



Первому заместителю  
Председателя Банка России

С.А. Швецову

Исх. № \_\_\_\_\_ от « \_\_\_\_ » декабря 2019 года

Уважаемый Сергей Анатольевич!

Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (далее – СРО НФА) направляет комментарии по докладу для общественных консультаций «О финансовых индикаторах» (далее – Доклад), предложенного для обсуждения участникам рынка.

С целью определения репрезентативного мнения участников рынка СРО НФА организовала обсуждение Доклада на заседаниях Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам, рабочей группы СРО НФА по LIBOR и Совета казначеев. Участникам обсуждений было также предложено направить свои комментарии Банку России.

СРО НФА поддерживает стремление Банка России активизировать обсуждение вопросов индикаторов с учетом их значимости для экономики и финансового рынка. Наличие эффективно функционирующей системы индикаторов денежного рынка, пользующихся доверием индустрии, является необходимым условием развития российского рынка процентных деривативов на фоне роста значимости вопроса управления процентным риском.

СРО НФА уточняет, что предложенные выводы и комментарии затрагивают только процентные индикаторы, анализ применимости для фондовых и товарных индексов не проводился.

### **Глобальная реформа финансовых индикаторов (LIBOR)**

Мировая реформа иностранных индикаторов денежного рынка, проводимая с 2012 года, является беспрецедентным событием по своим масштабам, сложности и объему затронутых сегментов финансового рынка.

Влияние мировой реформы на российский рынок связано как непосредственно с использованием российскими участниками валютных инструментов в привязке к иностранным индикаторам (в первую очередь USD-LIBOR и EURIBOR в кредитах и деривативах), так и с развитием системы российских индикаторов в соответствии с новыми мировыми стандартами и повышенными требованиями к качеству и надежности формирования индикаторов.

Для адаптации мировой реформы для российских участников, использующих валютные инструменты в привязке к иностранным индикаторам, осенью 2019 года в рамках СРО НФА была создана **рабочая группа СРО НФА по LIBOR**, в состав которой вошли представители крупнейших российских кредитных организаций и Московской биржи.

СРО НФА выделяет три основных направления деятельности рабочей группы: информационная работа, практические рекомендации и коммуникация с Банком России.

#### **1. Информационная работа.**

На ранних этапах наиболее важной представляется задача формирования единого информационного пространства для российских участников и обеспечения коммуникации между ними. Мировая реформа является информационно-насыщенным и сложным процессом,



включающим работу центральных банков, регуляторов, национальных рабочих групп по безрисковым индикаторам, профессиональных ассоциаций, международных финансовых организаций, администраторов индикаторов и других. Сбор, обработка и систематизация информации в рамках оказываемой информационной поддержки упростит для российских участников понимание происходящих процессов и ускорит включение в процессы перехода.

Объективная информация о мировой реформе от СРО НФА облегчит для банков предстоящие переговоры с клиентами о замене LIBOR на альтернативные индикаторы в условиях заключённых сделок или включении в них оговорок (*см. далее*), что в условиях дефицита информации могло восприниматься клиентами как попытка давления со стороны банков для пересмотра условий сделок.

В рамках оказываемой информационной поддержки СРО НФА опубликовала в 2019 году пять выпусков обзора событий российской и мировой индустрии индикаторов и планирует к публикации зимой 2020 года дополнительные информационные материалы. Осенью 2019 года было проведено два заседания рабочей группы по LIBOR, на которых участникам была предоставлена актуальная информация о статусе реформы.

## **2. Практические рекомендации.**

Рабочая группа по LIBOR планирует в 2020 году подготовку практических рекомендаций по следующим направлениям перехода от LIBOR на альтернативные индикаторы:

- Продолжение использования LIBOR в сделках с оговоркой, что при наступлении определенных событий LIBOR в условиях сделки будет заменен на альтернативный индикатор (**Резервные положения**);
- Замена LIBOR на альтернативный индикатор в условиях заключенной ранее сделки по согласованию сторон до активации резервных положений (**Замена**);
- Заключение новых сделок в привязке к альтернативным индикаторам (**Адаптация**).

Подготовка рекомендаций направлена на формирование единой российской практики, что снизит риски оппортунистического поведения сторон (выборочный переход, поиск выгодных вариантов и т.д.). Рекомендации будут основаны на официальных публикациях иностранных регуляторов, национальных рабочих групп и ассоциаций с учетом адаптации для российского права. Важным критерием является обеспечение справедливых для клиентов условий перехода и минимизация рисков изменения стоимости в задачах «Резервные Положения» и «Замена».

Важным элементом промежуточных этапов перехода является гибкость, в том числе предоставление клиентам возможности выбора между различными индикаторами, например, между валютным кредитом в привязке к альтернативному индикатору и валютным кредитом в привязке к LIBOR с включенными в условия резервными положениями.

Публикация рекомендаций также направлена на синхронизацию российской и мировой практики без попыток «опередить» или «отделиться» от иностранных рынков, что может привести к проблемам долгосрочного характера и фрагментации рынка. Совет по финансовой стабильности в отчете о реформе индикаторов в декабре 2019 года указывает, что параллельная работа в юрисдикциях создает возможность выработки единой практики и конвенций между различными инструментами, рынками и валютами.

С учетом того, что практика использования альтернативных индикаторов на многих сегментах рынка только начинает формироваться, особую важность на данном этапе представляет разработка резервных положений, которые в соответствии с выводами Совета по финансовой стабильности должны быть включены во все сделки в привязке к -IBOR. ISDA планирует завершить

работу по данному направлению для рынка деривативов (ISDA Fallback Provisions) в 1 квартале 2020 года, что позволит начать работу по адаптации решений для российского рынка деривативов.

### **3. Коммуникация с Банком России.**

Участники обсуждений единогласно отмечают необходимость активного участия Банка России для успешной адаптации мировой реформы на российском рынке. Совет по финансовой стабильности в упомянутом ранее отчёте прямо указывает, что реформа требует значительного вовлечения официального сектора.

СРО НФА рассчитывает на активное участие и поддержку Банком России рекомендаций и выводов рабочей группы по LIBOR при условии их соответствия совместно выработанным критериям, что повысит доверие к результатам работы со стороны участников рынка и обеспечит эффективность их реализации на практике.

Дополнительно СРО НФА отмечает важность наличия точной и регулярной информации от Банка России об объемах использования инструментов в привязке к LIBOR и альтернативным индикаторам на российском рынке. Со своей стороны СРО НФА планирует проводить регулярный опрос кредитных организаций в отношении проводимой работы по переходу от LIBOR на альтернативные индикаторы.

### **Европейское регулирование индикаторов EU BMR**

СРО НФА является администратором ряда значимых для российского рынка индикаторов денежного рынка и совместно с Банком России проводит анализ путей сохранения возможности их использования в Европе после окончания переходного периода EU BMR для неевропейских индикаторов в конце 2021 года.

Вопросы обеспечения соответствия индикаторов СРО НФА требованиям EU BMR были включены в план работы Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам (далее – ЭС СРО НФА) на 2019 год. Заложенный в план работы график был скорректирован в соответствии с принятыми в Европе в феврале 2019 года решениями о продлении срока переходного периода EU BMR для неевропейских индикаторов на два года до конца 2021 года. В августе 2019 года активизировалась совместная работа СРО НФА и Банка России в рамках обозначенной задачи.

Среди индикаторов СРО НФА приоритетными для данной работы были определены **MosPrime Rate, RUONIA и ROISfix**. Использование остальных индикаторов СРО НФА (NFEA FX Swap Rate и RuREPO) носит локальный характер, однако они могут быть включены в периметр на более поздних этапах при наличии универсального решения.

СРО НФА анализирует все возможные пути решения поставленной задачи с точки зрения эффективности, требуемых трудозатрат и сохранения доверия участников рынка к индикаторам, что обеспечивается прозрачностью процессов формирования и администрирования индикатора и контролем над методикой формирования со стороны участников рынка.

### **1. Аккредитация в рамках EU BMR.**

На дату подготовки настоящего письма в реестр ESMA были включены 8 неевропейских администраторов, из которых 6 получило прямую аккредитацию в рамках Art. 32 (Recognition), 1 – в рамках достижения признания эквивалентности Art. 30 (Equivalence) и еще 1 – в рамках Art. 33 (Endorsement) через аффилированную европейскую структуру. Таким образом, практика аккредитации неевропейских индикаторов и администраторов пока не получила широкого развития (для сравнения – на тот же момент времени в реестр ESMA были включены 68 европейских администраторов и еще 21 находились в листе ожидания).

Вопрос аккредитации в рамках Art. 32 (Recognition) и Art. 33 (Endorsement) усложняется необходимостью поиска европейского представителя (*legal representative*) или поручителя, что пока сопряжено с трудностями из-за ограниченного предложения данных услуг и дополнительными расходами. В консультации Еврокомиссии по EU BMR в явном виде признается, что в действующем режиме регулирования многие неевропейские индикаторы, особенно распространяемые без лицензии, могут остаться без аккредитации, что потенциально поставит пользователей в Европе в невыгодное положение и создаст условия для перехода рыночной активности в другие юрисдикции.

СРО НФА планирует проводить дальнейший анализ вариантов Art. 32 (Recognition) и Art. 33 (Endorsement), с принятием окончательного решения после публикации Еврокомиссией отчета к апрелю 2020 года и прояснения перспектив возможного изменения режима регулирования для неевропейских индикаторов.

## **2. Передача администрирования европейскому администратору.**

Передача администрирования аккредитованному в рамках EU BMR независимому администратору или создание совместной дочерней структуры является распространенной формой аккредитации европейских индикаторов. Например, индикаторы STIBOR (Швеция), CIBOR (Дания) и PRIBOR (Чехия) переданы или планируются к передаче дочерним структурам одной из индексных компаний (GRSS).

СРО НФА полагает целесообразным провести анализ предложений индексных компаний, в том числе расчетного агента индикаторов СРО НФА – компании Refinitiv, по возможным конфигурациям независимого администрирования.

## **3. Передача администрирования Банку России.**

Индикаторы, администрируемые центральными банками (в том числе неевропейскими), не подлежат включению в реестр ESMA, при этом могут продолжать использоваться в Европе после окончания переходного периода.

Также наблюдается тенденция по развитию роли центральных банков как администраторов основных безрисковых индикаторов. Многие основные безрисковые индикаторы либо уже администрируются центральными банками соответствующих стран – SOFR (США), €STR (Европа), SONIA (Великобритания), TONA (Япония), Cash Rate (Австралия) и т.д., либо администрирование будет передано центральным банкам в 2020 году – CORRA (Канада) и NOWA (Норвегия).

СРО НФА направила в сентябре 2019 года письмо Председателю Банка России с предложением рассмотреть возможность передачи функций по администрированию индикатора RUONIA Банку России.

**При этом СРО НФА еще раз подчеркивает приоритетность вопроса обеспечения прозрачности процессов формирования и администрирования индикаторов и сохранения контроля над методикой их формирования со стороны экспертов рынка в любой из рассматриваемых конфигураций.**

### **Российские индикаторы**

В настоящий момент российский рынок развивается в парадигме множественности индикаторов («*multiple-rate approach*»), особенностью которой является параллельное существование нескольких индикаторов различной природы.

Одним из эффектов существования множества индикаторов является фрагментация российского рынка, то есть использование разных индикаторов в разных сегментах рынка, что в

условиях недостаточной ликвидности российского рынка процентных деривативов приводит к росту стоимости хеджирования и появлению базисного риска на балансах участников. Наиболее характерный пример - доминирование MosPrime Rate в сегменте процентных деривативов и ключевой ставки Банка России в сегменте плавающего кредитования.

Несмотря на потенциальные преимущества использования одного индикатора для всех целей и задач («*one-size-fits-all*»), СРО НФА по итогам обсуждений с участниками рынка отмечает, что **в настоящий момент на российском рынке не существует консенсуса относительно оптимального решения**. Отсутствие консенсуса проявляется как с точки зрения предпочитаемого подхода - с одним или множественностью индикаторов, так и среди сторонников подхода с одним индикатором в отношении того, какой из индикаторов мог бы претендовать на эту роль.

Тезис о необходимости выбора основного российского безрискового индикатора по аналогии с решениями национальных рабочих групп по безрисковым (или альтернативным) индикаторам в иностранных юрисдикциях (см. *Роль Экспертного Совета по индикаторам и ставкам*) не может быть напрямую распространен на российский рынок. Сложность перехода от LIBOR на безрисковые индикаторы с учетом объема затронутых сегментов рынка, оцениваемого в \$400 трлн. для всех валют LIBOR, могла бы многократно возрасти при наличии нескольких конкурирующих между собой альтернатив, что объясняет необходимость выбора *одного* альтернативного индикатора для каждой из пяти валют LIBOR и координацию усилий по переходу на него.

Главной задачей для российского рынка процентных инструментов является его развитие, поэтому к российскому рынку малоприменимы аргументы о необходимости выбора одного основного безрискового индикатора по аналогии с иностранными рынками. При этом СРО НФА в полном соответствии с мировыми тенденциями поддерживает развитие использования безрисковых овернайт-индикаторов на российском рынке.

Дополнительно стоит отметить, что в большинстве юрисдикций продолжает использоваться подход с множественностью индикаторов: Европа (€STR, EURIBOR), Япония (TONA, TIBOR), Канада (CORRA, CDOR), Австралия (Cash Rate, BBSW) и т.д. Даже в тех странах, где регуляторы придерживаются политики отказа от LIBOR, на практике продолжает реализовываться подход с множественностью индикаторов. Например, на рынке США помимо продолжения широкого использования LIBOR и начала адаптации SOFR существует сложившийся высоколиквидный рынок деривативов в привязке к овернайт-индикатору EFFR (Effective Federal Funds Rate), а также разрабатываются нишевые аналоги для рынков кредитования (ICE Bank Yield Index, Ameribor).

### **Ключевая ставка Банка России**

Согласно данным Банка России на российском рынке наблюдается активная динамика роста плавающего кредитования корпоративного сектора и рынка деривативов в привязке к ключевой ставке Банка России. Многие участники указывают на риски широкого распространения практики использования индикатора, значение которого устанавливается административным образом.

Вопрос использования ключевой ставки Банка России в инструментах выходит за рамки Доклада, однако с учетом повышенного внимания со стороны участников рынка к данной теме СРО НФА предлагает провести отдельное обсуждение с участниками рынка и Банком России.

### **Индикатор MosPrime Rate**

В пункте 3.3.2 Доклада в отношении MosPrime Rate отмечается:

*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).*

СРО НФА полагает целесообразным уточнить, что европейское регулирование EU BMR не содержит запрета формирования индикаторов на основе индикативных котировок. Ключевым требованием регулирования является **репрезентативность**, то есть способность индикатора измерять в количественном выражении фактическое состояние соответствующего сегмента рынка.

Пункт 1(а) статьи 11 EU BMR содержит указание на возможность использования других источников данных для формирования индикатора если данных по сделкам недостаточно для формирования репрезентативного значения. Пункт 1(с) статьи 11 EU BMR указывает на необходимость разработки и опубликования администратором четких правил в отношении используемых типов данных, приоритета их использования и применения экспертной оценки. В Приложении I EU BMR в явном виде установлен приоритет использования данных при формировании процентных индикаторов.

Действующая методика MosPrime Rate не устанавливает четких правил использования контрибьюторами данных при формировании котировки и в этом смысле требует модификации для соответствия требованиям EU BMR.

Мировой практикой обеспечения требований EU BMR для индикаторов семейства -IBOR является реализация каскадной (*waterfall*) методики формирования, которая сохраняет принцип расчета индикатора на основе котировок (*submissions*) контрибьюторов, однако устанавливает порядок использования контрибьютором данных при определении значения своей котировки. Каскадная методика обеспечивает использование контрибьюторами данных по сделкам в случае, если данных достаточно. На практике многие индикаторы -IBOR остаются индикативными. В частности, еженедельные данные ICE Benchmark Administration (администратора LIBOR) показывают, что от 50 до 75% котировок для USD-LIBOR и до 100% для CHF-LIBOR остаются индикативными, при этом ICE BA является аккредитованным в рамках EU BMR администратором, и формирование LIBOR в новой методике соответствует требованиям EU BMR.

Таким образом, даже в условиях низкой ликвидности срочного сегмента межбанковского рынка существуют возможности по модификации методики MosPrime Rate и включению (в тех случаях, когда это возможно) в расчет сделок для соответствия индикатора требованиям EU BMR.

Участники обсуждений отмечают необходимость поддержания MosPrime Rate в контексте EU BMR с учетом значимости индикатора для рынка процентных деривативов, однако некоторые из участников ставят под вопрос долгосрочные перспективы MosPrime Rate с учетом тенденций перехода на безрисковые индикаторы и отсутствия в обозримом будущем оснований для роста ликвидности срочного сегмента межбанковского рынка.

Тем не менее существует точка зрения о необходимости наличия индикатора, отражающего стоимость необеспеченного срочного заимствования (не обязательно межбанковского) для банков, поскольку безрисковые индикаторы не содержат срочной и кредитной компонент.

Таким образом можно выделить две задачи по данному направлению:

1. «Бесшовная» модификация методики формирования индикатора MosPrime Rate для обеспечения соответствия требованиям европейского регулирования EU BMR и решение вопроса аккредитации индикатора (*срок - 31 декабря 2021 года*).

2. Разработка методики формирования нового индикатора, основанного на сделках и соответствующего требованиям EU BMR и принципам IOSCO, отражающего стоимость срочного необеспеченного заимствования для банков (*долгосрочная задача развития MosPrime Rate*).

СРО НФА проводит подготовку плана работы на 2020 год по указанным задачам.

## Роль Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам

В иностранных юрисдикциях в рамках мировой реформы сформировалась модель национальных рабочих групп по безрисковым (или альтернативным) индикаторам – специально создаваемых регуляторами коллегиальных органов, целью которых являлась идентификация безрисковых индикаторов на первом этапе и обеспечение перехода и развитие ликвидности рынка инструментов на альтернативные индикаторы на втором этапе.

На российском рынке обсуждение вопросов индикаторов осуществляется на площадке Экспертного Совета СРО НФА по индикаторам и ставкам, который является постоянно действующим профессиональным объединением экспертов по вопросам функционирования и развития системы российских индикаторов и включает представителей банков, инфраструктуры, международных организаций, а также представителей всех администраторов российских индикаторов денежного рынка (СРО НФА, Банк России и Московская биржа).

В работе ЭС СРО НФА особое внимание уделяется задаче развития российского рынка процентных инструментов. В феврале 2019 года на заседании ЭС СРО НФА была проведено обсуждение с Минфином России по флоатерам ОФЗ-ПК нового формата в привязке к RUONIA, и многие подготовленные предложения были учтены в первом выпуске ОФЗ-ПК 24020 в августе 2019 года. В рамках задачи формирования длинной кривой RUONIA продолжается сотрудничество с Ценовым центром НРД. ЭС СРО НФА в 2019 году явился основной площадкой для обсуждения Банком России с участниками рынка параметров введения обязательного централизованного клиринга процентных деривативов. Московская биржа в рамках запуска нового обеспеченного индикатора RUSFAR провела серию обсуждений методики на заседаниях ЭС СРО НФА с последующим анализом статистики формирования.

СРО НФА полагает, что ЭС СРО НФА является эффективным инструментом обсуждения и решения вопросов по теме процентных индикаторов и инструментов, на базе которого в дальнейшем могут быть сформированы рабочие группы для новых задач. **СРО НФА предлагает Банку России рассматривать ЭС СРО НФА и рабочую группу по LIBOR как основные площадки для обсуждения и подготовки решений по вопросам процентных индикаторов.**

При этом важным вопросом является сохранение эффективности обсуждений при совмещении большого количества различных функций. В этой связи СРО НФА непрерывно анализирует возможности для повышения прозрачности, сохранения вовлеченности участников и обеспечения эффективности решения вопросов и задач.

Президент

В.В. Заблоцкий