

Опубликовано на нашем сайте: 1 апреля 2003 г.

*Батай И.
Анненская Н.
Краснопивцев И.*

Журнал «Расчеты и операционная работа в коммерческом банке,
№ 5, 2002 г. , С.64-66

Особенности проведения маржинальных операций кредитными организациями

В течение последнего года профессиональные участники фондового рынка активно обсуждают возможности проведения маржинальных операций с различными финансовыми инструментами. Постановление ФКЦБ от 23 марта 2001 года № 6 поставило точку в дискуссиях по некоторым вопросам, связанным с развитием этих операций, однако во многом не смогло устранить проблемы, порождающие дискуссии. Более того, модель, предложенная ФКЦБ, не полностью учитывает ценовые риски, если исходить из того, что этот риск должен нести клиент. В этой статье хотелось бы остановиться на перспективах развития методологии оценки финансовых инструментов, принимаемых брокерами в качестве обеспечения обязательств клиента при проведении последних маржинальных операций. Упомянутое постановление ФКЦБ в целом определило методологию, которой обязаны пользоваться профессиональные участники фондового рынка. Однако, принимая во внимание как огромный потенциал сегмента рынка, связанного с развитием маржинальных операций, так и необходимость совершенствования правовой базы, лежащей в основе учета и оформления подобных сделок, мы предлагаем к обсуждению участникам рынка методологию, отличную от утвержденной ФКЦБ.

В основу предлагаемой методики положен более чем двухлетний опыт развития маржинальных операций в Автобанке. В модели, используемой нами для описания маржинальной торговли в целом (кроме ценных бумаг могут быть использованы и инструменты денежного рынка), мы попытались с одной стороны, избавиться от факторов, необоснованно ограничивающих объемы операций, с другой – более аккуратно учесть риски, которые несет на себе оператор рынка (в нашем случае Банк) предоставляющей клиенту активы для проведения маржинальных сделок.

По экономической сущности предлагаемая нами методика оценки ценных бумаг, являющихся обеспечением при проведении маржинальных операций на фондовом рынке, более близка позиции либерального регулирования этого сегмента рынка. С позиции либерального регулирования маржинальной торговли выступает СРО НФА, объединяющая около 200 членов, среди которых крупнейшие российские банки. К. Волков – президент НФА – неоднократно предлагал поэтапное введение нормативных документов, ограничивающих маржинальные операции. К сожалению, эта позиция не была

поддержана ФКЦБ. Но мы надеемся, что совершенствование российского законодательства в области ценных бумаг приведет к либерализации процесса регулирования фондового рынка и позиция НФА в большей степени будет учтена регулятором рынка.

Основным недостатком принятых ФКЦБ документов остается отсутствие четкого определения маржинальных сделок. К сожалению, утвержденный Федеральной комиссией в конце 2001 года Порядок ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операции с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами повторяет этот недостаток. В постановлении ФКЦБ от 23 марта 2001 года N 6 они определены как «сделки купли-продажи ценных бумаг, расчет по которым производится брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту брокером с отсрочкой их возврата (далее – «Сделка», «Сделки»)). В упомянутые Правила также перешло это определение. С точки зрения ведения бизнеса кредитной организацией заключение таких сделок есть не что иное, как кредитование клиента либо деньгами, либо бумагами (в терминологии Гражданского Кодекса – имуществом). При разработке модели оценки активов, задействованных в маржинальных сделках, авторы пользовались терминами и определениями, принятыми в указанном постановлении ФКЦБ, а также в сложившейся практике делового оборота на рынке ценных бумаг.

Утвержденные Правила осуществления таких операций предлагают для ведения учета и контроля позиций инвесторов использовать формулу уровня маржи:

$$U_{pM} = \frac{ДСК + СЦБ - ЗК}{ДСК + СЦБ}$$

Для и возможности сравнения с моделью, предлагаемой Автобанком, введем следующие обозначения и сделаем ряд преобразований данной формулы.

U_{pM} – уровень маржи обозначим как m

ДСК – денежные средства клиента, находящиеся на хранении у брокера с правом их использования брокером в соответствии с условиями договора обозначим как D^+ . Фактически это длинная позиция клиента по деньгам.

СЦБ – текущая рыночная стоимость ценных бумаг клиента, соответствующих перечню ценных бумаг, установленному Федеральной комиссией, с которыми могут совершаться маржинальные сделки обозначим как $\sum p_i^+ c_i$. Фактически это оценка длинных позиций клиента.

ЗК – задолженность клиента перед брокером, возникающая вследствие совершения брокером маржинальных сделок в интересах клиента обозначим как

$D^- + \sum p_i^- c_i$. Фактически это, короткие позиции клиента как по деньгам D^- и по бумагам $\sum p_i^- c_i$.

Выделенные здесь короткие и длинные позиции для одного и того же инструмента связаны требованием: хотя бы одна из них равна нулю.

В новых обозначениях уровень маржи ФКЦБ будет выглядеть следующим образом:

$$m = \frac{D^+ + \sum p_i^+ c_i + D^- + \sum p_i^- c_i}{D^+ + \sum p_i^+ c_i} \quad (1)$$

учитывая ограничительный характер уровня маржи – m , формула будет иметь вид

$$m < \frac{D^+ + \sum p_i^+ c_i + D^- + \sum p_i^- c_i}{D^+ + \sum p_i^+ c_i}, \text{ так как в рассматриваемом контексте}$$

$D^+ + \sum p_i^+ c_i > 0$, то сделаем следующие преобразования:

$$m < \frac{D^+ + \sum p_i^+ c_i + D^- + \sum p_i^- c_i}{D^+ + \sum p_i^+ c_i}$$

$$0 < D^+ + \sum p_i^+ c_i + D^- + \sum p_i^- c_i - m(D^+ + \sum p_i^+ c_i)$$

$$0 < D^+(1-m) + D^- + \sum p_i^+ c_i(1-m) + \sum p_i^- c_i \quad (2)$$

Правую часть формулы 2 эквивалентную правой части формулы 1 мы будем использовать для сравнения с моделью, предлагаемой Автобанком. Эта модель построена на соблюдении принципа:

СРЕДСТВА КЛИЕНТА > ВЕЛИЧИНА РИСКА ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ

Тогда модель маржинальной торговли, для портфеля выглядит следующим образом

$$\sum_i p_i c_i > \sum |p_i c_i d_i|, \text{ где}$$

p_i – позиция клиента по i -ому инструменту

c_i – цена i -ого инструмента.

\bar{d}_i – дисконт по i -ому инструменту для длинной позиции, т.е. предполагается, что длинную позицию удастся закрыть за приемлемое время с достаточно высокой степенью вероятности по цене не хуже, чем $c_i - \bar{d}_i$, $0 \leq \bar{d}_i \leq 1$

\underline{d}_i – дисконт по i -ой бумаге для короткой позиции, т.е. предполагается, что короткую позицию удастся закрыть за приемлемое время с достаточно высокой степенью вероятности по цене не хуже чем $c_i + \underline{d}_i$. $0 \leq \underline{d}_i \leq 1$

$$d_i = \begin{cases} -\bar{d}_i & \text{если } p_i > 0 \\ \underline{d}_i & \text{если } p_i \leq 0 \end{cases}$$

В случае если инструментом являются деньги, то d равен 0, для инструментов, которые не могут являться обеспечением d равен 1.

По другому эта формула выглядит следующим образом

$$S = \sum_i p_i c_i (1 + d_i) > 0$$

Величину S назовем приведенными средствами клиента. Заметим, что такой подход позволяет сразу дифференцировать риск длинных и коротких позиций, что будучи неактуальным на рынках FX, становится существенным для для иных инструментов в том числе и для инструментов RUR\USD. Здесь также можно говорить, об уровне маржи ($m = d_i$) и плече ($l = 1/d_i$) относительно произвольного инструмента и величины S .

Для сравнения с подходом ФКЦБ выделим в явном виде деньги, короткие и длинные позиции. Пусть,

$$D^+ = \begin{cases} D, & \text{если } D > 0 \\ 0, & \text{если } D \leq 0 \end{cases} \quad \text{- длинная позиция по деньгам}$$

$$D^- = \begin{cases} D, & \text{если } D > 0 \\ D, & \text{если } D \leq 0 \end{cases} \quad \text{- короткая позиция по деньгам}$$

$$p_i^+ = \begin{cases} p_i, & \text{если } p_i > 0 \\ 0, & \text{если } p_i \leq 0 \end{cases} \quad \text{- длинная позиция по бумаге } i;$$

$$p_i^- = \begin{cases} p_i, & \text{если } p_i < 0 \\ 0, & \text{если } p_i \geq 0 \end{cases} \quad \text{- короткая позиция по бумаге } i;$$

m – дисконт длинной позиции бумаги i ;

m – дисконт короткой позиции бумаги i ;

c_i – текущая цена бумаги i .

Тогда приведенные средства клиента выглядят так

$$0 < S = D^+ + D^- + \sum_i p_i^- c_i (1 + m) + \sum_i p_i^+ c_i (1 - m) \quad (3)$$

Сравним правые части формулы 2 (подход ФКЦБ) и формулы 3

$$D^+(1-m) + D^- + \sum p_i^+ c_i (1-m) + \sum p_i^- c_i \vee D^+ + D^- + \sum p_i^+ c_i (1-m) + \sum p_i^- c_i (1+m)$$

$$D^+(1-m) + \sum p_i^- c_i \vee D^+ + \sum p_i^- c_i (1+m)$$

видно что, в случае отсутствия длинной позиции по деньгам и короткой по бумагам, оба подхода при данных условиях эквивалентны. Но если d_i рассматривать в значении Автобанковского подхода, то мы имеем возможность

дифференцируемо подходить к риску по каждой бумаге, и риску длинных и коротких позиций.

В случае наличия длинной позиции по деньгам и отсутствия, короткой по бумагам в версии ФКЦБ происходит завышение оценки риска.

В случае отсутствия длинной позиции по деньгам и наличии короткой по бумагам, в версии ФКЦБ происходит недооценка риска короткой позиции.

При наличии длинной позиции по деньгам и короткой по бумагам, можно говорить об эквивалентности подходов, но со следующими оговорками:

- длинная позиция по деньгам сформирована инвестором в результате «коротких» продаж бумаг.

Использование описанной в данной статье методики определения уровня маржи при проведении маржинальных сделок позволит увеличить объем операций, что скажется на ликвидности рынка, практически без появления дополнительных рисков. Отсутствие дополнительных рисков с одновременным увеличением объемов операций объясняется тем, что предложенная методика полнее отражает состояние активов инвесторов в момент торгов и не применяет дисконты к активам, не требующим дисконтирования в данный момент (в частности, к денежным средствам, учитываемым брокером).