



ВНЕДРЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ХЕДЖИРОВАНИЯ В РЕГИОНЕ ОПЕРАЦИЙ ЕБРР

За последние 30 лет использование производных финансовых инструментов (деривативов) как инструментов хеджирования приобрело более значительные масштабы по мере усиления роли деривативов на мировых финансовых рынках. Деривативы представляют собой эффективное средство для развития рынков капитала, причем независимо от того, применяются ли они для хеджирования рисков в спекулятивных целях или для повышения эффективности функционирования рынков. Их применение и доступность могут стать стимулом для инвестиционной деятельности, предложения и спроса, а также для защиты активов повышенной степени уязвимости в условиях волатильности рыночной конъюнктуры. В результате наращивания масштабов деятельности, стимулируемой применением деривативов, рынки капитала получают возможность предоставлять субъектам хозяйствования иные дополнительные источники привлечения средств, помимо банков, таким образом, способствуя повышению показателей экономического роста и обеспечению большей устойчивости финансового сектора.

В настоящей статье мы рассмотрим, каким образом применение деривативов может оказать положительное влияние на страны операций ЕБРР, а также как Инициатива ЕБРР по использованию национальных валют и развитию рынков капитала помогает внедрять деривативы в деловой оборот на развивающихся рынках капитала.



ИСТОРИЯ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ДЕРИВАТИВОВ

История появления деривативов уходит своими корнями в эпоху древних цивилизаций. Примерно в 1750 году до н. э. месопотамский царь Хаммурапи составил один из первых юридических кодексов, создавших условия для применения деривативов. Кодексом Хаммурапи оговаривалось, что заключение письменных договоров (контрактов), заверенных свидетелями, может создать благоприятные условия для продажи товаров и активов с их поставкой в будущий период времени и по согласованной цене. Теперь, когда договоры больше не пишутся на глиняных табличках, содержание многих деривативов по-прежнему строится по этой формуле. За прошедшие столетия их применение прошло большой эволюционный путь, а их предметом становились различные виды товарной продукции начиная от собранных урожаев и кончая печатными изданиями и даже предметами изящных искусств.

В 1894 году силами фермеров, которые не могли найти покупателей на произведенную ими товарную продукцию, была создана Чикагская товарная биржа, ставшая первой из бирж с официальным обращением на ней производных финансовых инструментов. Это стало первым примером заключения стандартизированных договоров (контрактов) купли-продажи, которые мог заключить любой человек.

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

А теперь перенесемся вперед – в период разразившегося в 2008–2009 годах мирового финансового кризиса, привлекшего внимание регуляторов к деривативам, применение которых многие из наблюдателей связывали с совершением спекулятивных и рискованных сделок. На состоявшемся в Питтсбурге в 2009 году саммите Группы-20 руководители наиболее экономически развитых стран мира выступили с заявлением, пообещав «повысить стандарты использования капитала, ввести в действие надежные международные стандарты выплаты компенсаций, нацеленные на прекращение практики, которая ведет к совершению чрезмерно рискованных сделок, улучшить состояние внебиржевой торговли производными финансовыми инструментами и разработать более мощные инструменты для привлечения к ответственности крупных международных компаний за принятие ими рискованных решений по сделкам»¹.



1



2



3

1 ЯЦЕК КУБАС
ВЕДУЩИЙ СОТРУДНИК
ИСПОЛЬЗОВАНИЕ
НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ И
РАЗВИТИЕ РЫНКОВ КАПИТАЛА
ЕБРР
KubasJ@ebrd.com

2 ЕЛЕНА СУЛИМА
СТАРШИЙ ЮРИСТ
ЮРИДИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ
ЕБРР
SulimaE@ebrd.com

3 ФИБИ УОЛЛИС
АНАЛИТИК
ИСПОЛЬЗОВАНИЕ
НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ И
РАЗВИТИЕ РЫНКОВ КАПИТАЛА
ЕБРР
WallisP@ebrd.com



В частности, ими было заявлено, что «не позднее конца 2012 года все стандартизированные контракты по внебиржевой купле-продаже производных финансовых инструментов должны торговаться на биржах или, по мере целесообразности, на электронных торговых площадках и проходить клиринг через центральных контрагентов. Сведения о контрактах внебиржевой купле-продажи производных финансовых инструментов должны направляться в торговые репозитории. В отношении контрактов, не прошедших централизованный клиринг, должны применяться повышенные требования к нормативам капитала».

Это побудило европейских и американских законодателей принять законы, которые требовали более последовательного подхода к торговле деривативами, ужесточили требования к отчетности и усилили защиту прав клиентов путем введения требований к процентным ставкам по деривативам.

РАЗЪЯСНЕНИЯ ПО ПРИМЕНЕНИЮ ДЕРИВАТИВОВ

Деривативы представляют собой инструмент для управления рисками кредитования и хеджирования рисков, и именно за такое их применение выступает ЕБРР во всех странах его операций. Применение деривативов дает возможность брать на себя и продавать риски, а также управлять ими, но в определенных случаях они могут также служить подспорьем в совершении спекулятивных сделок на рынке или повышении рыночной эффективности базисных (исходных) активов.

Одной из наиболее распространенных форм применения деривативов стали свопы, имеющие важное значение, поскольку способны обеспечивать смягчение и хеджирование рисков. В тех случаях, когда процентные ставки на местах, как ожидается, могут пойти вверх, владельцы таких местных активов могут приобрести процентный своп, чтобы сохранить стоимостное значение актива. В условиях повышенной волатильности на развивающихся рынках возможность смягчить потенциально вредоносную динамику колебаний процентных ставок создает благоприятные условия для улучшения процессов и ускорения темпов развития рынков.

Наряду со смягчением рисков применение свопов позволяет также снижать транзакционные издержки отечественных и иностранных инвесторов, которые могут вкладывать средства в валютный своп, чтобы оградить свои инвестиции в условиях волатильности обменных курсов. Клиенты ЕБРР часто хеджируют свои курсовые или валютнообменные риски.

Еще одним видом деривативов являются опционы, которые носят более универсальный характер, чем свопы, потому что, давая возможность обеспечивать эффективное хеджирование, они также создают благоприятные условия для совершения спекулятивных сделок. Если инвестор встревожен колебаниями рыночной конъюнктуры, опционы могут гарантировать ему продажу его актива за определенную цену. Но если инвесторы ошиблись, им придется нести дополнительные расходы.

Помимо выполнения функций хеджирования, обслуживания и совершения спекулятивных сделок применение деривативов может также обеспечить прозрачность и стать источником сведений о динамике цен на рынках капитала. Характер функционирования рынка срочных сделок (фьючерсов) обеспечивает непрерывный приток

информации из всех стран мира. Поскольку цены и спрос на товарную продукцию формируются под воздействием ряда факторов рыночной конъюнктуры, геополитических событий и дефолтов, отслеживать динамику колебаний цен на товарную продукцию становится легко.

Вместе с тем важно, что деривативы могут быть полезными только в том случае, если имеется рынок купле-продажи базисных (исходных) активов. Если такого рынка нет, их применение может дать главным образом разрушительный эффект и нарушить процессы положительного развития рынков капитала и экономики стран.

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ЕБРР ПО РЕФОРМИРОВАНИЮ СФЕРЫ ДЕРИВАТИВОВ

Стратегическая цель Инициативы по использованию национальных валют и развитию рынков капитала заключается в повышении в странах операций ЕБРР эффективности и самодостаточности функций финансового посредничества путем более широкого использования национальных валют и развития национальных рынков капитала, что, таким образом, способствует экономическому росту и стабилизации финансового сектора. Развитие рынков купле-продажи деривативов имеет важное значение для усиления рынков капитала.

В целях оказания странам региона операций ЕБРР помощи в вопросах эффективного применения деривативов ЕБРР реализует проекты технического сотрудничества (ТС) в интересах реформирования режима нормативно-правового регулирования сферы обращения этих инструментов на рынках капитала. На многих развивающихся рынках капитала данный режим регулирования не предусматривает возможности исполнения в принудительном порядке сделок с деривативами или применения таких концепций, как ликвидационный взаимозачет, или использования денежных инструментов в качестве обеспечения обязательств. В некоторых странах операции сделки с деривативами квалифицируются даже как аналоги азартных игр и сделок пари и, как следствие этого, не могут быть исполнены в принудительном порядке.

КАК РЕШАЮТСЯ ЭТИ ПРОБЛЕМЫ С ПОМОЩЬЮ ИНИЦИАТИВЫ ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ И РАЗВИТИЮ РЫНКОВ КАПИТАЛА?

Вся эта работа начинается с проведения оценки², в ходе которой группа специалистов Инициативы по использованию национальных валют и развитию рынков капитала определяет наличие в стране пробелов в ее нормативно-правовой базе, инфраструктуре или специалистах и готовит соответствующие рекомендации

«Стратегическая цель Инициативы по использованию национальных валют и развитию рынков капитала заключается в повышении в странах операций ЕБРР эффективности и самодостаточности функций финансового посредничества».

Диаграмма 1 Таргетирование и установление последовательности этапов развития рынков капитала



Источник: взято из рис. 1 на стр. 8 материалов Karacadag, C, Sundararajan, V и Elliott, J.A. (2003 год), рабочий документ МВФ "Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing".

«Наряду с оказанием помощи странам в вопросах принятия ими надлежащего законодательства, регулирующего сферу производных финансовых инструментов, ЕБРР ведет работу по улучшению положения дел с применением этого законодательства путем расширения знаний участников рынков, регуляторов и судебных органов».

Ликвидационный взаимозачет является основным средством смягчения кредитного риска, связанного с совершением внебиржевых транзакций с производными финансовыми инструментами. Он представляет собой процедуру завершения договорных обязательств со стороны, нарушившей свои платежные обязательства, и последующее сведение положительных и отрицательных значений возмещаемой стоимости активов в единую чистую сумму кредиторской или дебиторской задолженности.

по их устранению. Эта группа специалистов координирует свою деятельность с другими структурными подразделениями ЕБРР в целях получения согласований на финансирование и развертывание этой работы. Затем данная группа специалистов согласовывает план действий с правительством данной страны или другими заинтересованными сторонами, этот план берется за основу проекта ТС, финансируемого донорскими средствами.

Реализуемые в этой области проекты ТС нацелены в большинстве случаев на проведение нормативно-правовых реформ в целях обеспечения возможности исполнения в принудительном порядке совершаемых с деривативами сделок и, среди прочего, инструментов ликвидационного взаимозачета и денежных инструментов как обеспечения (см. врезки ниже). Внесение этих изменений позволяет привести действующее в стране законодательство в соответствие с международными стандартами.

В 2016 году группа специалистов Инициативы по использованию национальных валют и развитию рынков капитала завершила выполнение в Армении проекта ТС по нормативно-правовому регулированию сделок с деривативами, а на конец этого года вела соответствующую работу в Грузии, Марокко и Украине. Вскоре начнется реализация проекта ТС в Казахстане.

Наряду с оказанием помощи странам в вопросах принятия ими надлежащего законодательства, регулирующего сферу производных финансовых инструментов, ЕБРР ведет работу по улучшению положения дел с применением этого законодательства путем расширения знаний участников рынков, регуляторов и судебных органов. Кроме того, проводятся мероприятия по развитию рыночной инфраструктуры в сфере деривативов.

В ходе этой работы ЕБРР тесно взаимодействует с национальными и международными участниками рынков, Международной ассоциацией свопов и деривативов (МАСД) и Международной ассоциацией рынков капитала (МАРК). Специалисты указанной выше инициативы взаимодействуют с отделами финансов и казначейства юридического департамента ЕБРР на всем протяжении цикла выполнения проектов ТС.

Денежные инструменты как обеспечение. Предоставление обеспечения также является очень удобным средством хеджирования кредитных рисков с использованием для этого наличных денежных сумм и инвестиционных ценных бумаг в качестве обеспечения или маржи применительно к финансовым обязательствам. Стороны предоставляют друг другу обеспечение на случай нарушения одной из них своих платежных обязательств.

ПРИМЕР ПРОВЕДЕНИЯ РЕФОРМ В АРМЕНИИ

В Армении группа специалистов Инициативы, казначейства и юридического департамента выявила необходимость во введении в оборот инструментов хеджирования и установила с Центральным банком Армении (ЦБА) партнерские отношения в целях разработки проекта ТС по созданию в стране требуемой нормативно-правовой базы. Благодаря возможностям ЦБА эффективно и дешево хеджировать риски он рассматривал применение деривативов как одну из главных составляющих более широкой программы развития рынков капитала, особенно применительно к валютнообменным операциям и процентным ставкам. Этот проект стал одним из элементов в плане действий, прописанном в меморандуме о взаимопонимании по вопросам использования национальных валют и развития рынков капитала, подписанном ЕБРР и правительством Армении в марте 2016 года.

В то время в законодательстве Армении ощущался дефицит специального регулирования применения деривативов, поскольку в нем было прописано только лишь определение деривативов как формы обеспечения и исключалось их применение во внебиржевых сделках. Разработанная ЕБРР и ЦБА программа реформ предусматривала введение в законодательство страны правовых концепций, создающих благоприятные условия для применения деривативных инструментов всех типов и устранения препятствий на пути их развития. Кроме того, эта программа была нацелена на создание правовой определенности в отношении исполнения в принудительном порядке деривативных контрактов. Это стало важным шагом на пути формирования надежно функционирующих рынков капитала в Армении, поскольку, таким образом, у участников рынков появлялись более широкие возможности для привлечения финансовых средств путем совершения трансграничных сделок на рынках капитала.

Привлечение средств из Специального фонда акционеров ЕБРР позволило привлечь национальных и международных консультантов, оказавших помощь ЕБРР и ЦБА в составлении нового законопроекта.

Риск переквалификации

Это одна из широко распространенных проблем в странах операций, где деривативы зачастую квалифицируются как сделки пари или азартные игры, в редких случаях находятся под судебной защитой и зачастую имеют неопределенный статус в судопроизводствах по делам о несостоятельности. До развертывания в стране курса реформ действовавшие в Армении правила пресечения сделок на тотализаторе служили преградой на пути применения производных финансовых инструментов. Благодаря реализации запущенного ЕБРР проекта ТС в статью 1039 Гражданского кодекса Армении было внесено изменение, предусматривающее, что иски, возбужденные в связи с применением производных финансовых инструментов, не квалифицируются как сделки на тотализаторе или азартные игры даже в случае присутствия в них признаков совершения таких сделок.

Определения понятий

В законодательстве Армении понятию «производные финансовые инструменты» зачастую давались неверные определения или вообще не давались. Вместо этого они квалифицировались как ценные бумаги, в результате чего внебиржевые сделки с деривативами выводились

из сферы действия закона и лишались правовой защиты. Было принято решение, что квалификация деривативов как финансовых инструментов будет не только создавать благоприятные условия для их применения, но и позволит привести национальное законодательство в соответствие с международно-правовыми нормами (например, с директивой Европейского союза о рынках купли-продажи финансовых инструментов), а также с передовой мировой практикой.

Возможности и границы полномочий

Еще одна из главных проблем, решаемая в рамках реализации этого проекта реформ, заключалась в том, чтобы обеспечить такое положение, когда правовой статус участников рынка позволяет им беспрепятственно совершать сделки с деривативами. ЦБА стремился устранить преграды на пути заключения участниками рынков сделок с производными финансовыми инструментами и предоставления обеспечения.

Для этого в проекте ТС рекомендовалось внести изменения в ряд законов, регулирующих деятельность финансовых организаций, в том числе в Закон «О банках и банковской деятельности», Закон «О секьюритизации и ценных бумагах, обеспеченных активами», Закон «О государственных пенсиях», Закон «Об инвестиционных фондах», Закон «О кредитных организациях», Закон «О страховании и страховой деятельности», Закон «О платежных системах и организациях», чтобы дать финансовым организациям возможность совершать сделки с производными финансовыми инструментами. Указанные изменения вступили в силу в ноябре 2016 года.

Денежные инструменты как предметы обеспечения

Предоставление обеспечения имеет важное значение для совершения сделок с производными финансовыми инструментами, заключения договоров репо (обратного выкупа) и служит гарантией возмещения убытков в случае нарушения одной из сторон сделки ее платежных обязательств. Дополнением к генеральному соглашению МАСД об обеспечении заимствований предусматривается создание благоприятных условий для передачи финансового инструмента и его последующего использования либо создания ипотечного залога.

Что касается сделок с таким предметом обеспечения, то в результате реализации проекта ТС в Гражданский кодекс Армении были внесены изменения согласно директиве Европейского союза (ЕС) о механизмах финансового обеспечения. Внесение этих изменений преследовало цель дать возможность контрагентам – участникам Дополнения об обеспечении заимствований обеспечить эффективное соблюдение своих прав, возникших по заключенным договорам обеспечения.

Ликвидационный взаимозачет

Договоренности о взаимозачете широко используются на финансовых рынках в целях управления кредитными рисками контрагентов. Соглашения МАСД предполагают возможность принудительного исполнения концепции взаимозачета, поэтому принципиально важно обеспечить возможность приведения взаимозачетов в принудительном порядке в случае банкротства контрагентов. Ликвидационный взаимозачет представляет собой главнейшее средство смягчения кредитных рисков, связанных с совершением

внебиржевых сделок с деривативами. Здесь речь идет о процедуре прекращения действия договорных обязательств со стороны, нарушившей свои платежные обязательства, и последующем сведении положительных и отрицательных значений возмещаемой стоимости активов в единую чистую сумму кредиторской или дебиторской задолженности.

Главнейшая цель реализации проекта ТС заключалась во введении в правовой оборот положения о защите прав («безопасная гавань»), которое будет продолжать действовать после истечения сроков действия режима моратория и банкротства. Данное положение также позволит обеспечить возможность принудительного исполнения договоренностей о взаимозачете в случае ликвидации, применительно как к коммерческим компаниям, так и к финансовым институтам. Рассмотрение прошла концепция, прописанная в типовом законе МАСД о взаимозачете и принципах Международного института по унификации частного права (УНИДРУА) по применению положений о ликвидационном взаимозачете, и в указанные выше законы были внесены изменения в целях формирования эффективного режима ликвидационного взаимозачета. Важной новеллой в рамках проведенных реформ стало применение нового режима ликвидационного взаимозачета к договорам репо (обратного выкупа) с использованием стандартизированной документации, предусмотренной Глобальным генеральным соглашением по договорам репо (обратного выкупа).

Применимое законодательство

В целях стимулирования деятельности участников рынков с помощью данного проекта ЕБРР в законодательство были внесены изменения, позволяющие местным контрагентам применять иностранное право к заключаемым ими договорам, о чем свидетельствует пример применения генерального соглашения МАСД и дополнений об обеспечении займов, ставших типовыми соглашениями в ходе проведения данной реформы. Внесение этих изменений позволило Армении привести свое законодательство в более тесное соответствие с международной практикой, что открывает более привлекательные перспективы для иностранных контрагентов по мере дальнейшего развития рынка капитала страны.

Налогообложение

До проведения реформ в налоговом законодательстве Армении отсутствовали какие-либо специальные правовые нормы, регулирующие режим налогообложения производных финансовых инструментов. Как следствие этого возникали серьезные вопросы по поводу того, можно ли осуществлять налоговые вычеты в отношении платежей, произведенных в результате взаимозачета платежных обязательств, возникших по производным финансовым инструментам. Для устранения неопределенности в этом отношении в проект Налогового кодекса страны были внесены специальные положения.

Данный закон был принят в конце октября 2016 года и уже вступил в силу. В развитие первоначально достигнутого успеха в реализации этого проекта реформы специалисты, курирующие Инициативу по использованию национальных валют и развитию рынков капитала, в настоящее время наладили тесное взаимодействие с Арменией в интересах дальнейшего развития ее рынков капитала и производных финансовых инструментов.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С МАСД

Цель деятельности МАСД, как она прописана в заявлении о ее задачах, заключается в оказании содействия в развитии безопасно и эффективно функционирующих рынков купли-продажи деривативов, что позволит наладить эффективное управление рисками в интересах всех пользователей производных финансовых продуктов. Это заявление МАСД о ее задачах также закладывает основы и стандарты, принятия которых МАСД требует от своих членов как гарантию добросовестной работы участников этого рынка.

ЕБРР и МАСД наладили тесное сотрудничество в интересах стимулирования процессов развития рынков капитала с помощью применения производных финансовых инструментов. Базовое содержание генерального соглашения МАСД создает благоприятные условия для развития рынков и наращивания объемов ликвидности на них благодаря упрощению процессов сопоставления определений понятий в соглашениях, предлагаемых различными контрагентами.

Далее МАСД требует от любого участвующего в этой деятельности рынка обеспечить качественное и добросовестное выполнение его участниками своей работы. Это способствует общему повышению стандартов функционирования рынков капитала, выходя за рамки купли-продажи производных финансовых инструментов.

«Конечная цель этой деятельности ЕБРР заключается в улучшении состояния инвестиционного климата в наших странах операций, с тем чтобы экономика этих стран получила возможности для продвижения в своем развитии, – говорит Яцек Кубас, член группы специалистов Инициативы по использованию национальных валют и развитию рынков капитала. – Производные финансовые инструменты и связанные с их применением реформы позволяют создавать благоприятные условия для продвижения этого переходного процесса. Наша работа в сферах правовой реформы и наращивания потенциала в этой области способствует превращению их в инструмент хеджирования, служит базовым фактором осуществления безопасных и эффективных операций».

¹ См. no adpecy: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html> (по состоянию на 13 января 2017 года).

² См. no adpecy: <http://intranet.ebrd.com/ebdrnet/depts/lc2/assessments.shtml> (по состоянию на 13 января 2017 года).

