

Козлова Светлана Юрьевна

Kozlova Svetlana Yurievna

аспирантка кафедры
«Банки, денежное обращение и кредит»
Московского государственного института
международных отношений (университета)
Министерства иностранных дел России

PhD student, Banks,
Money and Credit Department,
Moscow State Institute of International Relations
(University) of the Ministry of Foreign Affairs of
the Russian Federation

ВОПРОСЫ ПУБЛИЧНОГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ О СТРУКТУРИРОВАННЫХ ДОЛГОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТАХ

REVISITING THE STRUCTURED DEBT FINANCIAL INSTRUMENTS DISCLOSURE

Аннотация:

Повышающаяся сложность конструирования структурированных финансовых инструментов опосредует необходимость большей прозрачности при их ценообразовании. Европейская комиссия утвердила регламент «О документации по ключевой информации о пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктах» (PRIIPs), который вступил в силу с 1 января 2018 г. и требует раскрытия ключевого инвестиционного документа (KID) для любого структурированного финансового инструмента. Раскрываемая в данном документе информация должна облегчить понимание инвестором состава затрат на конструирование сложных финансовых инструментов, размера потенциальных прибылей и убытков и предоставить возможность сравнения различных инструментов. Однако некоторые показатели, подлежащие раскрытию, иногда, наоборот, могут ввести инвестора в заблуждение. В статье обсуждаются альтернативные показатели для раскрытия и возможности введения аналогичного регламента в России.

Ключевые слова:

раскрытие информации, ключевой инвестиционный документ, структурированные долговые инструменты, оценка риска, состав затрат.

Summary:

The increasing complexity of structured financial instruments requires more transparency in terms of price determination. The European Commission announced a final draft of PRIIPs requirements which entered into force on January 01, 2018. It requires KID disclosure for any structured financial instrument. The information stated in KID is supposed to help investors understand the composition of costs, gains and losses and have an option of comparing products similar in nature. However, some figures disclosed in accordance with PRIIPs Regulation could sometimes mislead investors. The possible implementation of disclosure regulation in Russia and alternative measures are discussed.

Keywords:

disclosure, KID, structured debt instruments, risk assessment, composition of costs.

С учетом вызовов мировой экономики, а также в условиях снижающихся процентных ставок (снижение ключевой ставки ЦБ РФ в 2017 г. на 22,5 %) [1] и понижения привлекательности традиционных банковских продуктов банки ищут альтернативные инструменты с целью обеспечения стабильной ресурсной базы.

Последствия глобализации финансовых рынков и интернационализации банковской деятельности отразились на банковском секторе и проявились в интегрировании банковских институтов в глобальную банковскую систему и распространении в ней инновационных финансовых инструментов ввиду ограниченности финансовых ресурсов и усиления конкурентной борьбы между банками за источники заемных средств.

Использование банком финансовых инноваций способствует реализации интересов банка в расширении спектра предлагаемых продуктов и укреплении положения на рынке. С учетом повышения сложности финансовых инструментов, прежде всего производных финансовых инструментов, вопрос анализа конструирования инструмента становится весьма актуальным. До мирового финансово-банковского кризиса 2007–2013 гг. скорость внедрения новых финансовых инструментов отождествлялась с процессом увеличения глубины финансового рынка и, как следствие, с экономическим ростом [2]. Другими словами, рост объемов инновационных инструментов сопоставлялся с экономическим ростом. Однако мировой финансово-банковский кризис 2007–2013 гг. как следствие глобализации финансовых рынков выявил дихотомичный характер финансовых инструментов, а именно рост диспропорций на финансовом рынке и неоправданность этих предположений: наряду с оценкой финансовых инструментов по справедливой стоимости происходил рост числа активов, в которых некорректно оценивались риски, что привело к увеличению числа «финансовых пузырей» в экономике.

Некоторые экономисты рассматривают «финансовые инновации» как причину кризиса, так как финансовые инструменты с неправильной и непрозрачной оценкой риска позволяют банкам занижать уровень ответственности по обязательствам в отношении своих кредиторов [3, с. 98] и проявляется возможность для «постконтрактного оппортунизма». Следовательно, высокая концентрация рисков под воздействием глобализации может привести к шокам на взаимосвязанных национальных финансовых рынках.

С точки зрения оптимизации пассивов банка среди всего многообразия структурированных финансовых инструментов наиболее интересным представляется рассмотрение структурированных долговых финансовых инструментов (далее – СДФИ).

На российском рынке отсутствуют специализированные регламенты и требования по раскрытию информации в части ценообразования и оценки рисков структурированных долговых финансовых инструментов. По этой причине важно усовершенствовать правовую основу для функционирования данных инструментов на российском рынке. Ограничение использования подобных инструментов вряд ли приведет к уменьшению риска данного рынка, так как эмитенты будут использовать иностранные юрисдикции для выпуска СДФИ. Оптимальным решением в данной ситуации может стать разработка комплекса мер, направленных на улучшение среды для принятия решений инвесторами.

С целью повышения прозрачности рынка и восстановления доверия со стороны инвесторов для Европейского союза и Великобритании регуляторами был разработан регламент «О документации по ключевой информации о пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктах» (PRIIPs), предусматривающий формирование на его основе ключевого инвестиционного документа (KID, КИД). Эти правила направлены на увеличение понимания инвестиционных финансовых инструментов и обеспечение принятия инвестором рациональных решений. Как основную предпосылку ужесточения требований регуляторов многие авторы рассматривают непрозрачность рынка с точки зрения взимаемых банками-эмитентами комиссий [4].

Сроки введения регламента PRIIPs были сдвинуты Европейской комиссией на год, в результате он вступил в силу 1 января 2018 г. [5]. Одним из ключевых противоречий и причин переноса сроков стало отсутствие унифицированных моделей и методов проведения оценки риска изменения цены базового актива.

Основная цель регламента PRIIPs – предоставление исчерпывающей, ясной информации с возможностью сопоставить ее с аналогичными данными по другим инвестиционным финансовым инструментам.

PRIIPs охватывает целый ряд «пакетных» финансовых инструментов для розничных инвесторов, стоимость которых зависит от поведения базовых активов, среди которых представлены структурированные финансовые инструменты.

КИД – стандартизированный информационный документ, составленный не более чем на трех листах А4 в вопросо-ответной форме для облегчения понимания инвестором представляемой информации, включающий данные о ключевых особенностях рассматриваемого инструмента. Стандартизация формы КИД направлена на стимулирование предложения инвесторам финансовых инструментов в соответствии с их реальной инвестиционной стратегией.

Основные положения КИД [6]:

– «что представляет собой продукт?» – общая характеристика инструмента, включающая техническую информацию, предполагаемую цель инвестирования, портрет потенциального инвестора, а также информацию об эмитенте;

– «каковы риски и что инвестор получает в качестве компенсации за принятие этих рисков?» – совокупный показатель риска инструмента, отражающий его рыночный и кредитный риски в количественном выражении, а также размер максимального убытка, риск возникновения дополнительных финансовых обязательств, величину защиты капитала, модельные сценарии поведения, включающие стресс-сценарий;

– «что делать инвестору в случае неисполнения обязательств эмитента?» – информация о последствиях нарушения обязательств эмитентом по выплате купонов и дополнительного дохода;

– «каковы затраты, сопутствующие приобретению и владению активом?» – структура затрат, включающая совокупный размер расходов на конструирование и реализацию инструмента [7]:

а) единовременные затраты (входные издержки при первоначальном приобретении финансового инструмента и издержки по выходу из инструмента),

б) периодические затраты (транзакционные издержки для поддержания инвестиционного портфеля в соответствии с профилем выплаты по приобретаемому инвестором инструменту и другие периодические затраты),

в) дополнительные затраты (вознаграждение эмитента);

- «возможен ли досрочный выход из инструмента?» – информация о полученном результате в случае досрочного закрытия позиции по рассматриваемому инструменту;
- «каким образом можно подать жалобу?».

С точки зрения экспертов Ассоциации европейских фондов и управляющих компаний (EFAMA), некоторая информация, представляемая в рамках регламента PRIIPs, может ввести инвестора в заблуждение [8]. Утвержденная методология расчета транзакционных издержек имеет определенные недостатки, что в результате приводит к получению недостоверных оценок. Включение в состав транзакционных затрат ценовой переоценки портфеля активов, обеспечивающих заданный поток выплат по приобретаемому инструменту, является неоднозначным и может ввести инвестора в заблуждение. Данная ценовая переоценка возникает в результате временного лага между моментом оплаты инвестиционного финансового инструмента инвестором и моментом приобретения эмитентом портфеля активов для обеспечения потока выплат. В случае если инвестор приобрел СДФИ по номиналу за 1 000 р., а эмитент приобрел портфель активов, обеспечивающий поток выплат по инструменту, за 1 150 р. с учетом брокерской комиссии (50 р.), это не означает, что инвестор понес дополнительные расходы (100 р.), его издержки, связанные с приобретением активов, должны представлять размер совокупной брокерской комиссии (50 р.).

В связи с этим было бы нагляднее выделить данную ценовую переоценку в составе затрат на хеджирование неблагоприятного поведения портфеля активов для обеспечения потока выплат по приобретаемому инвестором инструменту.

Одним из недостатков текущей редакции регламента PRIIPs можно считать исключение из перечня предоставляемой информации исторических результатов, полученных по аналогичным инструментам. Несмотря на то что поведение базового актива в прошлом не может гарантировать получение дохода по инвестиционному инструменту, зависящего от его динамики в будущем, это позволит инвестору определить, имеет ли эмитент опыт конструирования подобных инструментов, и проанализировать потенциальные риски. В результате для инвестора было бы более наглядным совместное представление ретроспективных и модельных результатов.

Представленная в регламенте PRIIPs классификация издержек представляется инвестору в относительных величинах в расчете для выхода из инструмента через год, в конце срока, равного половине рекомендуемого эмитентом срока владения активом, и в конце рекомендуемого эмитентом срока. Предложенное деление периода владения активом представляется исчерпывающим для кратко- и среднесрочных инструментов (до 5 лет). Однако в случае превышения данного срока в целях раскрытия информации о размере затрат по приобретаемому инструменту требуется дополнительное деление периодов владения с интервалом 2–3 года. Это обусловлено тем, что в соответствии с требованиями регламента PRIIPs входная комиссия в размере 6 % для инструмента с рекомендуемым сроком погашения до 10 лет для трех периодов будет показана как 6; 1,2; 0,6 % (для 1 года владения, для случая закрытия позиции в конце срока, равного половине рекомендуемого срока владения, для срока, равного рекомендованному соответственно), а существенная разница комиссии между периодом 1 и 2 может ввести в заблуждение инвестора. По этой причине формат представления информации о совокупной структуре затрат структурированных долговых финансовых инструментов (% от номинала) может быть представлен следующим образом (табл. 1).

Таблица 1 – Формат представления информации о совокупной структуре затрат структурированных долговых финансовых инструментов [9]

Категория	Расшифровка
Единовременные затраты	Комиссия при приобретении инструмента
	Комиссия за выход из инструмента
Периодические затраты	Операционные расходы
	Затраты на хеджирование
Вознаграждение	За конструирование инструмента
	За реализацию личной инвестиционной стратегии
	За успех

Регламент PRIIPs охватывает значительное число инструментов среди разных классов активов и в связи с этим оставляет возможность различной интерпретации отдельных положений, в частности в отношении оценки риска и стоимости инвестиционного финансового инструмента во времени. К примеру, в методологии PRIIPs представлено подробное описание того, каким образом следует производить расчет модельных сценариев для рекомендуемого эмитентом срока владения активом, но отсутствует информация о случае, когда инвестор хотел бы продать инструмент раньше данного срока, а также о случае выпуска инструмента с колл-опционом, когда

эмитент имеет право досрочного погашения. Настоящая методология в отдельных случаях может исказить представление инвестора о величине его издержек.

При конструировании СДФИ в качестве базового актива могут быть использованы различные инструменты, в связи с чем оценка совокупного риска по используемой в рамках PRIIPs методологии может быть затруднительной, а полученные результаты в отдельных случаях несопоставимыми. С целью унификации можно использовать комплексную оценку уровня риска, рассчитанную при помощи совместной оценки мер потенциальных убытков (Value at Risk – стоимость под риском, Expected Shortfall – средние ожидаемые потери, Maximum Drawdown – величина максимальной «просадки») и индивидуального восприятия риска инвестором.

Выбор нескольких величин оценки риска потенциальных убытков обусловлен тем, что позволяет получить комплексную оценку рисков инструмента, имеющего асимметричное распределение убытков, где VaR – размер убытков, который не будет превышен с заданной вероятностью α , а ES – математическое ожидание величины ожидаемых потерь свыше размера VaR [10]. Чтобы получить полное представление о возможных убытках в случае досрочного выхода из инструмента, использовался показатель максимальной просадки MDD [11].

Совместные оценки мер риска представляют собой множества значений VaR (Value at Risk), ES (Expected Shortfall), MDD (Maximum Drawdown) – $SDFI_{VaR}$, $SDFI_{ES}$, $SDFI_{MDD}$. Так как индивидуальная оценка инвестором вышеназванных показателей риска (I_{VaR} , I_{ES} , I_{MDD}) может принадлежать вышеназванным множествам и находиться вне общества, имеют место различные варианты, которые могут быть объединены следующим образом:

Уровень 1: $I_{(VaR)} \in SDFI_{VaR}$, $I_{(MDD)} \in SDFI_{MDD}$, $I_{(ES)} \in SDFI_{ES}$.

Уровень 2: $I_{MDD} \notin SDFI_{MDD}$, $I_{VaR} \in SDFI_{VaR}$, $I_{ES} \in SDFI_{ES}$;
 $I_{ES} \notin SDFI_{ES}$, $I_{VaR} \in SDFI_{VaR}$, $I_{MDD} \in SDFI_{MDD}$;
 $I_{VaR} \notin SDFI_{VaR}$, $I_{ES} \in SDFI_{ES}$, $I_{MDD} \in SDFI_{MDD}$.

Уровень 3: $I_{MDD} \notin SDFI_{MDD}$, $I_{VaR} \notin SDFI_{VaR}$, $I_{ES} \in SDFI_{ES}$;
 $I_{MDD} \notin SDFI_{MDD}$, $I_{ES} \notin SDFI_{ES}$, $I_{VaR} \in SDFI_{VaR}$;
 $I_{VaR} \notin SDFI_{VaR}$, $I_{ES} \notin SDFI_{ES}$, $I_{MDD} \in SDFI_{MDD}$.

Уровень 4: индивидуальная оценка инвестором показателей риска (I_{VaR} , I_{ES} , I_{MDD}) не принадлежит множествам $SDFI_{ES}$, $SDFI_{VaR}$, $SDFI_{MDD}$.

С точки зрения интерпретации данных уровней риска СДФИ можно классифицировать их как допустимый, сверхнормативный, критический, недопустимый соответственно со следующими характеристиками (рис. 1).

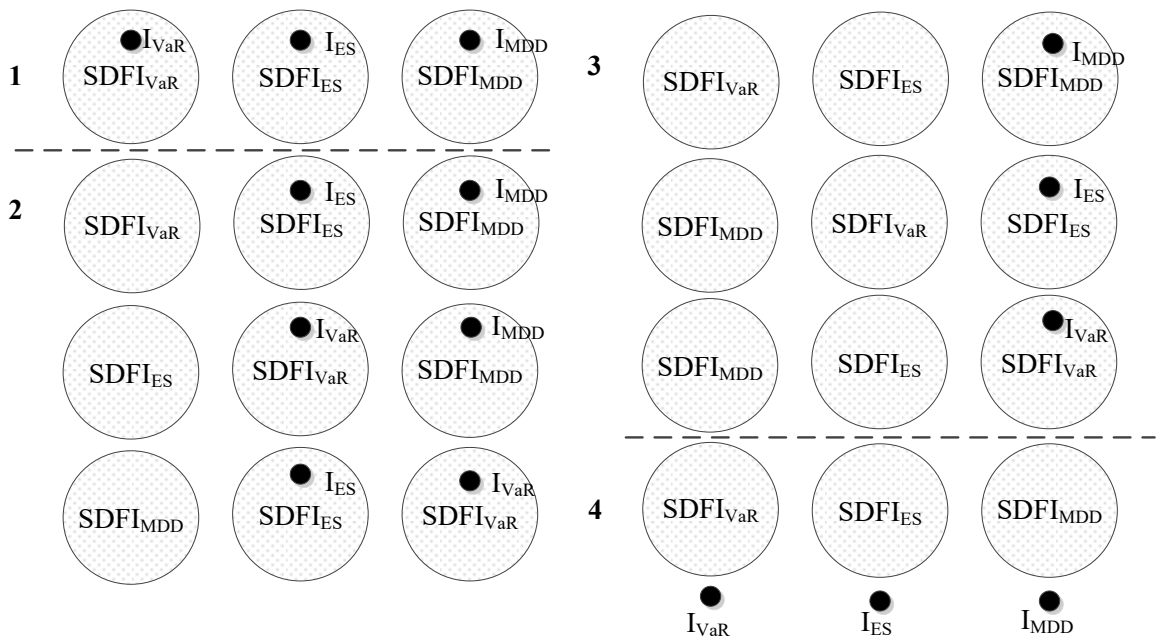


Рисунок 1 – Уровни риска структурированных долговых финансовых инструментов

Уровень 1 – все рассматриваемые величины потенциальных убытков соответствуют индивидуальной оценке риска инвестора.

Уровень 2 – соответствие индивидуальной оценки инвестора двум мерам потенциальных убытков.

Уровень 3 – соответствие индивидуальной оценки инвестора только одной из мер потенциальных убытков.

Уровень 4 – несоответствие индивидуальной оценки инвестора ни одной из мер потенциальных убытков.

Таким образом, уточнение и дополнение данных, необходимых к раскрытию в рамках регламента PRIIPs, позволит решить проблему завышения комиссии эмитентами, увеличить транспарентность рынка структурированных долговых финансовых инструментов и привлечь новых инвесторов. Кроме того, вышеназванные дополнения могут быть использованы в качестве основы для составления регламента для раскрытия информации о структурированных финансовых инструментах в России.

Ссылки и примечания:

1. Банк России принял решение снизить ключевую ставку на 50 б. п., до 7,75 % годовых [Электронный ресурс] // Официальный сайт ЦБ РФ. URL: <https://www.cbr.ru/press/keypri/> (дата обращения: 09.02.2018).
2. Андреева А.В. Финансовая глобализация и кризис инновационных финансовых инструментов [Электронный ресурс] // Финансы, денежное обращение и кредит. 2011. № 5 (78). С. 293–296. URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/2012/05/28/1271377893/64.pdf> (дата обращения: 09.02.2018).
3. Блохина Т.К. Рынок деривативов: мировые тренды и перспективы развития // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2015. № 1. С. 94–101.
4. Issuer Margins for Structured Products in Germany [Электронный ресурс] / B. Döhrer, L. Johanning, N. Steiner, A. Völkle. 2013. November. P. 5–7. URL: https://www.gyc.com.sg/files/p_dohrer-issuer.pdf (дата обращения: 09.02.2018) ; Henderson B.J., Pearson N.D. The Dark Side of Financial Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 100, no. 2. P. 227–247. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.12.006> ; Rieger M.O., Hens T. Why Do Investors Buy Structured Products? : EFA 2009 Bergen Meetings Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1342360>.
5. Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 [Электронный ресурс]. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017R0653> (дата обращения: 09.02.2018).
6. Ibid. Annex 1.
7. Ibid. Annex 7.
8. EFAMA Alerts that the New PRIIPs Rules will Confuse and Mislead Investors [Электронный ресурс]. URL: <https://www.efama.org/Publications/Public/PRIIPs/EFAMA%20Statement%20on%20PRIIPs%20-%20December%202017.pdf> (дата обращения: 09.02.2018).
9. Таблица 1 и рисунок 1 составлены автором.
10. Pflug G.Ch. Some Remarks on the Value-at-risk and the Conditional Value-at-risk // Probabilistic Constrained Optimization / ed. by S. Uryasev. Boston (Mass.), 2000. P. 272–281. https://doi.org/10.1007/978-1-4757-3150-7_15.
11. Chekhlov A., Uryasev S., Zabaranin M. Portfolio Optimization with Drawdown Constraints [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ise.ufl.edu/uryasev/files/2011/11/drawdown.pdf> (дата обращения: 09.02.2018) ; Choi J. Maximum Drawdown, Recovery and Momentum. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2418515>.

References:

- Andreeva, AV 2011, 'Financial globalization and the crisis of innovative financial instruments', *Finansy, denezhnoye obrashcheniye i kredit*, no. 5 (78), pp. 293-296, viewed 09 February 2018, <<http://ecsocman.hse.ru/data/2012/05/28/1271377893/64.pdf>>, (in Russian).
- Blokhina, TK 2015, 'Derivatives market: world trends and prospects of development', *Vestnik Rossiyskogo universiteta druzhby narodov. Seriya: Ekonomika*, No. 1, pp. 94-101, (in Russian).
- Chekhlov, A, Uryasev, S & Zabaranin, M 2018, *Portfolio Optimization with Drawdown Constraints*, viewed 09 February 2018, <<http://www.ise.ufl.edu/uryasev/files/2011/11/drawdown.pdf>>, <https://doi.org/10.2139/ssrn.223323>.
- Choi, J 2018, *Maximum Drawdown, Recovery and Momentum*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2418515>.
- Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017* 2018, viewed 09 February 2018, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017R0653>>.
- Döhrer, B, Johanning, L, Steiner, N & Völkle, A 2013, *Issuer Margins for Structured Products in Germany*, November, pp. 5–7, viewed 09 February 2018, <https://www.gyc.com.sg/files/p_dohrer-issuer.pdf>.
- EFAMA Alerts that the New PRIIPs Rules will Confuse and Mislead Investors* 2018, viewed 09 February 2018, <<https://www.efama.org/Publications/Public/PRIIPs/EFAMA%20Statement%20on%20PRIIPs%20-%20December%202017.pdf>>.
- Henderson, BJ & Pearson, ND 2011, 'The Dark Side of Financial Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product', *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 2, pp. 227–247. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.12.006>
- Pflug, GCh & Uryasev, S (ed.) 2000, 'Some Remarks on the Value-at-risk and the Conditional Value-at-risk', *Probabilistic Constrained Optimization*, Boston (Mass.), pp. 272–281. https://doi.org/10.1007/978-1-4757-3150-7_15.
- Rieger, MO & Hens, T 2009, *Why Do Investors Buy Structured Products?: EFA 2009 Bergen Meetings Paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1342360>.