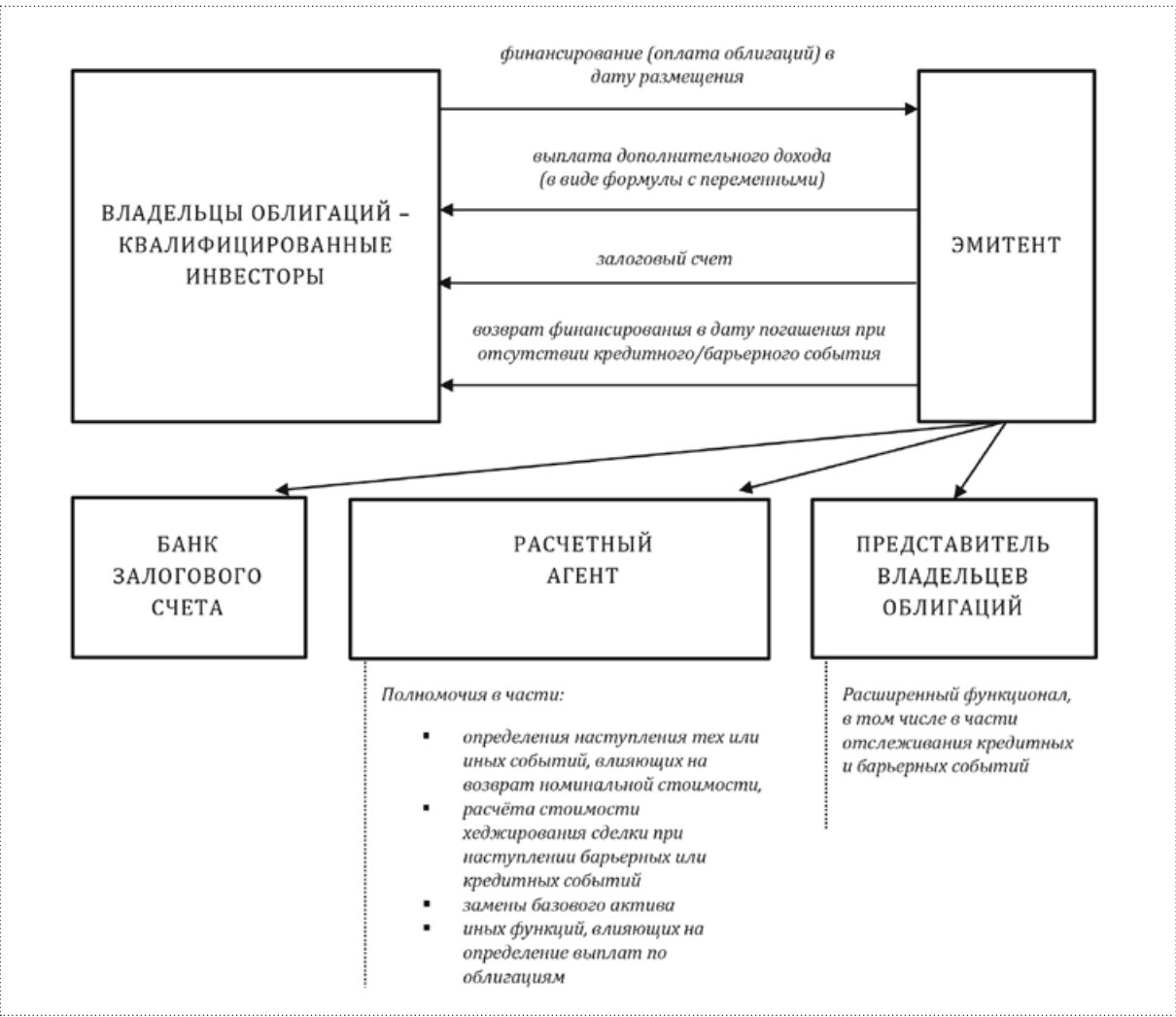
В случае, если кредитное событие наступает, то эмитент хоть и не получил выплату от должника в полном объёме, он также и не понёс расходов на то, чтобы расплатиться с инвесторами, т.к. его обязательство перед ними в том размере, в котором он получил исполнение от должника. В таком случае кредитный риск лежит полностью на инвесторах. Более сложные структуры включают в себя передачу инвесторам всего экономического эффекта базового актива, принадлежащего эмитенту, даже в случае дефолта.

Естественно, передача риска компенсируется повышенной доходностью по сравнению с обычными облигациями.

Эта структура замечательно работает, если существует следующая дихотомия:

1. Если Событие списания не наступило, то эмитент может передать всю выгоду от базового актива инвестору
2. Если Событие списания наступило, то обязательства эмитента прекращаются.

Нетрудно догадаться, что проблема кроется в первом пункте. Что происходит в случае, если выгода от базового актива не может быть передана инвестору даже при формальном отсутствии События списания? Учитывая, что перечень Событий списания закрытый, такая ситуация весьма вероятна. Навскидку можно выделить следующие примеры:



1. Изменение налогового режима в отношении базового актива, вызывающее асимметрию входящих и исходящих платежей;
2. Введение санкций в отношении эмитента, влекущие невозможность получения платежей по базовому активу;
3. Прекращение существования базового актива.

Ни одно из этих событий однозначно не вписывается в перечень Событий списания. Конечно же, у закона на все случаи ответ один – в отсутствие События списания эмитент обязан вернуть номинальную стоимость структурной облигации в полном объёме. Справедливо ли это? Если подходить к структурной облигации как к займу эмитента, то безусловно да. Кредитора не должна беспокоить причина, по которой заём не возвращён.

Безусловно, дефолт у такого эмитента может и не произойти, поскольку долг может быть покрыт текущими оборотными средствами. Вместе с тем, очевидно, что такая выплата приводит к убытку, поскольку входящие поступления (если они есть) адекватно не соответствуют исходящим. Хотя изначальная цель всего мероприятия – продать риск инвесторам в обмен на повышенную доходность.

На мой взгляд, текущее законодательное регулирование дефолта эмитента эмитента крайне далеко от оптимального и выглядит явной ошибкой.

Источники вдохновения

Как известно, прообразом структурных облигаций послужили структурные ноты, выпускаемые, в основном, по праву Англии и США.

События списания по структурным нотам содержат в себе две ключевых группы:

1. Ординарные (в целом не сильно отличаются от российских);
2. Экстраординарные (в российской юрисдикции практически отсутствуют).

Экстраординарные события, как правило, формулируются крайне широко и могут включать в себя, в частности, прекращение торгов базовым активом, изменение налогового режима для эмитента и увеличение стоимости хеджирования. Сразу оговорюсь, что не всегда экстраординарные события приводят к прекращению обязательств из структурных нот. Как правило, в случае наступления такого рода событий, третье лицо, указанное в эмиссионной документации (расчётный агент), действуя разумно и добросовестно, может изменить условия выпуска структурных нот, а в определённых случаях и инициировать механизм досрочного погашения.

Целью экстраординарных событий и их последствий является адекватная и своевременная трансляция риска базового актива инвесторам. В случае если инвестор не согласен с тем, как расчётный агент изменил условия структурной ноты, он всегда может обратиться в суд. На мой взгляд, полностью заимствовать широкий и расплывчатый перечень событий, характерный для стран общего права, было бы опрометчиво. В отсутствие какой-либо стабильной судебной практики по структурным продуктам и при невозможности передать спор из структурных облигаций в третейский суд, любая неопределённость губительна. В этом плане нельзя не согласиться с Банком России, который выделил наиболее понятные и простые События списания.

Тем не менее, в режиме структурных нот есть что позаимствовать. Дело в том, что дефолт эмитента структурных нот не влечёт возврата инвестированных средств. В случае дефолта эмитента структурных нот, владельцам уплачивается не сумма инвестированных средств, а реальная рыночная

стоимость их нот, для чего на ноты запрашиваются котировки у независимых дилеров-ориентиров.

Такой подход выглядит более отвечающим природе структурного инструмента и на самом деле уже имплементирован в регулировании ПФИ в стоимости замещения прекращаемой сделки⁹, определяемой путём запроса котировок у дилеров ориентиров.

Вместе с тем, задуматься о разумном расширении перечня Событий списания, на мой взгляд, всё-таки стоит. Проблема узости перечня базовых активов давно существует для ПФИ, но поскольку структурные облигации, в отличие от ПФИ, регистрируются Банком России, имплементация более широкого перечня События списания может быть отсеяна ещё на этапе регистрации.

Что делать до наступления светлого будущего?

В текущей ситуации для эмитентов, планирующих выпускать облигации, не используя СФО, я вижу не так уж и много опций (очень надеюсь, что он не является исчерпывающим):

1. Принять ситуацию и описывать узкий перечень Событий списания, в надежде на то, что ни одно событие, приводящее к диспропорции входящих платежей по базовому активу, и исходящих платежей по структурным облигациям не наступит, заложив риск наступления такого события в процентную ставку. В зависимости от того, что окажется дешевле – поддержание СФО или спред за риск, эмитенты и будут выбирать.
2. Не выпускать структурные облигации, ограничиваясь выпусками с СФО.
3. Описывать События списания максимально широко. Несмотря на то, что я указывал выше, что перечень Событий списания узок, на самом деле его потенциально можно толковать расширительно. Например, введение санкций в

отношении эмитента можно рассматривать как принятие акта государственного органа, который может воспрепятствовать исполнению обязательств самого эмитента как контрольного лица, конвертацию базового актива, как реструктуризацию обязательств и т.д.

В этой части крайне многое зависит от того, будет ли готов Банк России к расширительной трактовке. В части регистрации выпусков облигаций с плавающей доходностью регулятор достаточно открыт к эмитентам.

Третий вариант безусловно наиболее благоприятен для балансовых¹⁰ выпусков структурных облигаций. Для его качественной имплементации, бизнес-подразделениям банков и юристам совместно необходимо вырабатывать новый язык, которому нет никаких аналогов и альтернатив в иностранных структурных нотах. Бизнес-подразделениям стоит понять, что возможность «перевода» иностранной программы иллюзорна и эта иллюзия достаточно быстро развеется. Трансакционным юристам же стоит применить всю свою фантазию и гибкость, поскольку готовых решений нет и не предвидится. Любой новый опубликованный прецедент будет требовать существенной доработки и встраивания в инфраструктуру конкретного клиента, что со временем должно привести к здоровой рыночной практике, не имеющей полных аналогов в какой-либо юрисдикции.

Естественно, до тех пор, пока Банк России не сформулирует свою позицию в отношении первых выпусков эмитентов, которым хватит смелости быть первыми, говорить о рынке российских структурных облигаций будет нельзя. Нам же остаётся только надеяться на в разумной степени либеральный подход регулятора и на благоприятную макроэкономическую конъюнктуру.

9. Пункт 6.9 Примерных условий договора о срочных сделках на финансовых рынках, утверждённых СРО НАУФОР и согласованных Приказом Банка России от 28.12.2011 №11-3600/пз-и.

10. Без использования СФО.

КОРПОРАТИВНО-ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БИЗНЕС

- Многолетний лидер в предоставлении услуг на рынке валютных и процентных деривативов
- Международная платформа и необходимая инфраструктура для оказания услуг клиентам в управлении сырьевыми рисками, структурном финансировании и физической торговле сырьевыми товарами

Банк ВТБ (ПАО)
190000, г. Санкт-Петербург, ул. Большая Морская, д. 29
Генеральная лицензия Банка России №1000

На самом деле, в этой статье речь пойдёт не о повседневной работе дилингового подразделения. Китайский полководец Сунь Цзы учил, что «кто — ещё до сражения — побеждает предварительным расчётом, у того шансов <победить> много». Организация работы — это тот тыл, который обеспечивает победу. Тыл должен быть эффективен. Эффективный тыл описывается регуляторными документами, хотя иногда в это и не верится. Стоики учили, что «умного судьба ведёт, глупого тащит», и эта мудрость выражает два подхода к внедрению регуляторных новаций:

струментов так, чтобы обеспечить её эффективность не вопреки регулированию, а благодаря регулированию, вместе с регулированием, внедряя регуляторные требования. Ключ к решению этой задачи — формирование эффективной бизнес-модели.

Александр Остервальдер определяет бизнес-модель как логику зарабатывания прибыли. Непонимание этой логики — ключевой фактор неэффективности бизнеса. В области рыночных операций требования к описанию бизнес-модели приведены в документе Базеля III d457 «Minimum capital



На передовой. Как создать логику зарабатывания прибыли на рынке: путеводитель по регуляторным требованиям и МСФО 9

Сергей Копылов

к. ф.-м. н., CFA, FRM, младший партнёр консалтинговой компании BSC

1. если к ним относиться как к обузе, они превратятся мёртвый груз на шее бизнеса, который его в конце концов задушит; в одном из банков автор наблюдал, как риск-менеджмент постепенно вытеснял дилеров с рабочих мест на дилинге: у первых число сотрудников росло, у вторых — сокращалось вместе с количеством занятых рабочих мест;
2. если к ним отнестись как к двигателю бизнеса, эффективность организации вырастет кратно за счёт повышения прозрачности управления, ликвидации конфликтов интересов и решения агентских проблем, своевременного и проактивного анализа рисков.

requirements for market risk», изданном в январе 2019 года. Этот документ развивает свою предыдущую версию — одноимённый документ d352 от января 2016 года, дополняя его ещё одним методом расчёта рыночного риска. Впрочем, это частности. Вычисления — это даже не риск-менеджмент, и уж тем более, они сами по себе не обеспечивают эффективность бизнеса.

Именно бизнес-модель лежит в основе учёта финансовых инструментов и представления их в отчётности (пп. 4.1.1(а), 4.1.5 МСФО 9).

Описание бизнес-модели

Описание бизнес-моделей должно содержаться в особом документе — Декларации аппетита к риску. Наличие такого документа является требованием стандартов корпоративного управления (см. документ Базе-

Поэтому передовой вопрос — как организовать работу организации на финансовых рынках со всем спектром финансовых ин-

ля d328 – Guidelines. Corporate governance principles for banks). Декларация аппетита к риску – это инвестиционная декларация для внутренних управленческих целей. Применительно к рыночным операциям, декларации аппетита к риску должны быть разработаны для торгового подразделения в целом, отдельных портфелей и стратегий, и задавать полномочия, ограничения, ключевые показатели эффективности (то есть, цели) и индикаторы риска (включая их целевые значения), определять системы ограничения риска и контроля (см. глоссарий d328). Всё это должно быть подкреплено соответствующими внутренними нормативными документами (порядками, методиками, регламентами) и реализовано в бизнес-процессах.

Инструменты торгового портфеля

Бизнес-модель торгового портфеля может быть реализована только с использованием определённых инструментов. Согласно п. RBC25.5 документа d457, в торговый портфель включаются инструменты, целями пребывания которых в балансе являются:

- перепродажа в краткосрочном периоде (например, такая цель возникает при размещении временно свободных ресурсов);
- извлечение прибыли из краткосрочных движений цены (это может реализовываться без перепродажи);
- получение арбитражного дохода (это может быть долгосрочной стратегией);
- хеджирование в рамках реализации вышеперечисленного.

Согласно п. 4.1.4 МСФО 9, финансовые инструменты, которые обеспечивают достижение этих целей, должны учитываться по справедливой стоимости через прибыль или убыток.

Явно к торговому портфелю согласно п. RBC25.9 требуется относить финансовые инструменты:

- учитываемые по справедливой стоимости через прибыль или убыток;

- инструмент – результат market-making;
- котируемые акции;
- связанные с торговлей операции РЕПО;
- опционы на кредитный или фондовый риск инструментов вне банковской книги.

По факту согласно п. RBC25.6 к торговой книге должны быть отнесены:

- инструменты, коррелированные с торговым портфелем;
- инструменты, управление которыми осуществляется trading desk;
- инструменты, увеличивающие короткую позицию в кредитном или фондовом риске;
- инструменты, возникшие в результате андеррайтинга.

Торговое подразделение и ответственность

Бизнес-модель реализуется торговыми подразделениями. Их выделение в соответствии с Базелем III не может быть произвольным и регламентируется разделом MAR12. Более того, разбиение банка на торговые подразделения и распределение бизнеса между ними утверждается регулятором – Центральным банком. Что необходимо отразить в декларации аппетита к риску?

В первую очередь, декларация аппетита к риску торгового подразделения должна содержать в себе исчерпывающее описание бизнес-стратегии (это обеспечит выполнение требования п. MAR12.4(2)). Бизнес-стратегия должна сопровождаться годовым бюджетом и образцами регулярной управленческой отчётности (п. MAR12.4(2)).

Для торгового подразделения должна быть определена подчинённость высшему руководству (п. MAR12.4(1e)), установлен перечень КПЭ, к которым должны быть привязаны компенсационные выплаты (бонусы) (п. MAR12.4(1e)).

Торговое подразделение должно состоять из определённых трейдеров (совмещение не допускается) и иметь одного руководителя или двух соруководителей. Оно может управлять одним или несколькими счетами банка (ностро-счета в банке-корреспонденте, торговые счета на организованной торговой площадке). Обратная ситуация, когда несколько торговых подразделений имеют доступ к управлению одним и тем же счётом, не допускается (п. MAR12.4(1)).

Бывает ситуация, когда финансовые инструменты, учитываемые по справедливой стоимости через прибыль или убыток, не отнесены ни к одному из торговых подразделений. Иногда портфели таких инструментов управляются подразделениями, не являющимися торговыми, иногда такие портфели называют «торговым портфелем банковской книги», а их риск – рыночным риском банковской книги. Сами по себе такие формулировки – это примеры оксюморона, то есть, в дословном переводе с древнегреческого, остроумной глупости. Хуже, однако, то, что эти портфели начинают управляться неэффективно, некомпетентно, остаются бесхозными. Это является грубейшим нарушением требований Базеля III. Методы управления торговой книгой сильно отличаются от методов управления иными финансовыми инструментами.

Риск-менеджмент

Риск-менеджмент заключается в соблюдении лимитов и анализе отчётов о принятых рисках. Лимиты должны устанавливаться не реже 1 раза в год и соответствовать применяемой стратегии работы на рынке (п. MAR12.4(3)). Обязательна подготовка следующих отчётов:

- отчёта о финансовом результате (прибыли или убытках),
- отчёта о принятых рисках (объём активов, взвешенных по риску, показатели value-at-risk и expected shortfall),
- отчёта о возрасте и оборачиваемости запасов (особенно важно для брокерского бизнеса),

- отчёта о соблюдении лимитов, рассчитываемых по итогам дня, и внутридневных лимитов,
- отчёта о рыночной ликвидности.

Эти отчёты должны готовиться как минимум еженедельно; отчёт о соблюдении лимитов должен готовиться ежедневно.

Лимитные системы

Лимитные системы практически не регулируются Базелем и иными нормативными документами. Требуется только их наличие и ежедневный анализ соответствия. Между тем, эффективность лимитной системы непосредственно влияет на бизнес.

В первую очередь, для эффективности лимитной системы необходимо одновременное соблюдение двух требований:

1. делегирование полномочий и ответственности,
2. массовые операции.

Если ответственность за операции не делегируется торговому подразделению, и его роль лишь техническая, лимиты не нужны: руководство банка, осуществляющее такие операции, устанавливает и лимиты, и в случае нарушения может их просто изменить.

Если операции не являются массовыми, проще принимать решение о каждой конкретной операции, нежели устанавливать и контролировать лимиты.

Лимиты, установленные без необходимых экономических причин, нагружают подразделения банка, усложняют его работу, снижают оперативность принимаемых бизнес-решений и подрывают эффективность банка. Именно поэтому практика установления лимитов банковской книги представляется сомнительной. Банковская книга у банка одна, делегирования полномочий нет.

Лимитную систему следует организовывать, руководствуясь следующими принципами.

Сами лимиты могут быть разными. Обсуждение их типов приведено в таблице.

Объект	Необходимость ограничения риска	Инструменты ограничения риска
Виды операций	Риски ликвидности: доступный объём разных рынков может быть ограничен, например, открытыми лимитами на наш Банк.	Лимиты объёма операций.
Позиции	Риск изменения рыночного показателя и чувствительность финансового результата к таким изменениям.	Лимиты чувствительности, лимиты VaR.
Кредитный риск контрагента	Риск прекращения контрагентом своей деятельности с отказом от выполнения всех своих обязательств и риск возникновения убытков у нас в результате этого.	Лимиты кредитного риска контрагента; дисконты по обеспечению; уровни margin call, досрочного прекращения срочных операций и пр.
Расчётный риск контрагента	Риск нашей неспособности исполнять обязательства вследствие неисполнения обязательств контрагентами.	Расчётные лимиты контрагента

1. Принципы структуры лимитов

- Ограничение структурных рисков (риск ликвидности, процентный риск) и финансовых рисков (кредитный, валютный, ценовой);
- ответственное за лимит лицо должно иметь возможность получать информацию о влиянии конкретной операции на использование лимита;
- если лимит является для дилера секретным, дилер не может отвечать за его соблюдение;
- если дилер не может до операции узнать, как она повлияет на лимит, он работает вслепую.

Лимитная система ни при каких обстоятельствах не должна допускать следующие ситуации:

- финансовая организация может быть держателем неограниченного количества ценных бумаг (в т. ч. и в залоге),
- финансовая организация может быть кредитором на неограниченную сумму,
- состояние ликвидности зависит от платежей одного контрагента настолько существенно, что его неспособность провести платежи приведёт к неисполнению обязательств самой финансовой организации.

Такими обстоятельствами могут быть: нулевая волатильность, отсутствие рыночной котировки и пр.

- Изменения неподконтрольных факторов риска, не оговоренное в соглашении с контрагентами, не должно приводить к реструктуризации портфеля операций, пересмотру лимита и пр.

Например, рост котировок ценных бумаг не должен приводить к прекращению операции обратного РЕПО вследствие перелимита по залогу.

2. Принципы организации бизнес-процессов

- Процессы установления, расчёта использования и контроля лимитов, процедуры разрешения проблемных ситуаций (например, перелимитов), должны быть регламентированы;
- для каждого процесса должен быть установлен ответственный сотрудник.

Применительно к лимитам, можно выделить ответственность за использование лимитов (она лежит на торговом подразделении) и за контроль лимитов.

- Контроль лимитов должен осуществляться
 - по факту проведения операции в срок до окончания рабочего дня,
 - на ежедневной основе по результатам закрытия операционного дня в срок до следующего операционного дня;
- все лимиты должны быть установлены на ограниченный срок и пересматриваться не реже 1 раза в год;
- контроль лимитов должен быть административно не зависим от их использования: *контролёры лимитов не должны подчиняться дилерам; их вознаграждение не должно зависеть от финансового результата использования лимитов;*
- правильность расчёта лимитов должна ежегодно контролироваться внутренним аудитом.

3. Принципы технических систем контроля лимитов

Возможности технических средств должны соответствовать структуре лимитов и бизнес-процессам;

- существуют две стратегии внедрения лимитной системы: от технической системы контроля и от методики. Предпочтительнее внедрять от собственной методики, поскольку техническая система реализует устаревшую чужую методику, которая вряд ли устроит;
- подпроцессы сбора и анализа рыночных данных, анализа однородных операций, сведения разнородных операций для расчёта использования общих лимитов должны быть технологически отделены друг от друга;
- результаты каждого подпроцесса должны быть верифицируемы, заменяемы на данные возможных альтернативных источников с последующим пересчётом используемых лимитов;

Это необходимо для проверки, доработки системы лимитов для нужд финансовой организации, учёта операций, которые по своей сути не должны менять условия лимитов (например, переупаковка портфеля акций на оффшор не должна открывать валютную позицию).

- расчёты должны осуществляться как автоматически, так и по запросу;
- должен быть обеспечен просмотр и редактирование данных об операциях, лимитах и использовании лимитов (в соответствии с полномочиями);
- должна иметься возможность вывода отчётов, при этом пользователь должен иметь возможность настраивать отчёты самостоятельно без привлечения организации – разработчика лимитной системы;
- исходные данные и результаты всех подпроцессов должны быть доступны по ODBC.

4. Установление лимитов

Установление лимитов может идти двумя способами. Первый способ — сверху вниз («академический» подход): на основе декларации аппетита к риску «нарезать» лимиты с тем, чтобы декларация выполнялась. Второй способ — снизу вверх (практический подход): установить лимиты по потребности торговых подразделений, но отслеживать при этом, чтобы ограничения по риску соблюдались и лимитная система не позволяла их превысить. Инструментом такого отслеживания является отчёт о состоятель-

ности лимитов. Упрощение практического характера состоит в том, что возможность превышения ограничений по риску в лимитной системе оставляется, но тщательно анализируется. Другими словами, это ограничение становится нежёстким.

Побочным эффектом реструктуризации лимитов, которая может быть инициирована по результатам анализа отчёта о состоятельности лимитов, может явиться диверсификация портфеля, в результате которой он станет более доходным в соответствии с метриками, учитывающими риск (RAROC и пр.). Сравнение подходов приведено в таблице.

	«Академический» подход	Практический подход
Сущность подхода	Исходя из Декларации аппетита к риску • рассчитать объём «наихудших» операций, • по рассчитанному объёму операций рассчитать размер лимитов.	На основе размеров установленных лимитов рассчитать объём «наихудших» операций и определить: • обеспечивается ли соблюдение Декларации аппетита к риску (нежёсткое ограничение), • какова величина добавочных рисков, принимаемых в рамках каждого из лимитов (необходим отчёт о состоятельности системы лимитов). Одновременно надо контролировать фактический уровень принятых рисков и его соответствие Декларации.
Достоинства	+ Соблюдение идеологии управления «сверху вниз»; + полное соответствие системы лимитов уровню рисков, которые организация может позволить себе принять.	+ Методика установления лимитов относительно проста, объём лимита может определяться изначально экспертно; + лимитная система позволяет совершать достаточный объём операций.
Недостатки	— Сложность установления лимитов; — сложность растёт геометрически с ростом числа контрагентов и иных объектов лимитирования (построить систему лимитов с четырьмя контрагентами в 4 раза сложнее, чем с двумя, хотя контрагентов всего в два раза больше; — фактические операции в рамках лимитов будут незначительными по объёму, фактически принятый риск будет существенно меньше предусмотренного Декларацией.	— Требуется постоянный контроль фактически принятых рисков и соответствия их уровня целевому уровню Декларации; — необходимость частого изменения установленных лимитов.

Заключение

Производные финансовые инструменты уподобляют оружию массового поражения. Неумение пользоваться оружием несёт опасность для самого носителя. Грамотное применение оружия повышает стабильность мира, приносит выгоды всем. Построение логики зарабатывания прибыли — это задача правильной организации работы банка. Решение этой задачи должно быть всегда на шаг впереди по сравнению с потребностями бизнеса. Тогда возможные потери окажутся ограниченными, прибыль запланированной, бизнес-процессы необременительными. Регулятор, может быть, зол, но не злонамерен. Поэтому полноценное внедрение МСФО 9 и Базеля III, внедрение без необоснованных упрощений практического характера, способно повысить эффективность банка.



FORUM RBF 2019

СРО
НФА



21 НОЯБРЯ

Москва
Марриотт
Ройал
Аврора

САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ
ОРГАНИЗАЦИЯ
«НАЦИОНАЛЬНАЯ
ФИНАНСОВАЯ
АССОЦИАЦИЯ»
ПРИГЛАШАЕТ
ПРИНЯТЬ УЧАСТИЕ В
**ХII
МЕЖДУНАРОДНОМ
ФОРУМЕ
«РОССИЙСКИЙ
РЫНОК
ДРАГОЦЕННЫХ
МЕТАЛЛОВ»,
RBF – 2019**

Международный форум «Российский рынок драгоценных металлов» ежегодно собирает экспертов из Банка России, Государственной Думы, Минфина России, ведущих международных и российских банков, международных организаций и ассоциаций, золотодобывающих компаний и аффинажных заводов для обсуждения наиболее актуальных и острых вопросов профессионального сообщества.

Регуляторные и законодательные новации на российском рынке драгоценных металлов, в частности, развитие банковских счетов/вкладов в драгоценных

металлах и маркировка слитков золота и серебра;

Отмена НДС на инвестиционное золото: статус инициативы и среднесрочные перспективы ее реализации;

Стандартизация российского рынка драгоценных металлов;

Новые возможности для российских участников рынка драгоценных металлов на международном рынке;

Динамика развития рынков драгоценных металлов в России и в мире.

EVENTS@NFA.RU

+7 (495) 980-98-74

NFA.RU

FINANCEVENT.RU





МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

ЦЕНТР ЛИКВИДНОСТИ И ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА РОССИЙСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ АКТИВЫ

№ 2 биржа в мире по торговле облигациями

№ 7 по торговле деривативными контрактами ¹

Объем торгов²

11%	▲	Акции и облигации
11%	▲	Денежный рынок
13%	▲	Срочный рынок
17%	▲	Валюта

2,7 млн	Клиентов – физических лиц
₽ 3,18 млрд	Среднедневной объем торгов
₽ 3,99 трлн	Привлечено российскими компаниями на бирже ³
₽ 49,11 трлн	Стоимость ценных бумаг на хранении
₽ 70,8 млрд	Капитализация центрального контрагента

¹ Источник: Всемирная федерация бирж (WFE),
в 1 полугодии 2019 г.

² Средний рост за 2013–2018 гг.

³ Размещение облигаций с начала 2018 г.

МОЕХ

реклама

moex.com