

# Земля круглая — и земля плоская

## ВЫБОР ФОРМУЛЫ РАСЧЕТА МАРЖИ ДЛЯ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК ПРИ НЕГАРАНТИРОВАННЫХ РАСЧЕТАХ ЗАВИСИТ ОТ КАТЕГОРИИ БРОКЕРА, А НЕ КЛИЕНТА

В настоящее время регулирование маржинальных сделок распространяется фактически на один рынок. Но можно сделать его, во-первых, универсальным; а во-вторых, достаточно гибким. Кроме того, запуск проекта T+n также влечет за собой изменения маржинального регулирования. Как это можно сделать, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

Участники круглого стола: Вадим Федеев (Московская биржа), Анна Кузнецова (Московская биржа), Максим Позняк («Открытие»), Мария Соколова («Открытие»), Светлана Зайцева («Финам»), Джаннат Тухтаева («Регион»).

Модератор — Андрей Салащенко (НП РТС).

**Андрей Салащенко.** Давайте поговорим в целом о проблеме. Почему надо изменять регулирование маржинальной торговли, зачем это нужно регулятору, зачем это нужно рынку.

Регулирование маржинальной торговли в настоящее время распространяется фактически на один

рынок. Сегодня мы имеем шанс сделать регулирование маржинальных сделок универсальным, которое перестанет быть применимым только к одному рынку.

Кроме того, очень хотелось бы получить от регулирования определенную долю гибкости в определенных (в том же приказе ФСФР) рамках.

Наконец, нельзя забывать о проекте T+n.

**Анна Кузнецова.** Сейчас, когда речь идет о том, что бы весь рынок перешел на T+n, регулятору вряд ли понравится, что этот рынок, который станет основным, окажется без регулирования.

---

**Мария Соколова.** Когда мы начинали разрабатывать предложения по изменению регулирования, то исходили, действительно, не только из того, чтобы распространить существующее регулирование на T+n, а сделать его более гибким.

Основное предложение заключалось в том, чтобы уйти от жесткой фиксированной скидки 25% и постараться отталкиваться от волатильности каждой отдельно взятой ценной бумаги. Для этого нужно переработать формулу расчета показателей, которую мы разработали для контроля рисков.

Там возникает много вопросов: каким образом производить расчеты волатильности, как усовершенствовать формулу, чтобы она наилучшим образом отражала то, что необходимо регулятору. Соответственно, возникли и другие вопросы, один из которых, например, каким образом оценить ликвидность ценных бумаг.

**Андрей Салащенко.** Ну, хорошо, давайте все-таки для себя ответим на вопрос — к каким рынкам мы, собственно, хотим это применять. Что делать с внебиржевым рынком: трогаем ли его, и если да, то какие условия для него ставим?

**Джаннат Тухтаева.** Совершение маржинальных/необеспеченных сделок на внебиржевом рынке должно быть в любом случае. Нужно разграничить регулирование гарантированных расчетов, по которым сразу можно рассчитывать уровень маржи, и негарантированных, которые можно вообще не учитывать. Учитывать их с какими-то разными коэффициентами — не совсем корректно.









Гарантированные расчеты это — как минимум, те, которые брокер проводит внутри себя или через центрального контрагента.

**Андрей Салащенко.** Срочный рынок нужно предлагать учитывать?

**Джаннат Тухтаева.** По-хорошему — да.

**Андрей Салащенко.** И заодно поменять правила внутреннего учета.

**Вадим Федеев.** Не учитывать внебиржевой рынок вообще не есть правильно, потому что на поверхности лежит такая ситуация: у клиента позиция с максимальным плечом, закрытая на внебиржевом рынке, то есть «негарантированной» сделкой. Если внебиржевой рынок не учитывается, то это ситуация, в которой риск для клиента делается практически нулевым, но формально остается.

**Андрей Салащенко.** Насколько мы сможем адекватно предложить регулятору вписать в документ процедуру учета негарантированных расчетов?

**Максим Позняк.** Формула, которая учитывает все, в том числе негарантированные сделки, выглядит очень сложно. Обычному человеку, который захочет по ней что-то посчитать, скорее всего, это не удастся. Но я не считаю появление такой формулы категорически неприемлемым. Внешний вид для программиста не ужасен, это все алгоритмически реализуемо и даже не так трудоемко с точки зрения вычислительного процесса.

Однако есть вероятность, что сложный внешний вид формулы и невозможность оценить по ней «на глазок» будет препятствием для заключения таких сделок. Их будут считанные единицы, и такого рода операции — негарантированные сделки — брокер будет осуществлять для одного какого-то крупного клиента. Это может превратиться в отдельный бизнес, и не ритейловый.

Но, наверно, никому и не надо применять негарантированные расчеты в массовом порядке?

**Андрей Салашенко.** Ты сейчас говоришь о негарантированных расчетах как о немассовых сделках. Мы же понимаем под негарантированными расчетами фактически любую сделку T+n, которая является внебиржевой и не задействует центрального контрагента, и брокер не может гарантировать ее исполнение.

**Максим Позняк.** Если сам брокер или центральный контрагент не гарантирует риск, то это означает, что брокер не хочет и не может нести этот риск и перекладывает его на клиента.

**Андрей Салашенко.** То есть твоя идея заключается в том, что ты предлагаешь некоторые расчеты признать гарантированными, если брокер гарантирует исполнение со своей стороны — не важно, как мы это просчитаем.

**Максим Позняк.** Да, потому что брокер может сам гарантировать сделку, так как ему виднее качество контрагента.

**Андрей Салашенко.** Но если говорить об общих принципах, то как должна выглядеть модель? Какие ты предлагаешь учесть негарантированные расчеты?

**Максим Позняк.** Мы учитываем худший вариант, то есть если ты не получишь того, чего ждешь по сделке, то твои обязательства по другим сделкам могут переоцениться в сторону увеличения. И наоборот, если тебе не удалось поставиться по сделке, то твой актив может переоцениться в сторону уменьшения. В формуле риск роста и риск падения оценивается на альтернативной основе, то есть они не суммируются по каждому инструменту.

По поводу срочного рынка я бы еще хотел отметить, что технологически его ввести в формулу архисложно.

«Линейные» инструменты положить в один котел труда не составляет — фьючерсы, форварды. А вот гораздо сложнее «притащить» опционы, чтобы это была не вероятностная оценка, а более, скажем так, арифметическая. Я, например, сейчас даже не готов сказать, как это сделать.

**Андрей Салашенко.** Была попытка в каком-то виде начать оценивать риски по опционам, когда писали приказ для управляющих. Работу-то начать можно, другой вопрос — в состоянии ли мы предложить адекватное решение за небольшой по времени срок?

**Вадим Федеев.** У меня по поводу срочного рынка такое мнение: внебиржевой рынок и срочный — это не одно и то же. Сделка на срочном рынке, риски по которой покрыты отдельным обеспечением, риск всего портфеля не увеличивает, потому что она закрыта другими активами. А сделки на внебиржевом рынке влияют на реальные риски портфеля.

Давайте определимся, будем ли мы делать универсальную формулу, которая позволяет просчитывать все, в том числе и «сложные» сделки, как бы исходя из того, что «Земля круглая»? Или из предположения, что есть какая-то возможность применить более грубое, но более простое регулирование? Которое, конечно, будет более жестким. Для 95% клиентов, у которых не будет «сложных» сделок, модель «плоской Земли» выглядит совершенно пригодной и более понятной.

**Максим Позняк.** То есть она превращается в «плоскую» для простых клиентов.

**Андрей Салашенко.** Нет проблем «схлопывать» периодически формулу в «плоскую модель» для 95% процентов клиентов. Мы как раз хотим сделать так, чтобы не загнать себя в слишком жесткие рамки.

**Джаннат Тухтаева.** Если мы будем так рассчитывать, то себя же и загоним в более жестокие рамки.

**Вадим Федеев.** Такое более жесткое регулирование есть у банков. Есть риск контрагента, который рассчитывается. И он никак не коррелирует с риском падения, рассматривается независимо. Это тот случай, который Максим учел в своей формуле, чтобы риск рассматривался совокупно и на альтернативной основе. В банковском регулировании риск не рассматривается на альтернативной основе. В Базельских нормативах при простом подходе тоже не рассматривается, единственное — там все живет в парадигме, так что все дисконты для бумаг находятся в разумных пределах, никогда не выходящих за 100%.

А если мы будем подходить с общей точки зрения, математически, то есть принимать любой случай как возможный, когда дисконт по бумаге может быть и 200, и 300%, то тогда предлагаемая Максимом модель для «шорта» является более справедливой. Соответственно, эта справедливая модель является более сложной.

Соответственно, почему бы не дать брокеру выбор: возможность либо рассчитывать просто, но более жестко, либо, для продвинутых брокеров, которые готовы это все рассчитывать в режиме онлайн и имеют такие возможности, — применять усложненную модель расчетов, которая даст клиенту дополнительную выгоду. Мне кажется, стоит подумать в этом направлении.

**Джаннат Тухтаева.** Это зависит от категории и качества клиента.

**Анна Кузнецова.** Это может зависеть и от категории брокера.

**Вадим Федеев.** И от того, готов ли брокер реализовывать у себя какие-то более сложные алгоритмы. Потому что будет компромисс между скоростью и «справедливостью», кому что важнее.