

Анненская Н.Е.
Волков К.А.

Журнал «Рынок ценных бумаг, 2003, N 2, С.56-58

Маржинальная торговля- проблемы и возможности

Авторы этой статьи следят за развитием ситуации с маржинальной торговлей буквально с первых дней начала обсуждений в профессиональной среде. Позволим предложить читателю небольшой исторический экскурс.

В августе 2000 года НФА совместно с ММВБ пригласила участников рынка на рабочее совещание, посвященное вопросам регулирования маржинальной торговли и минимизации рисков, сопутствующих ей. Участники того совещания практически впервые получили реальную возможность высказать свое мнение представителям организатора торговли (ММВБ), саморегулируемой организации (НФА), а также приглашенным сотрудникам Московского территориального управления Банка России. Именно тогда участники совещания (среди которых были и представители некредитных организаций) единогласно определили природу маржинальных операций как кредитную и соответственно основные риски, возникающие при их проведении – как кредитные риски. Изначально определение природы маржинальных сделок и должно было определить вектор регулирования. В дальнейшем эта позиция доводилась и до сведения Федеральной Комиссии. Мы с сожалением констатируем, что этого не произошло уже на этапе обсуждения проектов документов, предложенных ФКЦБ участникам рабочей группы, созданной по инициативе ФКЦБ.

Решая в супер короткие сроки определенную тактическую задачу – принятие нормативного документа позволяющего, создать хотя бы какую-то правовую основу для контроля регулятором рынка всех участников маржинальной торговли (включая инвесторов), Федеральная Комиссия пожертвовала рядом факторов, имеющих стратегическое значение для развития рынка в целом. Итогом работы стало принятие ФКЦБ постановления от 23 марта 2001 г. N6, которым были утверждены «Правила осуществления брокерской деятельности при совершении некоторых сделок на рынке ценных бумаг».

Фондовый рынок почти полтора года живет по указанным Правилам. Накопленный опыт позволяет дать некоторые оценки и попытаться определить дальнейшее развитие столь рискованного инструмента, как маржинальная торговля.

Первое. Принятие Постановления сыграло положительную роль хотя бы в том плане, что привлекло внимание как профессиональных участников рынка ценных бумаг так и наиболее активных их клиентов к проблемам, возникающим в связи с маржинальной торговлей. Таким образом начали определяться информационные потоки относительно объемов маржинальных сделок, основных операторов рынка, наиболее «любимых» инструментов для

маржинальной торговли. Сектор, ранее полностью закрытый, стал приобретать определенные черты информационной прозрачности, что является краеугольным камнем успешного развития фондового рынка.

Второе. Постановление определило весьма жесткие и однозначные критерии «уровня маржи». Можно по-разному оценивать эти значения, но выполнять их (хотя бы на формальном уровне) обязаны все профессиональные участники рынка. С нашей точки зрения этот фактор имеет также положительное значение для рынка: у регулятора появилась реальная возможность «остудить» наиболее «горячие головы» в среде профессиональных участников. Набор мер для «холодного душа» весьма велик - вплоть до отзыва лицензии.

Третье. Маржинальные сделки разрешалось проводить только через организатора торговли. В соответствии с п. 15 Правил брокер был обязан представлять организатору торговли информацию обо всех маржинальных сделках клиентов в установленном формате. Это позволяло в дальнейшем обрабатывать массив информации и получать динамические ряды относительно интересующих сделок. Таким образом организаторы торговли оказались вовлечены в процесс формирования «цивилизованного» сектора маржинальной торговли. На этом факте стоит остановиться подробнее. Организаторы торговли- специфические участники рынка. Они позиционируются между регуляторами с одной стороны и брокерско-дилерским сообществом и их клиентами с другой. Отсюда – особая ответственность организатора торговли как перед первыми, так и перед вторыми.

При любом режиме торговли торговая площадка и сотрудничающие с ней клиринговые и депозитарные организации – место сосредоточения основной массы операционных и технических рисков, сопутствующих операциям на фондовом рынке. Незначительные ошибки в этих системах способны спровоцировать распространение риска из локальной зоны если не на весь рынок, то на значительную часть его участников.

Организатор торговли одновременно и место наиболее компактного сосредоточения информации об участниках рынка и что особенно ценно – объемах средств, направляемых участниками на операции в различных секторах фондового рынка. При этом легко контролировать как собственные средства участников, так и денежные потоки их клиентов. Образно говоря торговая площадка – своего рода нервный узел фондового рынка, от «здоровья» которого зависит «здоровье» всего организма.

Наделяя торговые площадки определенными контрольными функциями, Федеральная Комиссия одновременно расширяет возможности профессионального сообщества влиять на процесс регулирования маржинальных сделок и (торговая площадка ближе к участникам рынка, нежели регулятор) и сосредотачивает свои усилия на контроле небольшой группы участников рынка (в настоящее время в России выдано 11 лицензий организатора торговли, реально работают 5, при этом 82% сделок приходится на ММВБ – взять цитату из Миркина). Сосредоточившись на 5 организаторах торговли ФКЦБ имеет возможность осуществлять контроль более квалифицированно.

Несмотря на полученный положительный эффект, принятие Постановления не решило полностью ни одной (даже тактической) задачи. Маржинальные операции по сей день в значительной степени «terra inkognito»

фондового рынка для регулятора. Негативность создавшейся ситуации признает как сам регулятор (что естественно) так и наиболее активные участники рынка. Налицо явное стремление всех исправить положение в лучшую сторону. Что же произошло?

Первое. По мнению авторов статьи, ошибка была сделана в самом начале процесса разработки нормативных документов. Далеко не полный сравнительный анализ определений, данных маржинальным операциям в российских нормативных документах и зарубежных аналогах показывает, что зарубежная практика предпочитает определять не тип сделки, а порядок учета сделок, типы счетов, на которых учитываются подобные сделки либо описывает особые условия, сопровождающие подобные сделки. Так Уильям Шарп в «Инвестициях» определяет не «маржинальные операции», а «счета с использованием маржи (margin account)», которые похожи «на текущий счет с правом производить овердрафт». (стр. 25 «Инвестиций» изд. ИНФРА М, Москва, 1997 год).

Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов Федорова Б.Г. также дает определения маржинального счета, маржинального соглашения, самого понятия маржи.

В отличие от зарубежной практики, регуляторы российского рынка ценных бумаг п.1 постановления ФКЦБ от 23 марта 2001 года №6 разрешили брокеру совершать на основании поручений клиентов сделки «купли-продажи ценных бумаг, расчеты по которым производятся брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту брокером с отсрочкой их возврата». Тем самым была сделана попытка дать в качестве определения основные признаки сделки при невозможности (или нежелании) определить саму сделку в соответствии с действующим Гражданским Кодексом.

Таким образом, намечается разница в подходах к предмету регулирования со стороны российских регуляторов и зарубежных. Если в зарубежной литературе дается характеристика процесса и регулируются определенные этапы процесса, а именно порядок учета и расчетов по сделкам, режим счетов, на которых учитываются указанные операции, то в российской практике сделана попытка определяется тип сделки (купля-продажа) в обход действующего Гражданского Кодекса. И это существенное различие. Анализ гражданско-правовых отношений, возникающих при заключении сделок, описанных в п. 1 упомянутого постановления позволяет определить их в соответствии с ГК как сделки по кредитованию, предоставлению займа (деньгами или имуществом). Что полностью соответствует как зарубежной практике фондового рынка так и экономической сути отношений, возникающих при заключении сделок с маржей.

В итоге определение, данное в Постановлении, сыграло с участниками рынка и регуляторами злую шутку: профессиональные участники-кредитные организации в соответствии с утвержденными Банком России нормами бухгалтерского учета и отчетности **обязаны** учитывать эти операции как кредитные с открытием соответствующих ссудных счетов. В противном случае в контексте полученных лицензий на банковскую деятельность им может быть вменено в вину кредитование без открытия ссудных счетов, так как предоставление средств брокером для осуществления расчетов по сделка с отсрочкой их (средств) возврата для брокера – кредитной организации есть ни

что иное как кредит. Регулирование же деятельности кредитных организаций – прерогатива Банка России.

Итогом описанной выше коллизии стала отсутствие реальной информации о параметрах маржинальных сделок, общем объеме маржинальных операций, инструментах, вовлеченных в подобные сделки.

Как мы отмечали выше, сложившаяся ситуация не устраивает ни регулятора ни участников профессиональных участников – кредитные организации.

Кредит инструмент статичный, требующий твердой фиксации основных параметров сделки, особенно срока, платы и размера кредитования. Особое значение при заключении договоров кредитования придается вопросам обеспечения кредита тем или иным образом. Природа маржинальной торговли такова, что оформить обеспечение этих операций, то есть оформить портфель ценных бумаг в залог в стандартном режиме практически невозможно без ущерба для самих операций. Оформление в качестве обеспечения иного имущества (в том числе и денежных средств, размещенных в кредитной организации в качестве депозита) также весьма не полностью соответствует природе торговли с маржей. Это самый больной вопрос, так как режим маржинальной торговли не предоставляют брокеру достаточно времени для соблюдения всех необходимых процедур для урегулирования вопросов, связанных с самостоятельным использованием в процессе маржинальной торговли ценных бумаг и денежных средств клиента (например при принудительном закрытии позиции в случае снижения уровня маржи ниже критического).

Реализация положения п.2 постановления (абзац 3) относительно прав брокера «на продажу учитываемых на счете депо клиента ценных бумаг в размере, достаточном для проведения расчетов с клиентом по его обязательствам перед брокером», также как и право брокера на распоряжение «денежными средствами клиента с целью приобретения ценных бумаг в размере, достаточном для проведения расчетов по возникшим обязательствам перед брокером по поставке ценных бумаг в результате совершения сделок» (абзац 3) без соответствующих поручений со стороны клиентов представляется весьма спорным.

Все регламентные процедуры по выдаче кредита, оценке возникающего риска, способы его минимизации, обслуживанию кредита и его погашению ориентированы на проведение в достаточно большой промежуток времени, совершенно неприемлемый с точки зрения фондового рынка и особенно биржевой торговли.

На сегодняшний день технический овердрафт без обеспечения кажется нам наиболее приемлемой формой кредитования инвестора в процессе работы на фондовом рынке.

Кредитования расчетного, текущего или лицевого счета клиента (в зависимости от его организационно- правовой формы) – овердрафт-осуществляется посредством выполнения поручений клиента на приобретение ценных бумаг, независимо от наличия средств на счете.

Выполнение требований ФКЦБ относительно параметров сделок могут быть включены в текст соглашений о предоставлении овердрафта, хотя эти условия, значительно ограничивающие права клиентов, могут стать предметом судебных разбирательств. Кроме того, сама конструкция из нескольких договоров представляется достаточно тяжелой. Режим овердрафта в чистом

виде создает трудности и при определении лимита кредитования клиента в зависимости от стоимости его портфеля. Кредитные инструменты не обладают той гибкостью и мобильностью, которая необходима для сделок с маржей. Таким образом, кредитование счета в форме овердрафта лишь частично решает проблемы, связанные с реализацией поручений клиента на приобретение ценных бумаг, то есть работу клиента в «длинной позиции». Остается открытым вопрос кредитования клиентов бумагами, вопросы связанные со срочностью предоставляемых средств и ряд других не менее важных проблем.

Самыми трудно преодолимыми остаются вопросы, связанные с работой инвесторов в «короткой позиции», то есть кредитование их бумагами. В рамках Гражданского Кодекса это операции имущественного займа. Постановление не разрешило противоречия, возникающие при депозитарном учете кредитования инвесторов ценными бумагами. Мы вынуждены констатировать, что дальнейшее развитие маржинальной торговли в режиме овердрафтных счетов не отвечает не только потребностям рынка, но и экономической сути проводимых операций.

Выход из создавшейся ситуации видится нам в ведении обособленного учета маржинальных операций на соответствующих балансовых статьях. Представляется целесообразным внести коррективы в соответствующие нормативные документы, которые позволили бы вести учет на специальных счетах в полном соответствии с экономической сущностью маржинальных сделок и сложившимися обычаями и правилами делового оборота. Отражение сделок на специальных балансовых статьях сделает этот сегмент рынка полностью прозрачным и позволит повысить эффективность контроля со стороны регуляторов.

В связи с изложенным хотелось бы пересмотреть роль СРО в создавшейся ситуации. В частности НФА, как организация объединяющая большинство проф. участников – кредитных организации в 200 году предлагала в качестве первой стадии регулирования рынка регистрацию всех членов СРО – профучастников в качестве операторов, осуществляющих сделки с маржей с последующей передачей списков участников регулятору. На втором этапе участники образовавшегося пула добровольно принимала бы на себя определенные ограничения при проведении сделок с маржей, а СРО могла бы контролировать исполнение участниками добровольно принятых на себя обязательств. Одновременно НФА была готова начать работу над документами, регламентирующими проведение сделок с маржей в формате стандартов профессиональной деятельности. Представляется целесообразным вернуться к рассмотрению этой идеи в плане активизации деятельности профессионального сообщества в подготовке документов, регулирующих введение специальных счетов бухгалтерского учета для оформления сделок с маржей.

Авторы статьи понимают всю сложность задачи, тем не менее единодушная поддержка инициативы ФКЦБ о необходимости введения подобных счетов, высказанная участниками завершившейся V Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг, позволяет нам смотреть в будущее с оптимизмом.

НФА готова приложить все усилия для создания соответствующих стандартов профессиональной деятельности с учетом сложившейся практики проведения сделок с маржей и последующего контроля соблюдения этих стандартов операторами рынка. Используя имеющийся опыт работы, а также налаженные контакты среди государственных органов власти –

регуляторов рынка, НФА готова выступить инициатором начала консультативного процесса как в Банке России так и в Министерстве Финансов РФ целью которого будет выработка соответствующих дополнений в действующие планы счетов кредитных и некредитных организаций.