



Банк России



СЕНТЯБРЬ 2019 ГОДА

О ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРАХ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2019

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|-----------|
| Введение..... | 2 |
| 1. Глобальная реформа финансовых индикаторов | 4 |
| 1.1. Ключевые участники системы формирования финансовых индикаторов и определение индикаторов..... | 4 |
| 1.2. Предпосылки глобальной реформы финансовых индикаторов..... | 4 |
| 1.3. Разрабатываемое регулирование..... | 5 |
| 1.4. Дальнейшее использование IBOR..... | 6 |
| 2. Европейское регулирование (BMR) | 8 |
| 2.1. Основные требования к регулированию индикаторов в ЕС..... | 8 |
| 2.2. Использование российских индикаторов в трансграничных сделках с европейскими контрагентами..... | 10 |
| 3. Российский рынок финансовых индикаторов | 13 |
| 3.1. Структура основных российских индикаторов..... | 13 |
| 3.2. Подходы к регулированию российских финансовых индикаторов..... | 18 |
| 3.3. Актуальные вопросы использования индикаторов в России | 18 |
| 4. Приложения..... | 23 |

Настоящий материал подготовлен Департаментом стратегического развития финансового рынка Банка России. Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 31 декабря 2019 г. включительно по электронным адресам: kuzminats@cbr.ru, gjb@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107 016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

ВВЕДЕНИЕ

Настоящий доклад выносится на общественное обсуждение с целью привлечения внимания профессионального сообщества к процессам, вызванным мировыми реформами в области формирования финансовых индикаторов.

Финансовые индикаторы являются ориентирами уровней процентных ставок в экономике, валютных курсов, стоимости ценных бумаг и товаров. Такие индикаторы применяются при определении стоимости кредитования на различные сроки, расчете купона по облигациям, дохода по структурным продуктам и другим видам финансовых продуктов. Являясь эталонным показателем стоимости, финансовые индикаторы играют важную роль в функционировании финансовых рынков и экономики в целом, способствуя эффективному ценообразованию, распределению капиталов и рисков.

Вопросы обеспечения справедливого формирования финансовых индикаторов и наличия процедур, препятствующих манипулированию, особенно остро встали перед регуляторами после глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Триггером послужили выявленные случаи манипулирования механизмом установления ставок по основным процентным индикаторам денежного рынка по необеспеченным сделкам межбанковского кредитования, так называемым индикаторам IBOR (Interbank Offered Rate).

Намеренное завышение или занижение ставок по финансовым инструментам, направленное прежде всего на необоснованное получение прибыли, отчасти запустило кризисные механизмы на финансовом рынке и в острый период кризиса позволило банкам, участвующим в манипулировании, скрывать серьезные финансовые проблемы с кредитоспособностью от других участников рынка и регуляторов.

По итогам проведенных расследований фактов манипулирования индикатором LIBOR (London Interbank Offered Rate) возникли серьезные опасения в отношении надежности всех финансовых индикаторов и снижение рыночного доверия к ним, что явилось причиной пересмотра подходов к формированию финансовых индикаторов на международном уровне. В результате реформирования системы финансовых индикаторов, проводимого по решениям G20, во многих странах было введено регулирование и контроль в этой сфере.

На российском финансовом рынке до настоящего момента не было выявлено случаев манипулирования финансовыми индикаторами, аналогичных случаям с LIBOR, что частично объясняется невысокими объемами кредитования по плавающим ставкам и гораздо меньшим объемом рынка производных финансовых инструментов (далее – ПФИ). Тем не менее Банк России уделяет особое внимание вопросам обеспечения справедливого ценообразования и повышения доверия к продуктам финансового рынка. Присоединяясь к принятым на международном уровне решениям, Банк России намерен стимулировать внедрение механизмов, направленных на предотвращение манипулирования и повышение доверия участников финансового рынка к системе формирования российских финансовых индикаторов.

В связи с этим, по мнению Банка России, необходимо активизировать процессы по реформированию существующих или созданию новых финансовых индикаторов (прежде всего процентных, являющихся важным каналом трансмиссии денежно-кредитной политики), которые соответствовали бы в том числе и международным стандартам в этой сфере.

Еще одной задачей, вытекающей из проводимых иностранными национальными и международными регуляторами реформ в области финансовых индикаторов, является разработка плана действий по изменению существующей практики (включая действующую кредитную документацию) в связи с запланированным отказом от использовавшихся ранее индикаторов, прежде всего ставок LIBOR (подробнее о международных реформах см. в главе 1).

Вопросы определения альтернативных индикаторов в действующих договорах и планируемых сделках, внесения соответствующих изменений в документацию, проработки потенциального влияния замены индикаторов на показатели рентабельности и сохранение хеджирующего эффекта требуют активного вовлечения участников рынка.

Банк России считает необходимым проведение публичных консультаций и сбор мнений заинтересованных респондентов по поставленным в настоящем докладе вопросам. По итогам консультаций будут опубликованы основные выводы и рекомендации.

1. ГЛОБАЛЬНАЯ РЕФОРМА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

1.1. Ключевые участники системы формирования финансовых индикаторов и определение индикаторов

Ключевыми участниками системы формирования финансовых индикаторов являются **администраторы** – организации, осуществляющие формирование индикаторов и отвечающие за все этапы этого процесса.

Участниками рынка, предоставляющими администратору котировки для расчета финансовых индикаторов, являются **контрибьютеры**. По договору с администратором некоторые функции по формированию индикаторов могут быть переданы **расчетному агенту**.

В контексте рассматриваемого доклада под финансовым индикатором понимается **ценовой показатель**, служащий участникам финансового рынка **стоимостным ориентиром в ценообразовании финансовых инструментов** при совершении биржевых и внебиржевых сделок, проведении иных операций с финансовыми инструментами, а также для целей оценки активов. Расчет финансовых индикаторов производится полностью или частично с применением формулы или иного метода расчета.

Референсные цены (reference prices).
Аналитические индексы

Использование финансовых индикаторов: биржевые и внебиржевые ПФИ, облигации, депозиты, кредиты, ипотека, секьюритизация, кредитные карты, фонды коллективных инвестиций, иное

При этом в целях настоящего доклада **простые стоимостные ориентиры**, используемые в качестве справочных, так называемых **референсных цен** (*reference prices*) для финансовых активов, **индексы**, применяемые **в аналитических целях**, а не для образования новых финансовых инструментов (прочие индексы), не рассматриваются как финансовые индикаторы.

1.2. Предпосылки глобальной реформы финансовых индикаторов

Финансовый кризис 2008–2009 гг. обнажил целый ряд проблем функционирования рынков, в том числе в формировании и использовании участниками рынка финансовых индикаторов (прежде всего речь идет об индикаторах IBOR, специфических процентных индикаторах денежного рынка по необеспеченным сделкам межбанковского кредитования), что в итоге привело к проведению глобальной реформы в этой сфере.

Необходимость реформирования прежде всего процентных, а также иных индикаторов финансового рынка была продиктована следующими факторами.

- **Специфика индикаторов IBOR.** Разработанные для денежного рынка специальные индикаторы семейства IBOR (LIBOR, EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) и TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate) стали использоваться во всем мире в качестве эталона оценки не только инструментов денежного рынка, но и практически всех типов финансовых контрактов (кредитов, долговых ценных бумаг, ПФИ, показателей деятельности инвестиционных фондов и так далее).

Семейство индикаторов IBOR: LIBOR
(в пяти основных валютах), EURIBOR и TIBOR

Значения индикаторов зачастую формировались на основе индикативных котировок, а не реальных сделок. В сочетании с сокращением числа контрагентов на межбанковском рынке и ужесточением методов оценки кредитного риска после кризиса 2008–2009 гг.

широкое использование индикаторов, не основанных на реальных сделках, значительно повысило риски финансовой стабильности.

- **Отсутствие регулирования и несовершенство методик расчета.** Широко используемые процентные индикаторы, такие как LIBOR и EURIBOR, не подлежали контролю и регулированию, а методология расчета и процесс их формирования допускали возможность манипулирования.

1.3. Разрабатываемое регулирование

Перечисленные факторы послужили предпосылками принятия финансовыми регуляторами многих стран мира мер по предотвращению манипулирования финансовыми индикаторами, а также по разработке процедур контроля за их формированием. Начиная с 2012 г. международные организации и национальные регуляторы определяют принципы работы, а затем начинают поэтапно вводить регулирование деятельности администраторов и формирования финансовых индикаторов (подробнее см. врезку «Основные этапы реформы процентных индикаторов»). Также начинается работа по определению новых видов финансовых индикаторов, которые пришли бы на смену семейству IBOR.

Международными стандартами в сфере финансовых индикаторов лидеры G20 на саммите 2013 г. в Санкт-Петербурге признали разработанные Международной организацией комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, далее – IOSCO) **Принципы для финансовых индикаторов**¹ (далее – Принципы IOSCO). Девятнадцать базовых Принципов IOSCO направлены на повышение надежности финансовых индикаторов, совершенствование механизмов управления, обеспечение качества и ответственности в области формирования индикаторов.

Советом по финансовой стабильности (Financial Stability Board, далее – СФС) на основе базовых Принципов IOSCO определены **основные направления реформы**² процентных финансовых индикаторов, нацеленные на совершенствование методик формирования индикаторов, определение альтернативных безрисковых индикаторов.

Координацию реформы осуществляет созданная СФС рабочая группа из числа представителей руководителей регуляторов и центральных банков Official Sector Steering Group (далее – группа СФС OSSG) **по следующим направлениям:**

1) Совершенствование методик формирования индикаторов

В части совершенствования методик формирования индикаторов LIBOR в пяти основных валютах³, EURIBOR и TIBOR разрабатываются подходы, направленные на включение в расчет информации по максимально возможному количеству реально заключаемых сделок и на усиление регулирования и контроля за процессами формирования и предоставления информации о финансовых индикаторах широкому кругу пользователей.

Необходимые меры по совершенствованию методик формирования финансовых индикаторов, аналогичных индикаторам IBOR, приняты также финансовыми регуляторами Австралии, Гонконга, Сингапура и Южной Африки.

Мексика и Бразилия изыскивают возможность использования существующих в этих странах безрисковых межбанковских ставок в качестве основных процентных индикаторов.

Безрисковые индикаторы (risk-free rates) – индикаторы, рассчитываемые на основе сделок овернайт, могут быть обеспеченные и необеспеченные

¹ IOSCO (2013), *Principles for Financial Benchmarks*, www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf.

² *Reforming Major Interest Rate Benchmarks (the 2014 Report)*, www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf

³ Фунт стерлингов, доллар США, евро, швейцарский франк и японская иена.

2) Разработка альтернативных безрисковых индикаторов и планов перехода на эти индикаторы

Вторым направлением реформы, осуществляемой СФС OSSG, является определение альтернативных безрисковых индикаторов, особенно для рынков, оперирующих в валютах индикатора LIBOR. Безрисковые индикаторы рассчитываются на основе ставок овернайт, что приближает индикатор к понятию безрисковой или условно безрисковой ставки денежного рынка.

Федеральная резервная система США и Банк Англии с апреля 2018 г. начали публикацию альтернативных индикаторов Secured Overnight Financing Rate (SOFR) для доллара США и Reformed Sterling Overnight Index Average (Reformed SONIA) для фунта стерлингов. Для указанных валют также разрабатываются срочные безрисковые индикаторы, производные от безрисковых индикаторов.

Для еврозоны в качестве альтернативы EURIBOR определен новый безрисковый индикатор Euro Short-Term Rate (€STR)⁴, который заменит и существующий сегодня вариант безрискового индикатора Euro Overnight Index Average (EONIA).

Срочные безрисковые индикаторы (term risk free rates) – индикаторы срочной стоимости денег (более одного дня), рассчитываемые на основе сделок с ПФИ на безрисковые овернайт-индикаторы

В других странах также разрабатываются альтернативные существующим безрисковые индикаторы и планы перехода на них. В ряде стран допускается подход с множественностью индикаторов, то есть одновременное использование усовершенствованных индикаторов IBOR (либо подобных им) и новых безрисковых индикаторов (*полный список текущих процентных индикаторов и альтернативных безрисковых индикаторов приведен в таблице 7*).

Переход на новые виды процентных индикаторов, которые соответствовали бы вводимым правилам, требуют вовлечения участников рынка, администраторов индикаторов и инфраструктурных организаций для решения полного комплекса вопросов по разработке и внедрению индикаторов. Например, возникает необходимость внесения изменений в документацию по всем типам операций, где используются финансовые индикаторы и разработки механизма перевода действующих соглашений на новые индикаторы. Требуется решения проблема обеспечения спроса и предложения на финансовые инструменты на основе новых индикаторов, поддержания ликвидности таких инструментов (например, фьючерсные контракты, свопы и другие). Появляется потребность разработки срочных индикаторов, производных от безрисковых овернайт-индикаторов, возникают иные вопросы.

В связи с этим к реформе присоединилась Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association, далее – ISDA) в целях внесения изменений в контрактную документацию по ПФИ в части определения и использования резервных индикаторов с целью повышения устойчивости функционирования рынка при наличии рисков прекращения расчета индикаторов IBOR⁵.

1.4. Дальнейшее использование IBOR

На текущий момент методики формирования основных индикаторов IBOR существенно усовершенствованы благодаря усилиям группы СФС OSSG. Вместе с тем большинство регуляторов стран – членов СФС не поддерживает идею одновременного сосуществования индикаторов IBOR и безрисковых индикаторов. Кроме того, основным индикатором в семействе IBOR-LIBOR обладает существенным недостатком, из-за которого поднимается вопрос о его дальнейшем использовании участниками финансового рынка, а именно: недостаточное коли-

⁴ www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/euro_short-term_rate/html/index.en.html.

⁵ ISDA (2018), Consultation on Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing GBP LIBOR, CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW, www.isda.org/2018/07/12/jinterbank-offered-rate-ibor-fallbacks-for-2006-isda-definitions.

чество реально заключаемых сделок (а не индикативных котировок), на основании которых он рассчитывается.

В ноябре 2017 г. британский регулятор – Управление по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках Великобритании (Financial Conduct Authority, далее – FCA) – сообщил⁶ о достигнутой с банками – контрибьютерами LIBOR договоренности. Банки, участвующие в панели расчета LIBOR, обязались на добровольной основе предоставлять данные для расчета индикатора до конца 2021 года. При этом после 2021 г. FCA⁷ не будет обязывать панельные банки участвовать в расчете LIBOR. Таким образом, после 2021 г. существование ставки LIBOR не гарантировано.

В связи с этим большинство регуляторов стран – членов СФС полагают необходимой заменой индикатора LIBOR на альтернативные индикаторы по всем валютам, в которых рассчитывается LIBOR.

Что касается остальных индикаторов семейства IBOR, то регуляторы создают рыночные стимулы для разработки альтернативных индикаторов, которые при необходимости смогут заменить индикаторы IBOR в уже заключенных и будущих контрактах (прежде всего в договорах с ПФИ).

В декабре 2018 г. ISDA опубликовала результаты консультации по резервным (в отдельных валютах) индикаторам⁸. По итогам консультаций в отношении соответствующих индикаторов IBOR резервными индикаторами выбраны соответствующие безрисковые индикаторы (табл. 7). Эти резервные индикаторы будут включены в документацию типового Генерального соглашения ISDA (ISDA Master Agreement) в части определений ISDA по условиям совершения сделок (ISDA definitions) для процентных ПФИ и будут применяться в новых контрактах. ISDA также опубликует дополнительное соглашение (протокол), позволяющее участникам рынка включить при необходимости указанные резервные индикаторы в действующие контракты.

Учитывая, что индикаторы IBOR применяются по сделкам с разными сроками, ISDA анонсировала применение срочных индикаторов, производных от безрисковых индикаторов.

Однако международное сообщество высказывает опасения, что переход на новые индикаторы займет больше времени, чем ожидалось изначально. Поэтому, по мнению отдельных регуляторов, поддержание локальных аналогов IBOR в соответствующих юрисдикциях будет все еще необходимо и после 2021 г., когда, как предполагается, прекратится расчет индикаторов семейства LIBOR.

⁶ www.fca.org.uk/news/statements/fca-statement-libor-panels.

⁷ www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor.

⁸ www.isda.org/a/WVEME/ISDA-Publishes-Final-Results-of-Benchmark-Fallback-Consultation-FINAL.pdf.

2. ЕВРОПЕЙСКОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ (BMR)

2.1. Основные требования к регулированию индикаторов в ЕС

Большинство международных инициатив направлено на совершенствование методологии формирования и предоставления процентных финансовых индикаторов. В развитие этих инициатив Европейский парламент утвердил Регламент (ЕС) 2016/1011 об индексах, используемых в качестве ценовых индикаторов для финансовых инструментов и финансовых контрактов или для измерения показателей деятельности инвестиционных фондов¹, и принял решение не только регулировать методологические принципы, но и контролировать деятельность администраторов и контрибьютеров финансовых индикаторов. При этом европейский Регламент распространяется не только на индикаторы процентных ставок, но и индикаторы валютного, фондового, товарного рынков, а также иные индикаторы.

Регламент регулирует деятельность по формированию финансовых индикаторов, их использование в Европейском союзе (далее – ЕС), а также предоставление исходных данных для расчета таких индикаторов. Из-под действия регламента выведены центральные банки, государственные органы, средства массовой информации, а также деятельность по предоставлению референсных цен финансовых инструментов, не связанных с проведением расчетов и обработкой данных, по формированию нефинансовыми организациями товарных индикаторов и иное (полный перечень исключений приведен в таблице 5).

Поднадзорные организации –
банки, инвестиционные компании, операторы рынка, страховые и перестраховочные компании, фонды коллективного инвестирования, торговые репозитории, центральные контрагенты

BMR определяет условия предоставления финансовых индикаторов европейскими администраторами, а также – индикаторов, формируемых за пределами Европейского союза (далее – неевропейские индикаторы), в случае их использования европейскими поднадзорными организациями². Таким образом, использование **российских индикаторов европейскими участниками рынка, в том числе заключение трансграничных сделок с российскими контрагентами, также подпадает под действие Регламента.**

BMR устанавливает общие требования ко всем видам финансовых индикаторов и дифференцированные требования в зависимости от вида индикатора.

Общие требования ко всем видам индикаторов группируются по следующим направлениям:

- **управление и контроль** – администраторы должны обеспечить эффективное корпоративное управление, отделение деятельности администратора от иных видов деятельности, создать постоянное надзорное подразделение, сформировать систему управленческой отчетности и обмена информацией и тому подобное;
- **методология расчета и качество данных** – администраторам необходимо обеспечить механизм контроля за качеством данных, замены при необходимости данных и (или) контрибьютера, соблюдение методологии расчета индикаторов и ее прозрачности, разработать

¹ Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) № 596/2014 (Benchmark Regulation, далее – Регламент, BMR).

² К поднадзорным организациям относятся банки, инвестиционные компании, операторы рынка, страховые и перестраховочные компании, фонды коллективного инвестирования, торговые репозитории, центральные контрагенты и так далее.

меры, направленные на выявление и предотвращение манипулирования данными, а также информировать регулятора о выявленных нарушениях;

- **прозрачность расчета индикатора и защита потребителей** – необходимо раскрытие информации о составе, методологии и процедурах пересмотра методологии соответствующих индикаторов, разработке формализованного порядка изменения или прекращения процесса расчета индикаторов, разработке альтернативных вариантов при прекращении расчета индикаторов (*contingency planning*);
- **авторизация или регистрация администратора** – для осуществления деятельности администратора ЕС физическое или юридическое лицо должно в обязательном порядке пройти установленную процедуру регистрации/авторизации;
- **требования к контрибьютерам данных** – администраторы должны разработать кодекс поведения поставщика данных для каждого индикатора; контрибьютеры, в свою очередь, должны соблюдать кодекс, а также иные требования к организации управления и контроля.

Помимо общих требований, Регламентом устанавливается дифференцированный подход к режиму регулирования разных видов индикаторов.

BMR выделяет шесть категорий финансовых индикаторов, для каждой из которых определены подходы к регулированию и надзору. Регламент разделяет индикаторы в зависимости от значимости для рынка (критически значимые индикаторы, значимые и незначимые). В отдельную категорию выделены индикаторы, рассчитываемые на основе так называемых регулируемых данных (к которым преимущественно относятся данные, полученные с биржевых площадок). Особые режимы регулирования установлены для двух категорий индикаторов: процентных и товарных. Для каждой из категорий индикаторов в BMR установлены особенности регулирования.

Требования Регламента BMR вводятся поэтапно (табл. 6). В настоящее время действует переходный период. На момент подготовки данного доклада появилась информация о возможном переносе Европейской комиссией срока вступления в силу финального этапа Регламента на 2 года. Таким образом, высока вероятность того, что окончательное вступление в силу всех положений Регламента будет **перенесено с 1 января 2020 г. на 1 января 2022 г.**, что в том числе дает отсрочку в применении ограничений для неевропейских индикаторов.

Regulated data benchmarks – основанные на регулируемых данных индикаторы

Critical benchmarks – критически значимые индикаторы

Significant benchmarks – значимые индикаторы

Non-significant benchmarks – незначимые индикаторы

Interest rate benchmarks – процентные индикаторы

Commodity benchmarks – товарные индикаторы

С учетом вступивших в силу на сегодняшний день требований BMR Европейская комиссия официально отнесла к критически важным финансовым индикаторам в том числе индикаторы EURIBOR и LIBOR³, надзор за которыми осуществляется в рамках трансграничных надзорных коллегий.

Европейский институт денежных рынков (далее – EMMI) как администратор еще одного европейского индикатора EONIA проинформировал рынок о том, что EONIA не будет соответствовать требованиям BMR. В связи с этим, как отмечалось ранее, его заменит безрисковый индикатор €STR.

В свою очередь, Европейский центральный банк (European Central Bank, далее – ЕЦБ) объявил о том, что начнет публиковать значения ставки €STR с 2 октября 2019 года. Также с 2 ок-

³ www.eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1568294271698&uri=CELEX:02016R1368-20190326.

тября 2019 г.⁴ EONIA будет рассчитываться по формуле в привязке к €STR, а начиная с 2022 г. расчет и публикация EONIA будут прекращены. Кроме того, подводя итоги деятельности Рабочей группы по безрисковым ставкам в евро (Private sector working group on euro risk-free rates), ЕЦБ заявил, что готов и впредь поддерживать усилия частного сектора по переходу от EONIA.

2.2. Использование российских индикаторов в трансграничных сделках с европейскими контрагентами

Как отмечалось ранее, Регламент затрагивает вопросы использования неевропейских финансовых индикаторов европейскими поднадзорными организациями, включая российские финансовые индикаторы.

После окончания переходного периода использование неевропейских финансовых индикаторов в соответствии с BMR допустимо при условии признания соответствующего индикатора по одному из трех следующих вариантов.

1. Эквивалентность (*equivalence*) законодательства:

- приведение законодательства соответствующей страны в соответствие нормам BMR с последующей оценкой такого соответствия Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, далее – ESMA).

Администратор и индикатор включены в реестр ЕС

Признание эквивалентности законодательства. За деятельностью администратора осуществляется надзор. Уведомление ESMA и соответствующих органов третьей страны о согласии использования индикаторов на территории ЕС

2. Признание (*recognition*):

- открытие представительства администратора соответствующего индикатора в одной из стран ЕС и соблюдение требований BMR.

Администратор получает предварительное признание соответствующих органов в стране – члене ЕС

Внедрение Принципов IOSCO. Внешний аудит. Меморандум о сотрудничестве между странами

3. Авторизация (*endorsement*) администратора – посредника в ЕС:

- авторизация администратора соответствующего индикатора у одного из зарегистрированных в ЕС администраторов на договорной основе.

Администратор – посредник в ЕС получает одобрение соответствующих органов на использование индикаторов администраторов третьих стран

Администратор-посредник контролирует процесс формирования и предоставления индикатора, обладает нужной компетенцией. Требования к индикатору не менее строгие, чем у BMR. Имеется веская причина для использования индикатора в ЕС

Указанные нормы означают, что в случае использования российских финансовых индикаторов европейскими контрагентами эти индикаторы должны быть признаны европейскими регуляторами в соответствии с одним из рассмотренных способов.

Поскольку признание эквивалентности – длительная процедура, в том числе с учетом необходимости в этом случае срочного введения аналогичного регулирования в России, Банк России не рассматривает этот вариант как приоритетный на ближайшую перспективу.

⁴ www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190314~28790a71ef.en.html

Врезка 1. Основные этапы реформы процентных индикаторов

2013 год

- Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам совместно с Европейской службой банковского надзора (European Banking Authority, далее – EBA) разрабатываются **Принципы о процессах формирования финансовых индикаторов**.
- Международная организация комиссий по ценным бумагам публикует расширенные **Принципы о финансовых индикаторах** (далее – Принципы IOSCO). Принципы IOSCO касаются управления конфликтом интересов в процессе формирования финансовых индикаторов, корпоративного управления, достоверности и методологии расчетов, качества и ответственности, а также других важных вопросов, связанных с финансовыми индикаторами.
- Принципы IOSCO одобряются Советом по финансовой стабильности и признаются **международными стандартами** в сфере финансовых индикаторов лидерами G20 на саммите в Санкт Петербурге.
- Великобритания становится первым государством, которое вводит надзор за процентными индикаторами на национальном уровне.

2014 год

- СФС определяет основные направления реформы финансовых индикаторов, а именно:
 - a) усовершенствование методик формирования индикаторов семейства IBOR (включение в расчет большего числа реально совершаемых транзакций, усиление контроля за процессом их формирования и предоставления пользователям и так далее);
 - b) определение альтернативных безрисковых индикаторов (risk free rates, далее – RFR), создание стимулов использования в новых контрактах на рынке ПФИ альтернативных RFR.
 - c) Группа СФС Official Sector Steering Group (далее – группа СФС OSSG) координирует работу по реформированию финансовых индикаторов.

2016 год

- Группа СФС OSSG приглашает ассоциацию ISDA разработать изменения в стандартную документацию по операциям с ПФИ в связи с возможным прекращением расчета ряда процентных индикаторов.
- 15 июня 2016 г. Европейский парламент и Совет Европейского союза принимают Регламент (ЕС) 2016/1011 об индексах, используемых в качестве бенчмарков для финансовых инструментов и финансовых контрактов или для измерения показателей деятельности инвестиционных фондов (Benchmark Regulation, BMR).

2017 год

- Великобритания (в лице Управления по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках, Financial Conduct Authority, далее – FCA) сообщает о вероятном прекращении расчета семейства индикаторов LIBOR после 2021 года.
- FCA объявляет о достигнутой договоренности с банками – контрибьютерами LIBOR об их добровольном участии в расчете этого индикатора до конца 2021 года.

2018 год

- ISDA проводит публичные консультации с широким кругом участников по резервным индикаторам для производных финансовых инструментов на процентные индикаторы IBOR, включая LIBOR, индикатор TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate) и индикатор BBSW (Bank Bill Swap Rate (Australia)) (ISDA (2018), Consultation on Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing GBP LIBOR, CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW, www.isda.org/2018/07/12/interbank-offered-rateIBOR-fallbacks-for-2006-isda-definitions).
- IOSCO также публикует заявление о необходимости выбора подходящих индикаторов, разработки планов по чрезвычайным ситуациям для сценариев прекращения расчетов используемых в финансовых контрактах индикаторов и так далее (IOSCO (2018), Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks, www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf).
- СФС публикует заявление по безрисковым срочным и овернайт-индикаторам (FSB (2018), Interest rate benchmark reform – overnight risk-free rates and term rates, www.fsb.org/wp-content/uploads/P120_718.pdf).
- В ноябре 2018 г. СФС опубликован обновленный отчет по реформе процентных финансовых индикаторов (Reforming major interest rate benchmarks: Progress report, 14 November 2018, www.fsb.org/wp-content/uploads/P141_118-1.pdf).

2019 год

- Европейские законодатели в феврале 2019 г. издают пресс-релиз (www.europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1418_en.htm) об обсуждаемой двухлетней отсрочке вступления Регламента, который распространяется также на неевропейские индикаторы (third country benchmarks).
- В апреле 2019 г. СФС опубликован документ, в котором рассмотрены варианты использования овернайт-индикаторов (Overnight Risk-Free Rates: A User's Guide, April 2019, www.fsb.org/wp-content/uploads/P040619-1.pdf).

3. РОССИЙСКИЙ РЫНОК ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

3.1. Структура основных российских индикаторов

Структура индикаторов российского рынка представлена в таблице 1.

Российские финансовые индикаторы представлены в основном индексами, формируемыми на организованных торговых площадках в секциях фондового и валютного рынков, а также в секциях срочного и денежного рынков. В отличие от мировых финансовых рынков российские товарные биржевые индексы и индикаторы пока не получили широкого использования в финансовых продуктах. На текущий момент основная сфера применения российских товарных индикаторов – ценообразование сделок реальной поставки товаров.

Биржевые индикаторы

Основные индикаторы фондового рынка России – **Индекс МосБиржи (ранее «Индекс ММВБ»)** и **Индекс РТС (RTSI, RTS Index)** – имеют единую базу расчета в рублях и долларах США соответственно. Это ценовые, взвешенные по рыночной капитализации (free-float) композитные индексы **ПАО Московская Биржа (далее – Московская Биржа)**, включающие наиболее ликвидные акции крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики.

На **срочном рынке** Московской Биржи торгуются расчетные фьючерсы, базовыми активами которых являются индекс МосБиржи и индекс РТС. Индекс МосБиржи используется в целях приостановления торгов акциями на Московской Бирже в случаях, предусмотренных законо-

СТРУКТУРА РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

Табл. 1

| Биржевые индикаторы (индексы) | | | |
|-------------------------------|---|------------------------------|--|
| Фондовый рынок | Индексы акций | Индексы облигаций | Индексы активов пенсионных накоплений |
| Валютный рынок | Фиксинги | Индикаторы по операциям своп | |
| Срочный рынок | Индекс волатильности | | |
| Денежный рынок | Репо с ЦК Rusfar | Междилерское репо | Кривая бескупонной доходности государственных ценных бумаг |
| Товарные индексы | | | |
| | Индексы нефтепродуктов Индексы нефти | Индексы газа природного | Индексы угля |
| Внебиржевые индикаторы | | | |
| Процентные | Индикаторы под администрированием СРО НФА MosPrime Rate ROISFIX RuRepo RUONIA NFEA Swap Rate | | |

дательством о рынке ценных бумаг. По информации Московской Биржи, Индекс МосБиржи – это индикатор для построения многих российских паевых инвестиционных фондов.

На **валютном рынке** ключевыми индикаторами являются рассчитываемые Московской Биржей рублевые фиксинги курса рубля к трем валютам: доллару США, евро и юаню. Расчет фиксингов проводится на основе биржевых сделок и котировок, то есть основан на данных по совершенным, а не индикативным транзакциям.

В 2016 г. Чикагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange – CME Group) начала использовать фиксинг рубля к доллару США (**MOEX USD/RUB FX Fixing**) для расчетов по фьючерсным контрактам на российский рубль вместо используемого ранее индикатора CME-EMTA Russian Ruble Reference Rate.

По данным сайта Московской Биржи, внешний аудит компании Ernst&Yong признал соответствие валютных фиксингов принципам IOSCO¹. Ассоциация трейдеров развивающихся рынков – EMTA (Emerging Markets Traders Association) – рекомендовала своим участникам использовать рублевый фиксинг Московской Биржи в качестве основного расчетного курса при исполнении внебиржевых сделок с валютными ПФИ на российский рубль.

Внебиржевые индикаторы

Основными внебиржевыми индикаторами российского рынка являются процентные индикаторы, администрируемые саморегулируемой организацией в сфере финансовых рынков «Национальная финансовая ассоциация» (далее – СРО НФА).

Одним из основных индикаторов российского финансового рынка является взвешенная ставка однодневных межбанковских рублевых кредитов (депозитов) RUONIA, отражающая оценку стоимости необеспеченного рублевого заимствования на условиях overnight стандартным заемщиком из числа российских банков с минимальным кредитным риском.

Расчет ставки RUONIA осуществляется Банком России по методике, разработанной СРО НФА, на основании информации о депозитных сделках банков-участников между собой.

В настоящее время индикатор активно используется Министерством финансов Российской Федерации при выпуске облигаций федерального займа (ОФЗ) по плавающей ставке, Федеральным казначейством при размещении депозитов по плавающей ставке, кредитными организациями при выплате процентов на остаток денежных средств на счетах, заключении сделок Overnight Index Swap (OIS). На Московской Бирже существуют фьючерсы на RUONIA.

ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА С КУПОНОМ, РАССЧИТЫВАЕМЫМ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ RUONIA*

Табл. 2

| Облигации | Международный код ISIN | Серия | Дата выпуска | Дата погашения | Количество в обращении, млрд руб. | Доля вложений нерезидентов, %** |
|-----------|------------------------|--------|--------------|----------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| ОФЗ | RU000A0JX0J2 | 24 019 | 30.11.2016 | 16.10.2019 | 208 | 0,1643 |
| ОФЗ | RU000A0JV7J9 | 29 011 | 18.02.2015 | 29.01.2020 | 250 | 0,4688 |
| ОФЗ | RU000A0JX0H6 | 29 012 | 30.11.2016 | 16.11.2022 | 212 | 0,1222 |
| ОФЗ | RU000A0JV4L2 | 29 006 | 31.12.2014 | 29.01.2025 | 390 | 0,0031 |
| ОФЗ | RU000A0JV4M0 | 29 007 | 31.12.2014 | 03.03.2027 | 190 | 0,00 |
| ОФЗ | RU000A0JV4P3 | 29 008 | 31.12.2014 | 03.10.2029 | 190 | 0,00 |
| ОФЗ | RU000A0JV4N8 | 29 009 | 31.12.2014 | 05.05.2032 | 190 | 0,00 |
| ОФЗ | RU000A0JV4Q1 | 29 010 | 31.12.2014 | 06.12.2034 | 190 | 0,00 |
| | | | | Всего | 1 820 | |

*Данные НКО АО НРД, Банка России исходя из остатков на счетах иностранных депозитариев в НКО АО НРД.

**Данные Bloomberg, сайта www.cbonds.ru.

¹ www.moex.com/n23174/?nt=106.

СРО НФА с 2011 г. рассчитывает линейку срочных индикаторов денежного рынка на основе рынка OIS на ставку RUONIA – **индикаторы ROISFIX со сроками 1, 2 недели; 1, 2, 3 и 6 месяцев и 1 год**. Отсутствие достаточного количества заключенных сделок или торгуемых котировок в отношении указанного индикатора должно компенсироваться в настоящее время механизмом проверочных сделок, при которых контрибьютеры в течение определенного периода времени после объявления котировки имеют обязательство заключить сделку по запросу другого контрибьютера. Также Банк России использует индикатор ROISFIX при заключении операций Swap с Народным банком Китая.

В связи с широким использованием индикаторов RUONIA и ROISFIX их значения являются ключевыми для построения основной безрисковой кривой российского межбанковского рынка.

Еще одним индикатором российского денежного рынка является индикатор по ставкам межбанковских рублевых кредитов **MosPrime Rate**. Созданный в 2005 г. индикатор MosPrime Rate стал использоваться в качестве референсной плавающей ставки при размещении ценных бумаг, при выдаче коммерческих и ипотечных кредитов, в контрактах ПФИ. С 2006 г. MosPrime Rate внесен в определения ISDA (ISDA Definitions), являющиеся составной частью типового Генерального соглашения ISDA (ISDA Master Agreement).

Российскому индикатору MosPrime Rate свойственны те же проблемы, что и остальным процентным индикаторам денежного рынка: расчет на основе индикативных котировок, низкая ликвидность соответствующего сегмента денежного рынка и так далее. Негативно на индикаторе MosPrime Rate сказались последствия кризиса 2008–2009 годов. Ужесточение внутренних процедур контроля по формированию финансовых индикаторов в иностранных банках привело к значительному снижению доли российских банков с иностранным участием в составе контрибьютеров MosPrime Rate и заменой их российскими участниками. Кроме того, снижение кредитного рейтинга ряда российских банков на фоне применения политических санкций ограничивает возможности расширения панели банков-контрибьютеров с условием сохранения сопоставимого уровня кредитоспособности.

В марте 2019 г. Московская Биржа анонсировала² запуск нового финансового индикатора **Rusfar** (Russian Secured Funding Average Rate). Расчет средней ставки обеспеченного фондирования Rusfar основан на данных биржевого рынка репо с центральным контрагентом (далее – ЦК) с клиринговыми сертификатами участия, в связи с чем данный индикатор является **индикатором обеспеченных сделок кредитования**. В данном сегменте репо наблюдаются устойчивые растущие объемы сделок, а также широкая база участников, не ограничиваемая панелью банков-контрибьютеров. В связи с наличием интереса со стороны участников рынка Московская Биржа планирует развивать сегмент рынка процентных ПФИ на ставку Rusfar.

Ставка российского рынка **RuRepo** также является индикативной. Этот индикатор рассчитывается на основе ставок предоставления банкам денежных средств в рублях по операциям репо на облигации федерального займа с датой погашения не более 5 лет. Методика формирования данного индикатора предусматривает критерии отбора банков-контрибьютеров с учетом в том числе их репутации, финансового положения, объема проводимых операций и их минимального количества. Для целей верификации объявляемых банками-контрибьютерами котировок методикой предусмотрено проведение проверочных сделок.

На текущий момент индикатор RuRepo не является широко используемым участниками финансового рынка индикатором.

Помимо индикаторов денежного рынка, в числе приоритетных направлений – развитие индикаторов рынка инструментов с фиксированной доходностью, валютного и товарного рынков (в том числе сельскохозяйственной продукции, драгоценных металлов и нефтепродуктов). Последние до сегодняшнего момента в России не получили должного развития.

² Дайджест пользовательских комитетов группы Московская Биржа, март 2019 г., www.moex.com.

Врезка 2. Кредиты

По нашим оценкам, процентные индикаторы участвуют в ценообразовании одной трети корпоративного кредитного портфеля российского банковского сектора (табл. 1). При этом они используются как в качестве базовой ставки по кредиту (в таком случае кредит выдается по плавающей ставке, например трехмесячной ставке MosPrime, увеличенной на определенный спред), так и в качестве индикатора, при изменении которого на определенную величину может происходить изменение ставки по кредиту. В этом случае речь идет о кредитах с переменной ставкой, то есть кредитах, выданных по фиксированной ставке, но содержащих определенные условия для возможности ее пересмотра (так называемые «встроенные опционы»).

В большинстве случаев триггерами изменения процентных ставок в кредитах с переменной ставкой выступают процентная политика Банка России, инфляция и финансовое положение заемщика. При существенном изменении внешних факторов банк в одностороннем порядке пересматривает процентную ставку по кредиту.

Плавающие ставки содержат прямую отсылку на процентный индикатор, от которого зависит стоимость обслуживания кредита. Портфель кредитов, выданных под плавающую ставку, преимущественно ориентируется на ключевую ставку Банка России. Эта практика нашла широкое распространение после финансового кризиса 2014–2015 гг., когда высокая ключевая ставка и большие объемы рефинансирования от Банка России оказывали значимое влияние на процентную маржу банков. После кризиса банки начали менять ценообразование по кредитам и переходить на плавающие ставки, перекладывая, таким образом, процентный риск на своих заемщиков.

СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ПО ЭТАЛОННЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ, ПО СОСТОЯНИЮ НА 1 ИЮЛЯ 2019 ГОДА

Табл. 1

| Тип задолженности | Объем, трлн руб. | Доля, % |
|--|------------------|---------|
| 1. Задолженность по фиксированной ставке | 25,139 | 69 |
| 2. Задолженность по переменной ставке | 3,086 | 8 |
| EURIBOR | 0,004 | 0 |
| LIBOR | 0,001 | 0 |
| MosPrime | 0,254 | 1 |
| Ключевая ставка Банка России | 0,589 | 2 |
| Прочее | 2,238 | 6 |
| 3. Задолженность по плавающей ставке | 8,230 | 23 |
| EURIBOR | 1,120 | 3 |
| LIBOR | 2,258 | 6 |
| MosPrime | 0,339 | 1 |
| Ключевая ставка Банка России | 4,370 | 12 |
| Прочее | 0,144 | 0 |
| Всего | 36,455 | 100 |

Источник: Банк России, данные надзорной отчетности банков.

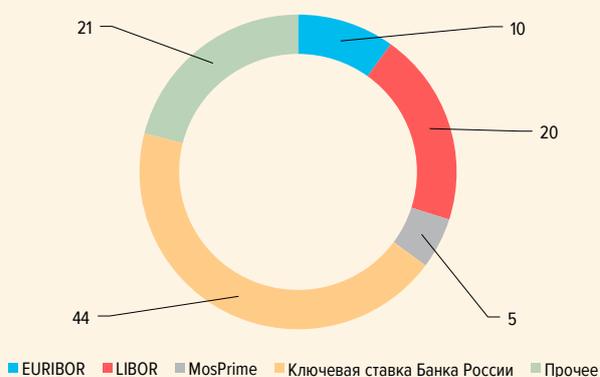
Индикатор MosPrime является другим популярным индикатором в портфеле кредитов под плавающую ставку. Кредиты, выданные по ставке MosPrime, увеличенной на спред, могут содержать оговорки об изменении других существенных условий, включая ту же ключевую ставку и финансовое положение заемщика (в этом случае, как правило, может меняться спред, прибавляемый к ставке MosPrime, или применяться условие о досрочном погашении кредита). В целом кредитный портфель, расходы на обслуживание которого зависят от динамики процентных ставок, достигает 11,3 трлн рублей. К его основным ценовым факторам относятся ключевая ставка Банка России (44% портфеля), LIBOR (20%) и EURIBOR (10%). На MosPrime приходится 0,593 трлн кредитов, что составляет около 5% портфеля (рис. 1).

С точки зрения динамики применения индикаторов ключевая ставка Банка России постепенно вытесняет остальные индикаторы. Удельный вес новых объемов кредитов, ориентированных на ключевую ставку, за последние три года вырос с 60 до 75% и постепенно приближается к 80%. Банки экспериментируют с дополнительными факторами ценообразования, в частности в качестве дополнительного триггера пересмотра спреда к ключевой ставке включают EURIBOR. Ранее таким популярным дополнительным триггером служила инфляция, когда она достигала двухзначных величин. Удельный вес новых объемов, привязанных к индикатору MosPrime, снизился с 20% до менее 10% (рис. 2). Некоторое время банки устанавливали в качестве дополнительного триггера к MosPrime изменение ключевой ставки, индикатора EURIBOR и другие факторы. Однако такие эксперименты завершились: с EURIBOR – в 2018 г., с RUONIA, ROISFIX и LIBOR – в 2017 году. Примечательно, что банки активно выдают **рублевые межбанковские кредиты** под LIBOR, а с 2018 г. – под EURIBOR.

СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА, ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ ПО КОТОРОМУ ПРИВЯЗАНО К ПРОЦЕНТНЫМ ФИНАНСОВЫМ ИНДИКАТОРАМ, НА 1 ИЮЛЯ 2019 Г.

Рис. 1

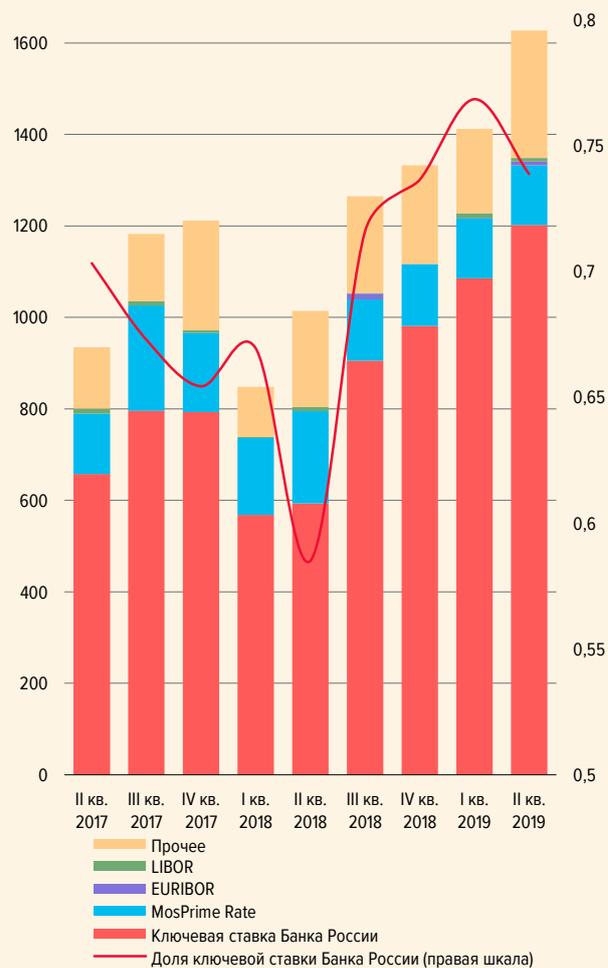
(%)



Источник: Банк России, данные надзорной отчетности банков.

ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ НОВЫХ РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ ПОД ПЛАВАЮЩУЮ СТАВКУ В РАЗРЕЗЕ ЭТАЛОННЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, 2017–2019 ГГ. (МЛРД РУБ.)

Рис. 2



Источник: Банк России, данные надзорной отчетности банков.

3.2. Подходы к регулированию российских финансовых индикаторов

В настоящий момент российским законодательством не предусмотрены требования к участникам процесса формирования финансовых индикаторов. Вместе с тем Банк России уделяет значительное внимание качеству формирования финансовых индикаторов. Так, в 2015 г. Банком России запущена процедура добровольной аккредитации финансовых индикаторов и деятельности организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов. Процедура аккредитации проводится в соответствии с письмом Банка России от 30.09.2015 № 06-51/8518 «Об оценке Банком России качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов».

Критерии и принципы оценки качества финансовых индикаторов и деятельности администраторов в значительной степени основываются на принципах IOSCO. При аккредитации оцениваются порядок раскрытия информации, обеспечение непрерывности расчета, организация внутреннего контроля, порядок выбора контрибьютеров и расчетного агента, процедуры, направленные на предотвращение манипулирования, организация деятельности экспертного совета, в том числе в части утверждения и имплементации методики расчета, взаимодействие по вопросам жалоб и предложений.

Что касается оценки процедуры по предотвращению манипулирования показателями индикаторов, то в отличие от введенных в других странах обязательных требований и механизмов контроля со стороны регулятора, в России (в силу добровольной основы) обязательность требований и контроля за манипулированием индикаторами отсутствует.

Принятие решений по вопросам оценки качества финансовых индикаторов и деятельности администраторов осуществляется Банком России на коллегиальной основе³.

К настоящему времени Банком России из числа поступивших на рассмотрение ходатайств по финансовым и товарным индикаторам аккредитованы три финансовых индикатора:

- 14.07.2016 – фиксинг USD/RUB MOEX (ПАО «Московская Биржа ММББ-РТС» – администратор);
- 02.03.2017 – MosPrime Rate (СРО НФА – администратор, Refinitiv – расчетный агент);
- 13.12.2018 – рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка RUONIA (СРО НФА – администратор, Банк России – расчетный агент).

3.3. Актуальные вопросы использования индикаторов в России

3.3.1. Использование ставок IBOR

В связи с предстоящим прекращением использования индикатора LIBOR участники российского финансового рынка неизбежно столкнутся с необходимостью определения вариантов его замены.

Так, по данным *Обзора рисков финансовых рынков*,⁴ на начало 2019 г. доля валютно-процентных свопов с плавающей процентной ставкой, привязанных к ставке LIBOR, по стоимостному объему заключенных контрактов остается высокой – на уровне 74%. При этом доля сделок валютно-процентных свопов, заключенных с датой погашения позже 2021 г., составляет

³ Банком России в 2015 г. в целях аккредитации создана рабочая группа в соответствии с приказом Банка России от 20.11.2015 № ОД-3272 (с изменениями) «О создании рабочей группы Банка России по вопросам оценки качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов».

⁴ Обзор рисков финансовых рынков № 2, февраль 2019 г. (см. сайт Банка России, раздел «Издания Банка России/Информационно-аналитические материалы/Финансовая стабильность»).

16% (5,5 млрд долл. США). По составу участников 44% от общего объема валютно-процентных свопов приходится на долю нерезидентов и банков с иностранным участием, остальное – на российских участников финансового рынка.

Номинальный объем заключенных сделок по процентным свопам, привязанным к ставке LIBOR, на начало 2019 г. составил 73 млрд долл. США, из которых 34 млрд долл. США с датой погашения после 2021 года. В структуре участников сделок, дата погашения которых наступает после 2021 г., доля нерезидентов составляет 45%, остальное приходится на российских участников финансового рынка.

Таким образом, ужесточение требований иностранных регуляторов к системе финансовых индикаторов и предстоящий отказ от ставки LIBOR неизбежно окажут влияние на участников российского финансового рынка.

Российские участники, являющиеся сторонами по сделкам с индикаторами семейства IBOR, столкнутся с необходимостью оценки последствий от возможной замены индикатора в уже заключенных сделках на выбранные рабочими группами резервные индикаторы.

По сделкам с ПФИ возможный предстоящий переход на резервные индикаторы может исказить ожидаемый хеджирующий эффект. При этом, если для сделок с ПФИ выбор и замена новых индикаторов технически решается через внесение изменений в стандартную документацию ISDA, то для кредитов, облигаций и других инструментов может потребоваться индивидуальный подход и перезаключение соглашений и контрактов, срок исполнения которых превышает срок окончательного прекращения расчета индикатора.

В настоящее время Экспертным советом СРО НФА по индикаторам и ставкам создается рабочая группа для решения вопросов, связанных с предстоящим прекращением расчета индикатора LIBOR и подобных ему индикаторов.

3.3.2. Использование российских финансовых индикаторов

В свете проводимых реформ перед участниками российского финансового рынка встают те же вопросы выбора и замены существующих российских процентных индикаторов, что и в случае с индикаторами LIBOR.

По статистике наиболее используемыми процентными индикаторами в финансовых операциях являются MosPrime Rate и RUONIA.

MosPrime Rate на текущий момент достаточно широко используется в сделках с ПФИ, а также в кредитных сделках, в том числе с иностранными контрагентами (см. врезку «Кредиты»).

КОЛИЧЕСТВО ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК ПФИ НА РОССИЙСКИЕ ПРОЦЕНТНЫЕ ИНДИКАТОРЫ*

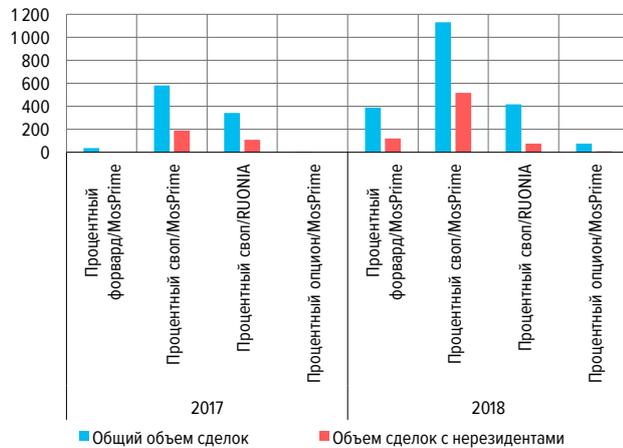
Табл. 3

| Год | Тип сделки/индекс | Общее количество сделок | Из них количество сделок с нерезидентами |
|------|-----------------------------|-------------------------|--|
| 2017 | Процентный форвард/MosPrime | 5 | 0 |
| | Процентный своп/MosPrime | 210 | 82 |
| | Процентный своп/RUONIA | 88 | 25 |
| | Процентный опцион/MosPrime | 6 | 0 |
| 2018 | Процентный форвард/MosPrime | 37 | 11 |
| | Процентный своп/MosPrime | 488 | 217 |
| | Процентный своп/RUONIA | 154 | 29 |
| | Процентный опцион/MosPrime | 114 | 3 |

*Данные НКО АО НРД, Банка России.

ОБЪЕМ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК ПФИ
НА РОССИЙСКИЕ ПРОЦЕНТНЫЕ ИНДИКАТОРЫ*
(МЛРД РУБ.)

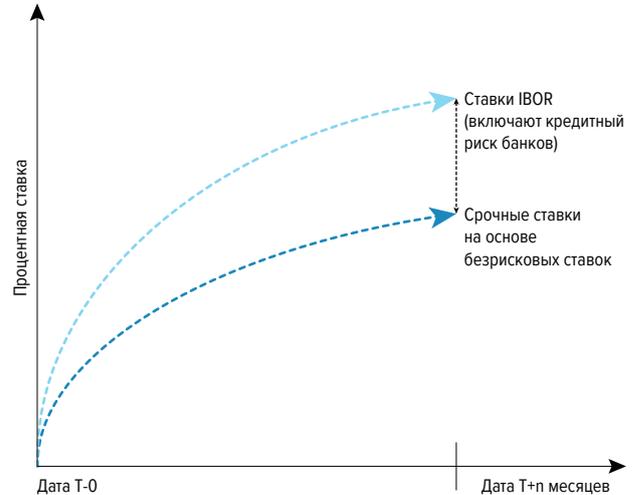
Рис. 1



*Данные НКО АО НРД, Банк России.

РАЗНИЦА МЕЖДУ СРОЧНЫМИ СТАВКАМИ,
ОСНОВАННЫМИ НА МЕТОДОЛОГИИ IBOR
И НА ОСНОВЕ БЕЗРИСКОВЫХ СТАВОК

Рис. 2



Вместе с тем, будучи основанной на индикативных котировках, а не реальных сделках, MosPrime Rate может не отвечать требованиям европейского Регламента.

В связи с этим перед рынком встает вопрос о доработке индикатора MosPrime Rate либо о его возможной замене (по аналогии с LIBOR и подобными индикаторами).

Индикатор RUONIA на сегодняшний день в большей мере отвечает новым требованиям, поскольку он является торгуемым индикатором, основанным на реальных сделках овернайт на рынке необеспеченного межбанковского кредитования. Панель индикатора включает в себя порядка 30 банков, наиболее активных в данном сегменте рынка. Участники рынка могут рассматривать этот индикатор как наиболее подходящий вариант в качестве основного российского безрискового индикатора.

Финансовый индикатор Rusfar, расчет которого основан на данных биржевого рынка репо с ЦК с клиринговыми сертификатами участия, является индикатором обеспеченных сделок кредитования и также может рассматриваться в качестве альтернативного, обеспеченного безрискового индикатора. Потенциал развития у этого индикатора достаточно высокий, вместе с тем он имеет относительно непродолжительную историю.

Кроме вопроса о выборе безрисковых индикаторов, основанных на ставках овернайт, перед российскими участниками рынка стоит вопрос о разработке срочных индикаторов.

Так называемые срочные безрисковые индикаторы (term risk-free rates) могут быть сформированы на основе безрискового овернайт-индикатора несколькими способами:

- регрессивный подход (backward-looking) предполагает расчет срочного индикатора на основе реализованных значений овернайт-индикатора за период;
- прогрессивный подход (forward-looking) предполагает расчет срочного индикатора на основе ожиданий в отношении значений безрискового овернайт-индикатора на будущий период (по сделкам и (или) котировкам рынка ПФИ (свопов OIS и фьючерсов) на безрисковый индикатор (среднее значение или с капитализацией).

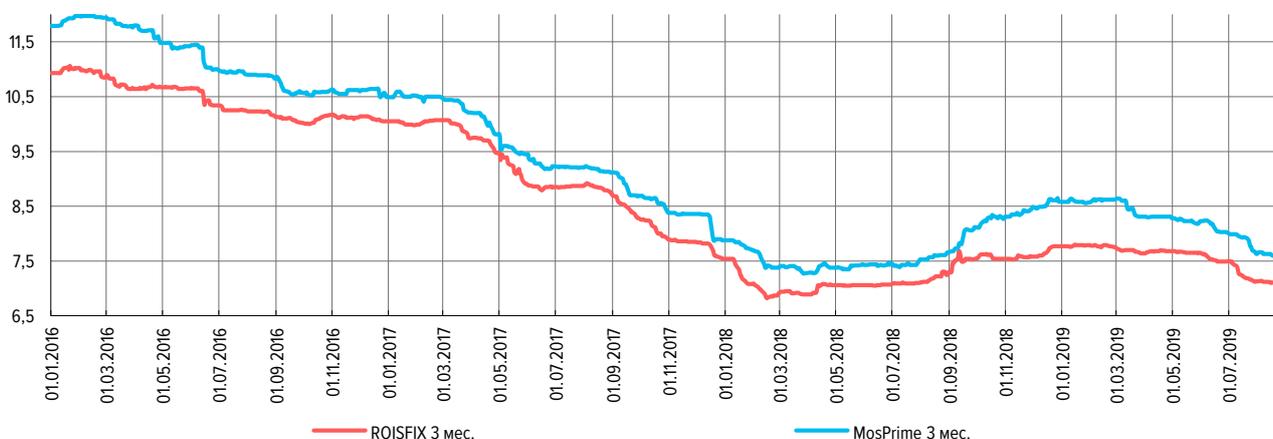
Расчет значений производится с фиксацией ставки в начале процентного периода (in advance) или в конце процентного периода (in arrears).

При этом между срочными индикаторами, основанными на методологии IBOR, и индикаторами, основанными на безрисковых ставках, существует разница, связанная с тем, что индикаторы IBOR включают кредитный риск банков-контрибьютеров (рис. 2).

На текущий момент расчет российских срочных индикаторов репо основан на информации о сделках и (или) заявках соответствующего сегмента денежного рынка требуемой срочности. Например, индикатор RUSFAR срочностью от 1 недели до 3 месяцев рассчитывает-

СТАВКИ MOSPRIME
И ROISFIX

Рис. 3

Источники: сайт www.roisfix.ru, Bloomberg, Банк России.

ся на основе биржевых сделок и заявок, а RuRepo – на основе индикативных котировок. Срочные индикаторы MosPrime Rate рассчитываются на основании заявленных котировок на соответствующий срок.

Индикаторы срочного рынка на основе однодневных ставок RUONIA (индикаторы ROISFIX) определяются по прогрессивному методу на основе котировок рынка ПФИ (свопов OIS). Однако индикаторы семейства ROISFIX на текущий момент не используются при ценообразовании кредитов, в связи с чем они не могут рассматриваться как репрезентативные индикаторы стоимости денег на соответствующий срок.

Вопросы влияния глобальной мировой реформы на российский финансовый рынок, дальнейшего использования участниками финансового рынка индикаторов денежного рынка, безрисковых овернайт-индикаторов, а также срочных индикаторов предметно обсуждаются на площадке СРО НФА в рамках заседаний Экспертного совета СРО НФА по индикаторам и ставкам с участием специалистов Банка России.

Тем не менее для решения поднимаемых в настоящем докладе проблем рынку потребуются активная консолидация усилий и выработка скоординированных действий.

Рыночным участникам предстоит определить наиболее подходящие безрисковые процентные индикаторы, срочные индикаторы, сроки перехода на новые индикаторы, а также выработать решения технических вопросов, связанных с документацией по сделкам и так далее.

В частности, рынку предстоит решить вопросы внесения изменений в стандартную российскую и иностранную документацию по ПФИ (например, при выборе альтернативного MosPrime

ПОРТФЕЛЬ ВЫДАННЫХ РОССИЙСКИМИ БАНКАМИ КРЕДИТОВ В ПРИВЯЗКЕ
К ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКЕ MOSPRIME RATE*

Табл. 4

| Отчетная дата | Задолженность перед российскими банками, млрд руб. | В том числе задолженность нерезидентов, в % от общего портфеля кредитов |
|---------------|--|---|
| 01.07.2018 | 299,73 | 22,46 |
| 01.10.2018 | 304,34 | 19,83 |
| 01.01.2019 | 258,67 | 22,76 |
| 01.04.2019 | 275,95 | 21,29 |
| 01.05.2019 | 310,43 | 29,48 |

*Данные Банка России.

Rate индикатора потребуются соответствующие изменения в документации ISDA), кредитные договоры и так далее.

Одним из возможных вариантов может быть активизация обсуждения указанных вопросов на базе Экспертного совета СРО НФА по индикаторам и ставкам с включением представителей Банка России и других заинтересованных лиц для определения плана работ (по аналогии с национальными рабочими группами по альтернативным индикаторам).

Вопросы для обсуждения:

1. *Считаете ли вы целесообразным формирование рабочей группы на базе Экспертного совета СРО НФА по индикаторам и ставкам?*
2. *Какие вопросы группа может решить?*
3. *Какую роль Банка России вы видите в этом процессе?*
4. *Какие еще финансовые индикаторы, на ваш взгляд, получили достаточное признание в России и могут использоваться в сделках с финансовыми инструментами и товарами?*
5. *Какие проблемы свойственны описываемым в докладе российским финансовым индикаторам?*
6. *Какие из существующих индикаторов являются, по вашему мнению, наиболее подходящими в качестве безрисковых индикаторов?*
7. *Какие из используемых в настоящее время финансовых индикаторов важны для признания в Европейском союзе и почему?*

4. ПРИЛОЖЕНИЯ

ИЗЪЯТИЯ ИЗ РЕЖИМА РЕГУЛИРОВАНИЯ (ПУНКТ 2 СТАТЬИ 2 BMR)

Табл. 5

| Лицо, предоставляющее данные для расчета индикаторов/предоставляющее индикаторы/контролирующее предоставление индикаторов/использующее индикаторы | Условия для исключения индикаторов из-под действия Регламента |
|---|---|
| Центральные банки | Нет |
| Государственные органы | Если они осуществляют контроль за предоставлением индикаторов или предоставляют данные для предоставления индикаторов для регуляторных целей, включая меры в области трудоустройства, экономической деятельности и инфляции |
| ЦК | Если они предоставляют референсные или расчетные цены, используемые ЦК в целях риск-менеджмента и расчетов |
| Пресса, медиа, журналисты | В случае публикации или обращения к индикаторам в рамках журналистской деятельности без осуществления контроля за предоставлением таких индикаторов |
| Любое физическое или юридическое лицо | Если оно предоставляет или обещает предоставить кредит в рамках своей торговой или профессиональной деятельности, при условии, что такое лицо публикует или раскрывает широкому кругу лиц свои собственные фиксированные или переменные ставки заимствования: <ul style="list-style-type: none"> установленные внутренними документами; применимые только к финансовым контрактам, сторонами по которым является такое лицо или компания из той же группы лиц и их клиенты |
| Лицо, осуществляющее контроль за предоставлением индекса (index provider) | В отношении индекса, предоставляемого таким лицом, если такое лицо не знало и не могло знать, что его индекс используется в качестве индикаторов |
| Инструменты, в которых используются индикаторы/цены | Условия для исключения индикаторов из-под действия Регламента |
| Простые референсные цены (single reference prices) | Если такие цены устанавливаются для инструментов, перечисленных в разделе «С» Приложения I Директивы Европейского парламента и Совета Европейского союза от 15 мая 2014 г. № 2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/ЕС» (MIFID I, MIFID II) |
| Товарные индикаторы | Если в отношении таких индикаторов выполняются все следующие условия: <ul style="list-style-type: none"> они рассчитываются на основе данных, полученных от поставщиков, большинство из которых не являются поднадзорными лицами; на индикаторе основаны финансовые инструменты, торгуемые только на одной торговой площадке/для которых заявка на допуск к торгам была направлена только на одну торговую площадку; совокупная номинальная стоимость финансовых инструментов, основанных на индикаторе, не превышает 100 млн евро |

ЭТАПЫ ВВЕДЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ

Табл. 6

| Тип бенчмарка | Временной период | |
|-------------------------|--|--|
| | До 31 декабря 2019 года | С 1 января 2020 года |
| Существующие индикаторы | (1) Разрешено использование существующих и новых индикаторов, предоставляемых в том числе незарегистрированными/неавторизованными в ЕС администраторами | (2) В действующих финансовых инструментах аналогично (1) |
| Новые индикаторы | | (3) В новых финансовых инструментах разрешено использование индикаторов, предоставляемых только зарегистрированными/авторизованными в ЕС администраторами |
| | | (4) Разрешено использование индикаторов, предоставляемых только зарегистрированными/авторизованными в ЕС администраторами |

СОПОСТАВЛЕНИЕ ОСНОВНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ И АЛЬТЕРНАТИВНЫХ БЕЗРИСКОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

Табл. 7

| Национальная валюта/название рабочей группы | Процентный финансовый индикатор | Альтернативный индикатор (разрабатываемый) | Тип альтернативного индикатора | Замечания | Ключевые этапы |
|---|---------------------------------|--|--------------------------------|---|--|
| Австралийский доллар | BBSW | RBA Cash rate | Необеспеченный | Множественность индикаторов возможна | — |
| Бразильский реал | DI rate | Selic | Обеспеченный | Множественность индикаторов возможна | — |
| Канадский доллар/ Canadian Alternative Reference Rate Working Group (CARR) | CDOR | Enhanced CORRA | Обеспеченный | Множественность индикаторов возможна. Срочный безрисковый финансовый индикатор будет разработан в 2019 году | Результаты проведенных CARR консультаций по Enhanced CORRA опубликованы в июле 2019 г., www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2019/07/results-carr-consultation.pdf |

| Национальная валюта/название рабочей группы | Процентный финансовый индикатор | Альтернативный индикатор (разрабатываемый) | Тип альтернативного индикатора | Замечания | Ключевые этапы |
|---|---------------------------------|--|--------------------------------|--|--|
| Швейцарский франк/ National working Group on CHF reference rates (NWG) | LIBOR | SARON | Обеспеченный | Необходима замена. Принято решение о переходе на SARON. Срочный безрисковый индикатор пока еще не разработан | FCA заявило, что прекратит обязывать банки рассчитывать LIBOR по окончании 2021 года |
| Евро/ Working group on euro risk-free rates | LIBOR | €STR или EURIBOR | Необеспеченный | LIBOR в евро не входит в повестку дня рабочей группы по безрисковым финансовым индикаторам из-за относительно ограниченного использования по сравнению с EURIBOR. Возможная альтернатива – ESTER или EURIBOR | – |
| Евро | EURIBOR | ESTER | Необеспеченный | Разрабатывается срочный безрисковый индикатор. Одновременно EURIBOR усовершенствуется в соответствии с требованиями BMR | Релиз новой методологии расчета EURIBOR ожидается в 2019 году |
| Евро | EONIA | ESTER | Необеспеченный | Разработан план перехода на альтернативный индикатор (Отчет рабочей группы ЕЦБ по безрисковому индикатору евро и переходу от EONIA к ESTER, декабрь 2018 г.) | Использование EONIA будет запрещено в новых контрактах к концу переходного периода (начиная с 2020 г.). Расчет и публикация EONIA начиная с 2022 г. будут прекращены |
| Фунт стерлингов/ Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates | LIBOR | SONIA | Необеспеченный | Требуется замена. Ведутся публичные консультации по альтернативному индикатору | FCA заявило, что не будет обязывать банки рассчитывать LIBOR после 2021 года |
| Гонконгский доллар | HIBOR | Требуется определения | – | Множественность индикаторов допускается | Ведутся консультации с рынком |

| Национальная валюта/название рабочей группы | Процентный финансовый индикатор | Альтернативный индикатор (разрабатываемый) | Тип альтернативного индикатора | Замечания | Ключевые этапы |
|--|---------------------------------|--|--------------------------------|--|--|
| Японская иена/ Study Group on Risk-Free Reference Rates | LIBOR | TONA или TIBOR | Необеспеченный | Требуется переход. Планируется обсуждение срочного безрискового индикатора | Планируется завершить публичные консультации к концу 2019 года. FCA заявило, что прекратит обязывать банки рассчитывать LIBOR по окончании 2021 года |
| Японская иена | TIBOR | TONA | Необеспеченный | Множественность индикаторов возможна | Планируется провести публичные консультации к концу 2019 года. Регулятор дорабатывает предложенную реформу и проведет второй этап консультаций по интеграции индикаторов TIBOR на различные валюты (Yen TIBOR, Euroyen TIBOR) |
| Японская иена/ Study Group on Risk-Free Reference Rates | Euroyen TIBOR | TONA | Необеспеченный | Множественность индикаторов возможна | Обновленная методология будет имплементирована после тестирования во второй половине 2019 года |
| Сингапурский доллар | SIBOR | Неприменимо | Неприменимо | Индикатор не используется при проведении сделок с ПФИ | |
| Сингапурский доллар | SOR | Требуется определения | Требуется определения | SOR – индикатор, основанный на реальных сделках | Предполагается разработка нового индикатора, привязанного к доллару США, вместо SOR с учетом замены USD LIBOR на SOFR |
| Доллар США/ The US Alternative Reference Rates Committee (ARRC) | LIBOR | SOFR | Обеспеченный | Требуется переход. Планируется разработать срочный безрисковый индикатор, потенциально основанный на фьючерсных контрактах OIS либо на иных реальных рыночных котировках | ARRC планирует переход в срок до 2021 года. FCA заявило, что прекратит обязывать банки рассчитывать LIBOR по окончании 2021 года. Изданы руководящие принципы по резервным индикаторам в контрактной документации для инструментов денежного рынка (cash products) |

| Национальная валюта/название рабочей группы | Процентный финансовый индикатор | Альтернативный индикатор (разрабатываемый) | Тип альтернативного индикатора | Замечания | Ключевые этапы |
|---|---------------------------------|--|---|--|--|
| Южноафриканский рэнд | Jibar | Требует определения. Усовершенствованный Jibar для существующих контрактов ПФИ. В отношении новых контрактов ПФИ – ZARibor и SASFR | Reformed Jibar необеспеченный, ZARibor необеспеченный, SASFR обеспеченный | Множественность индикаторов рекомендована. Потенциальная платформа для определения срочного безрискового индикатора – сделки с казначейскими векселями и сделки репо | Созданная рабочая группа в мае 2019 г. опубликовала отчет о результатах проведенных с участниками рынка консультаций по выбранным процентным индикаторам в ЮАР, www.resbank.co.za/Lists/News%20and%20Publications/Attachments/9269/Report%20on%20stakeholder%20feedback%20on%20the%20reform%20of%20interest%20rate%20benchmarks%20in%20South%20Africa.pdf |