

## РОЗДІЛ 7

### ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.7

DOI: <https://doi.org/10.32782/2304-0920/3-82-15>

Білоус К. І.

Одеський національний економічний університет

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2891-3640>

#### ЕВОЛЮЦІЯ ФОРМУВАННЯ ТА РЕГУЛЯЦІЯ ЗАСТАВНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ЯК ОКРЕМОЇ СФЕРИ ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

У статті визначено користувачів, предмет та причину використання застави цінних паперів як фінансового інструменту коллатералізації незахищеної кредитної позиції. Розглянуто основні глобальні угоди, що є стандартами для операцій заставного менеджменту, такі як Глобальна угода про викуп (GMRA), Глобальна угода про кредитування цінних паперів (GMSLA) та угода Міжнародної асоціації свопів та деривативів (ISDA). Виокремлено функцію, роль та завдання заставного менеджменту як окремої сфери фінансового управління. Проаналізовано міжнародні норми регуляції операцій заставного менеджменту, а саме закон Додда – Френка, Європейське регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID). Визначено роль центрального контрагента (CCP) під час проведення операцій із заставою. Рекомендовано приведення законів та норм України до стандартів Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID).

**Ключові слова:** застава, заставний менеджмент, коллатералізація, фінансове управління, кредит, деривативи, центральний контрагент.

**Постановка проблеми.** Ускладнення регуляції операцій, які передбачають передачу застави за захищеного кредитування чи використання відповідних похідних цінних паперів, передбачають систематизацію та стандартизацію отриманого досвіду та знань у сфері заставного менеджменту як складника фінансового управління. Через розрізненість джерел та відсутність опису заставного менеджменту як окремої сфери діяльності еволюція його формування не була розглянута із системних позицій, у тому числі використовуючи досвід зарубіжних країн, що є важливим із погляду побудови і розвитку системи заставного менеджменту в Україні.

До того ж регуляція будь-яких контрактів із деривативами через центрального контрагента (CCP) є обов'язковою умовою Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) для тих країн, що прагнуть отримати доступ до фінансових ринків Європейського Союзу та їх подальшої інтеграції.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Серед вітчизняних авторів процес управління заставою цінних паперів досі є маловивченою сферою фінансового менеджменту. Серед міжнародних організацій, які є джерелом відомостей про процеси розвитку заставного менеджменту у світі, є Європейський центральний банк (ЕЦБ) [1], Міжнародна асоціація кредитування цінних паперів (ISLA) [2], Міжнародна асоціація свопів та деривативів (ISDA) [3], Міжнародна асоціація ринку капіталів (ICMA) [4], Асоціація цінних паперів та фінансових ринків (SIFMA) [5], Банк міжнародних розрахунків (BIS) [6] та Європейська організація із цінних паперів і ринків (ESMA) [7].

Джерелом дослідження для опису історичного процесу появи та регулювання операцій із заставою є роботи зарубіжних дослідників. Так, науковець Jon Gregory [8] у своїй книзі описав перші у світі публічні прояви коллатералізації

(покриття кредитного ризику заставою) і перші спроби його регуляції. Швейцарські дослідники Puliver Urs та Petra Ginter [9] описали процес посилення регуляції заставних операцій, який відбувся під час Великої рецесії 2008–2010 рр. через кризу іпотечного кредитування у США, а Sarah O'Brien [10], аналітик з телеканалу CNBC, дослідила вплив уже цієї регуляції станом на сьогодні. Аналітик видавництва The Hill Sylvian Lane [11], навпаки, проаналізувала послаблення фінансової регуляції після перемоги Дональда Трампа на президентських виборах США.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** У розрізі статті вивчаються основні глобальні угоди, що є стандартами для операцій заставного менеджменту, визначаються функція, роль та завдання заставного менеджменту як окремої сфери фінансового управління та виокремлюється чотири основних етапи формування та регуляції заставного менеджменту.

**Мета статті.** Головною метою цієї роботи є дослідження процесу еволюції становлення заставного менеджменту та впливу історичних подій на його регуляцію міжнародними організаціями, необхідності виокремлення із загального фінансового управління заставного менеджменту через ускладнення його функцій, завдань та ролі.

Дослідження зосереджено на впливі та використанні договорів застави у двосторонній торгівлі.

**Виклад основного матеріалу.** За визначенням Європейського центрального банку (ЕЦБ) «...застава – цінність, яку позикодавець може вилучити у позичальника, якщо він або вона не зможе повернути позику відповідно до узгоджених умов» [1].

Застава – це майно (активи), пропонувані позичальником позикодавцеві, щоб гарантувати погашення боргу. Іншими словами, функція застави полягає у тому, щоб покрити незахищену кредитну позицію як позику чи заборгованість і тим

самим зменшити ризик, притаманний незахищеному кредиту. У договорі сторона, що передає заставу, є боржником тієї сторони, яка її отримує. Якщо передати актив як заставу, кредитор має право заволодіти цим активом, якщо боржник припинить здійснювати узгоджені платежі за кредитом. У такому разі вилучення активу дає змогу позикодавцю продати актив і використати виручку для погашення позики. У багатьох випадках використання застави є вимогою контрагента.

Застава використовується декількома типами організацій (рис. 1): банками, страховими компаніями, компаніями з управління активами, пенсійними фондами, CSD (центральні депозитарії цінних паперів), ICSD (міжнародні центральні депозитарії цінних паперів). Вона використовується у фінансових операціях, коли кредитний ризик є потенційною проблемою, включаючи позабіржові деривативи (свопи, кредитні дефолтні свопи, CDO (боргові зобов'язання, забезпечені заставою), позики цінних паперів, угоди про викуп (репо), а також зворотні операції купівлі-продажу).

Основою заставного менеджменту є супровідна документація застави, тобто юридичний документ, що охоплює предмети, передані у заставу. Є кілька угод, які можуть бути укладені між сторонами: MSLA (Основна угода про позику цінних паперів), MSFTA (Основна угода про форвардні операції із цінними паперами), IFMEA (Основна угода про міжнародний обмін валюти), DRV (Німецький головний договір на деривативи) тощо. Це дослідження вивчає використання трьох описаних нижче угод.

Глобальна угода про викуп (GMRA) вперше була опублікована у 1992 р. та є головним типовим договором, розробленим Міжнародною асоціацією ринку капіталів (ICMA) [4] у партнерстві з Асоціацією цінних паперів та фінансових ринків (SIFMA) [5]. GMRA – головна угода щодо транскордонних репо-реформ в усьому світі, а також для багатьох внутрішніх ринків репо.

Після першої публікації GMRA було оновлено в 1995 р., щоб включити досвід, отриманий під час кризи Baring Brothers. Потім було оновлення у 2000 р. для включення досвіду з російської та азійської фінансових криз. Остання версія була опублікована в 2011 р. Однією з важливих особливостей видання 2011 р. є те, що вона включає покриття торгів «зворотних операцій купівлі/продажу» (репо).

GMRA 1995 була припинена з 2019 р. На її місці ICMA опублікувала Протокол глобальної генеральної угоди про викуп (GMRA) 2011 р. (переглянутої), який дає змогу сторонам GMRA 1995 або GMRA 2000 розширити умови своєї попередньої угоди до положень GMRA 2011 (переглянутої).

Глобальна угода про кредитування цінних паперів (GMSLA) випускається Британською торговою асоціацією «Міжнародна асоціація кредитування цінних паперів» (ISLA) [2], яка була створена в 1989 р. GMSLA – це галузевий стандартний договір кредитування цінних паперів. Публікація цієї угоди 2010 р. включає нові положення, що «забезпечують стороні, яка не збирається проголосувати дефолт, більшу гнучкість під час оцінки відповідних цінних паперів» [9]. У 2013 та 2014 рр. були додані доповнення спільно з GMSLA 2010, де були описані спеціальні податкові положення в США (Наприклад, FATCA – Закон про дотримання податкового рахунку з іноземних рахунків [12]) та Великобританії, наприклад уведення нових податкових норм щодо платежів відносно акцій REIT (інвестиційний траст нерухомості) та PAIF (інвестиційний фонд нерухомості) [2].

Основний договір позики на цінні папери (MSLA) використовується для операцій у США [13].

Міжнародна асоціація свопів та деривативів (ISDA), була заснована в 1985 р. Основна мета організації – «зробити безпечний та ефективний ринок позабіржових деривативів» [3]. Основна угода ISDA охоплює стандартні торгові умови між контрагентами, що застосовуються до всіх



Рис. 1. Характеристика застави як фінансового інструмента

Джерело: складено автором

операцій із деривативами. Інструменти, які включені до документації ISDA, – це кредитні деривативи/кредитні дефолтні свопи (CDS), деривативи власного капіталу, деривативи процентної ставки та валютні деривативи. Визначення 2014 р. – це оновлення Визначень кредитних деривативів ISDA 2003 р. та відповідних доповнень, які нині становлять основу документації для більшості операцій кредитних дефолтних свопів (CDS). Визначення 2014 р. є повним переглядом визначень 2003 р. та являють собою новий стандарт для договорів CDS [3].

Додаток до кредитної підтримки (CSA) є частиною Основної угоди ISDA. Цей документ забезпечує захист кредиту шляхом установа правил, що регулюють використання застави для деривативних операцій [14]. Остання версія – Стандартний додаток до кредитної підтримки 2013 р. (SCSA), який «спрощує ринкові процеси щодо забезпечення застави шляхом сприяння послідовній та прозорій її оцінці, роблячи присвоєння та передачу ризиків у двосторонньому та відкритому просторі більш ефективним» [15].

Управління заставою (заставний менеджмент, англ. collateral management) – це функція, відповідальна за зменшення кредитного ризику під час незабезпечених фінансових операцій. Застава використовується протягом сотень років для забезпечення захисту від можливості платіжного дефолту протилежною стороною (або сторонами).

Поняття «управління заставою» як функція виникла в 1980-х роках, коли Bankers Trust і Salomon Brothers взяли заставу проти кредитного ризику. Цей період можна вважати початком розбудови заставного менеджменту. На той час не було законодавчих стандартів, і більшість обчислень проводилася вручну на електронних таблицях. Коллатералізація (покриття заставою) ризику деривативів набула широкого поширення на початку 1990-х років, а перші кроки до стандартизації почалися в 1994 р. з першою повною документацією ISDA [8].

У наші дні управління заставою охоплює багато складних та взаємопов'язаних функцій, включаючи операції репо, тристоронню чи багатосторонню заставу, ауторсинг застави, арбітраж застави, податковий режим заставного активу, транскордонне забезпечення заставою, кредитний ризик, кредитний ризик контрагента та посиленний юридичний захист із використанням ISDA-договорів [16].

Тристороннє репо – це угода, щодо якої після-торговельна обробка як вибір, виплати та поставки застави, зберігання заставних цінних паперів, управління заставою та інші операції протягом дії угоди передаються сторонами тристоронньому агенту. Тристороннім агентом може бути банк-зберігач, міжнародний центральний депозитарій цінних паперів (ICSD) або національний центральний депозитарій цінних паперів (CSD). В Європі основними тристоронніми агентами є Clearstream Bank Luxembourg, Euroclear Bank, Bank of New York Mellon, JP Morgan та SIS. У США зараз є лише один тристоронній агент – Bank of New York Mellon (JP Morgan відмовився від своєї тристоронньої ролі у 2018 р.).

Оскільки тристоронній агент є лише агентом, то використання тристоронньої послуги не змінює відносини ризику між сторонами. Якщо одна зі сторін – сторона можливого дефолту, то ризик повністю припадає на іншу сторону. Це означає, що сторонам тристоронньої репо-угоди необхідно

продовжувати підписувати двосторонні юридичні угоди, такі як Глобальна угода про викуп ICMA (GMRA) тощо [17].

Роль заставного менеджменту виокремлюється у фінансовому управлінні. «Потреба в додатковому забезпеченні для розміщення [цінних паперів] суттєво змінить спосіб управління портфелями активів, і колись низька складність управління заставою буде піднята в межах великих та малих організацій», – каже Чад Дж. Берханс, керівник NewOak Solutions [18].

У зв'язку з операціями із заставою виникають значні юридичні та оперативні вимоги. У відповідь на це значна кількість великих фінансових установ створила спеціалізовані підрозділи для таких цілей. Команда управління заставою виступає інформаційним департаментом для багатьох інших відділів фінансової організації, а саме казначейства (відповідальне за управління готівкою), управління ризиками, кредитного відділу (здійснює моніторинг заборгованості та витрат). На основі інформації, зібраної із цих різних сфер, відділ управління заставою виконує такі завдання:

- Контроль впливу за отриманими або розміщеними заставами.

- Оцінка цінних паперів та позик грошових коштів, розміщених як застава.

- Управління рухами застави.

- Передача застави через маржинальний виклик контрагенту.

- Отримання застави через маржинальний виклик до контрагента.

- Оцінка придатності отриманої чи заміненої застави.

- Повторне використання застави (за умови дозволу регіпотекації).

- Управління спорами (вирішення розбіжностей із контрагентами щодо оцінки застави та розрахунків незахищеної кредитної позиції).

- Узгодження портфельних операцій.

Другим етапом становлення заставного менеджменту можна вважати кінець 2008 р., коли відбуваються процеси регуляції операцій із заставою. Регуляція операцій із заставою починається з Великої рецесії та 15 вересня 2008 р. Багато правил і положень, які присутні в сьогоденному заставному законодавстві, виростили з помилок, допущених під час Великої рецесії (2007–2010 рр.). Однією з жертв цієї епохи був Lehman Brothers, четвертий за величиною інвестиційний банк у США. На фінансовий світ значно вплинуло банкрутство Lehman Brothers, що мав активи понад 600 трлн дол. США. Криза американської фінансової системи та падіння на 4,5% індексу Dow Jones стали поворотним моментом для світу та заставного менеджменту в цілому.

У розпал іпотечної кризи Lehman Brothers був тісно пов'язаний із процесом іпотечного кредитування. Так звана «житлова бульбашка» до кризи значно фінансувалася MBS (іпотечними цінними паперами) та CDO (забезпеченими борговими зобов'язаннями), які включали іпотечні кредити. Коли ціни на житло значно знизилися, фінансові інструменти, забезпечені іпотекою, втратили більшу частину вартості. Фінансові фірми та хедж-фонди в усьому світі були глибоко занепокоєні, оскільки вони мали близько 1 трлн дол. США цінних паперів, забезпечених ненадійними іпотечними кредитами.

Кредитні установи видавали іпотечні кредити фізичним особам з непривабливими (низькими) кредитними рейтингами, генеруючи, таким чином,

дохід від цих іпотечних кредитів, стягуючи високі процентні ставки (вище базового рівня). Іпотечна криза сталася, коли позичальники почали оголошувати дефолт на свої кредити, що виник у результаті різких змін процентних ставок.

Забезпечені боргові зобов'язання (CDO) містять позики споживчого кредиту (автокредитування, борг за кредитними картками, іпотечні кредити) або корпоративного боргу. Погашення позики – це застава, яка дає цінність CDO.

Іпотечна криза значною мірою сприяла падінню Lehman Brothers, хоча це було далеко не єдиною причиною.

Зміни в управлінні заставою після 2008 р. відбулися не лише через падіння Lehman Brothers. Були також проведені урядові рятувальні дії для Bear Stearns та світового гіганта American International Group (AIG).

На саміті в Пітсбурзі 2009 р. світові лідери G20 обговорили фінансові ринки та економіку світу. З крахом Lehman Brothers та найближчим крахом двох інших фінансових установ було домовлено, що «всі стандартизовані контракти на деривативи повинні торгуватися на біржах або електронних торгових майданчиках та оформлятися через центральні контрагенти (CCP)» [19]. Так, у Сполучених Штатах Волл-стріт підпав під реформи фінансової регуляторної реформи Обами 2009 р. Тиск був здійснений на трейдерів таких деривативів, як кредитні дефолтні свопи (CDS), щоб трейдери здійснювали свої торги на відкритій біржі з кліринговою палатою. В Європі регулювання європейської ринкової інфраструктури також передбачає проходження через центральний кліринг (CCP) [19].

Центральний контрагент (центральний кліринг, CCP) – це незалежна юридична особа, яка виступає обов'язковим посередником між покупцем та продавцем похідного цінного папера. Під час торгівлі через CCP єдиний контракт між початковими контрагентами в позабіржовій торгівлі замінюється двома новими контрактами між CCP та кожною з двох контрактних сторін (рис. 2). На даний момент покупець і продавець вже не є контрагентами один одного. Натомість кожна сторона набуває CCP як свого контрагента [6].

Центральний контрагент (CCP) приносить користь обом сторонам угоди, оскільки він несе більшу частину тягаря кредитного ризику.

В одному договорі між торговими сторонами покупець несе кредитний ризик продавця, і навпаки. Якщо використовується CCP, кредитний ризик, який несе як покупець, так і продавець, має сумарно кредитний ризик нижче з обох сторін [20].

В Європі використання CCP регулюється європейською інфраструктурою ринку (EMIR). EMIR вимагає, щоб сторони, які укладають будь-який вид контрактів із деривативами:

- повідомляли про таку транзакцію у торгові репозиторії (TR);

- керували маржиналізацією для всіх двосторонніх позабіржових торгів;

- Використовували центрального контрагента (CCP) для контрактів із деривативами згідно з відповідними критеріями.

Торгові репозиторії (TR) централізовано збирають та ведуть облік деривативів. Вони відіграють важливу роль у підвищенні прозорості ринків деривативів та зменшують ризик щодо фінансової стабільності [7].

Наступним етапом у формуванні заставного менеджменту став Закон про реформування Волл-стріт і захист споживачів Додда – Френка, відомий як Закон Додда – Френка, названий на честь спонсорів законопроекту, сенатора демократів Крістофера Додда та представника США Барні Френка, що встановлює положення щодо захисту споживачів від банківської практики, яка була охарактеризована як «недобросовісна», особливо у сфері кредитування та іпотеки. Прийнятий і підписаний у федеральному законі президентом Бараком Обамою в 2010 р., закон було застосовано як реакція на крах Lehman Brothers у 2008 р. [10].

Законопроект складається із 16 найменувань реформи, але найбільш суперечливий аспект Закону Додда – Френка підпадає під Розділ VI «Вдосконалення регулювання діяльності банківських та ощадних асоціацій холдингових компаній та депозитарних установ». Цей заголовок представляє «Правило Волкера», яке було прийняте Конгресом США в грудні 2013 р. Правило Волкера забороняє банкам здійснювати спекулятивну торгівлю своїми власними грошима (наприклад, торгувати деякими заставними зобов'язаннями). Правило також установлює обмеження на частки володіння банків у певних приватних фондах.

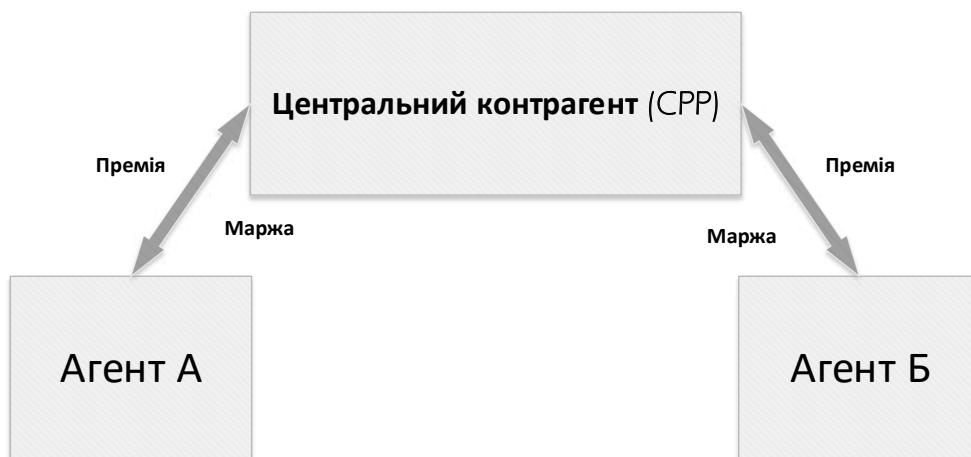


Рис. 2. Схема торгівлі деривативами через Центрального контрагента (CCP)  
Джерело: складено автором на основі [6]



Законопроект Додда – Френка змусив деякі ризикові деривативи, наприклад кредитні свопи та кредитні деривативи, регулюватися Комісією із цінних паперів та бірж (SEC) або Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами (CFTC), що підпадає під Заголовок VII «Прозорість та підзвітність на Волл-стріт» [21].

Четвертим етапом розвитку можна вважати період, який отримав назву «фактор Трампа» і вплинув на послаблення фінансового контролю, адже 24 травня 2018 р. президент Трамп перейшов на бік Волл-стріт і банкірів та підписав Закон про економічне зростання, регуляторну допомогу та захист прав споживачів. Цей законопроект, по суті, послаблює деякі положення, викладені в Законі Додда – Френка.

Найголовніше, що президент США підвищив мінімальний поріг активів для регіональних банків та громад (які часто є великими іпотечними кредиторами), що підпадають під більш жорсткий контроль із боку Федеральної резервної системи, з 50 до 250 млрд дол. США. Банки, що не перевищують новий поріг, більше не будуть автоматично піддаватися щорічним стрес-тестам ФРС (Федеральної резервної системи) [11].

Законопроект також розширює визначення кваліфікованих іпотечних кредитів для менших фірм і звільняє банки та кредитні спілки з активами менше ніж 10 млрд дол. США з-під Правил Волкера, що забороняє компаніям здійснювати ризикові операції із власними активами [11].

У міру процвітання економіки Сполучених Штатів можуть спостерігатися і подальші перегляди Закону Додда – Френка в майбутньому.

Становлення та розвиток заставного менеджменту також супроводжувався прийняттям низки заходів регуляторного характеру. EMIR (Європейське регулювання ринкової інфраструктури) було прийнято Європейською Комісією в грудні 2012 р. як відповідь Європи на Закон Додда – Френка з акцентом на отримання контролю над ринком похідних інструментів. Він установлює вимоги до будь-якого суб'єкта господарювання, включаючи нефінансові, що укладає будь-яку форму контракту деривативу в Європейському Союзі. Цілями EMIR є:

- збільшення прозорості на позабіржових ринках (OTC) деривативів;
- зменшення кредитного ризику;
- зниження операційного ризику.

В Європі EMIR вирішує питання, пов'язані із центральним клірингом, двостороннім маржуванням та звітністю.

EMIR (Європейське регулювання ринкової інфраструктури) має на меті:

- Зниження системного ризику та підвищення прозорості на позабіржових ринках.
- Введення Центрального контрагента (CCP) для стандартизованих, ліквідних позабіржових деривативів, обов'язкове двостороннє маржування на певні позабіржові деривативи, проведені не через центральний кліринг, та обов'язкову звітність торговим репозиторіям (TR) про всі деривативні операції.

– Регулювання центральних контрагентів (CCP) та торгових репозиторіїв (TR).

– Дозвіл на взаємодію між центральними контрагентами (CCP) для клірингу власного капіталу та облігацій.

У червні 2017 р. Комісія ЄС опублікувала другу частину огляду EMIR, що стосується нагляду за CCP в ЄС та CCP третіх країн, які прагнуть отримати доступ до ЄС.

EMIR зосереджується на позабіржових (OTC) деривативах із декількома ключовими ініціативами:

- Клірингові зобов'язання щодо ліквідних та стандартизованих позабіржових деривативів.
- Методи зменшення ризику для позабіржової (OTC) торгівлі деривативами без центрального клірингу з двосторонньою маржою.
- Обов'язкова звітність про всі операції з деривативами до торгових репозиторіїв (TR).

EMIR також регламентує CCP Європейського Союзу для всіх фінансових інструментів, що підлягають клірингу (включаючи перелічені деривативи та грошові акції), а також торгові репозиторії (TR). Усі CCP ЄС повинні дотримуватися процедури дозволу через свої національні компетентні органи. CCP, які не є членами ЄС, також повинні бути визнані ESMA «кваліфікованими CCP» за умови, що Європейська Комісія (ЄС) визначила еквівалентність юрисдикції, де CCP розташований [22].

Торговий репозиторій (TR) – це організація, яка централізовано збирає та веде облік позабіржових деривативів. Ці електронні платформи, діючи як авторитетні реєстри ключової інформації щодо відкритих торгів позабіржовими деривативами, є ефективним інструментом для збільшення прозорості ринків позабіржових деривативів [7].

Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID) регулює в Європі виконання позабіржових (OTC) деривативів. Із 2007 р. було опубліковано дві директиви MiFID.

MiFID – Директива про ринки фінансових інструментів (2007 р.) – регулює правила та необхідні організаційні вимоги до фінансових установ та регуляторної звітності, щоб уникнути маніпуляцій на фінансовому ринку.

MiFID II – Друга директива ЄС (набула чинності 2018 р.) – це спроба збалансувати фінансове регулювання на ринках ЄС. Вона охоплює захист інвесторів, стандартизацію виконання торгів та їх прозорість, звітність після торгівлі тощо.

MiFID III – ще неопублікована директива, основні відмінності якої, можливо, стосуватимуться Brexit.

Обов'язкові щоденні вимоги до маржі, запроваджені в березні 2017 р., кинули новий виклик у світі торгівлі деривативами серед фінансових установ Європи. Ці положення були передбачені EMIR і мають упроваджуватися до 2020 р. Деталі, зазначені нижче, взяті з підсумків BNP Paribas про нові вимоги [22], де для фінансових установ установлюється період поетапного їх дотримання в управлінні маржами застави.

Щоденна варіаційна маржа (VM), яку потрібно обміняти між суб'єктами господарювання (за винятком нефінансових або нефінансових контрагентів, що не перевищують поріг клірингу):

- Для всіх деривативів із 1 березня 2017 р. з деякими спеціальними винятками.
- Трирічне тимчасове звільнення від опціонів власного капіталу (поодинокі акції та індекси).

Початкова маржа (IM), яку слід обміняти між суб'єктами господарювання (за винятком NFC-) за умови порушення обома суб'єктами умовної межі.

– Поетапне набрання чинності норм з 3 лютого 2017 р. до 1 вересня 2020 року:

- виключення для фізично виправлених форвардних контрактів, свопів і тіла обміну міжвалютних свопів;
- трирічне тимчасове звільнення від опціонів на власний капітал (поодинокі акції та індекси).

– Розрахунок початкової маржі (ІМ) відповідно до стандартизованого підходу або внутрішнього методу.

– Розмежування та повторне використання початкової маржі (ІМ), що повинно бути предметом домовленостей про банкрутство контрагента. Поріг – 50 млн євро, застосований на рівні консолідованої групи.

– Обмеження для операцій із заставою, які визначено новими правилами:

- мінімальна сума переказу (МТА) не повинна перевищувати 500 тис євро;

- застава повинна бути «надана» в той же день, що і маржинальний виклик, якщо між контрагентами не було обміну початковою маржою (ІМ);

- 8%-й міжвалютний дисконт (haircut), який застосовується до безготівкової варіаційної маржі та початкової маржі (готівкової та безготівкової);

- щоденний двосторонній маржинальний процес.

Ці нові правила застосовуватимуться до угод, укладених після набрання чинності вищезазначених вимог або до угод, що підлягають суттєвим економічним поправкам та розглядаються після набрання чинності вищезазначених вимог.

**Висновки і пропозиції.** Застава є розповсюдженим фінансовим інструментом для захисту операцій, де існує кредитний ризик контрагента. Її використовують не тільки центральні та комерційні банки, а й пенсійні фонди, страхові компанії та компанії з управління активами, де як застава можуть використовуватися акції, облигації та цінні папери, що забезпечені активами. Тим самим застава збільшує захищеність кредитора у разі дефолту боржника.

Угоди, що підкріплюють операції заставного менеджменту, мають свої стандарти. Ще з 1985 р. з'явилися глобальні угоди для операцій із заставою цінних паперів, такі як Глобальна угода про викуп (GMRA), Глобальна угода про кредитування цінних паперів (GMSLA), Міжнародна асоціація свопів та деривативів (ISDA), що сьогодні в останніх редакціях стали загальними стандартами для більшості операцій, пов'язаних із купівлею/продажем деривативів та операцій заставного менеджменту.

Управління заставою (заставний менеджмент, англ. collateral management) – це функція, відповідальна за зменшення кредитного ризику під час незабезпечених фінансових операцій.

Роль заставного менеджменту виділяється у фінансовому управлінні через значні юридичні та оперативні вимоги. Створенні таким чином спе-

ціалізовані підрозділи, мають такі виокремлені завдання, як контроль впливу за отриманими або розміщеними заставами; оцінка цінних паперів та позик грошових коштів, розміщених як застава; управління рухами забезпечення; передача та отримання застави через маржинальний виклик контрагенту; оцінка придатності отриманої чи заміненої застави; повторне використання застави (за умови дозволу регіпотекації); управління спорами (вирішення розбіжностей із контрагентами щодо оцінки застави та розрахунків незахищеної кредитної позиції) та узгодження портфельних операцій. Під час використання угоди тристороннього репо управління заставою та інші операції періоду дії угоди передаються сторонами тристоронньому агенту.

Фінансова криза 2008 р. ускладнила регуляцію операцій заставного менеджменту. Так, із 2009 р. всі ризикові операції повинні проходити через центральний кліринг (центрального контрагента, ССР).

У США як регуляція був прийнятий Закон про реформування Волл-стріт і захист споживачів Додда – Френка, відомий як Закон Додда – Френка, а в Європі – Європейське регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID). Усі ці регуляторні норми були спрямовані на зниження системного кредитного і операційного ризику та збільшення прозорості на біржі та на позабіржових ринках (OTC).

Приведення законів та норм України до стандартів Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) та Директиви про ринки фінансових інструментів (MiFID) є обов'язковою умовою Європейського регулювання ринкової інфраструктури (EMIR) для отримання Україною доступу до фінансових ринків Європейського Союзу та їх подальшої інтеграції.

Отже, виокремлюється чотири етапи формування та регуляції заставного менеджменту. Перший етап, коли в 1980-х роках Bankers Trust і Salomon Brothers взяли заставу проти кредитного ризику. Другий етап, після кризи 2008 р., пов'язаний із першими процесами регуляції операцій із заставою через центральний кліринг (центрального контрагента, ССР). Третій етап пов'язаний із прийняттям Закону Додда – Френка, Європейським регулюванням ринкової інфраструктури (EMIR) та Директивою про ринки фінансових інструментів (MiFID). Четвертий етап – послаблення фінансового контролю президентом Дональдом Трампом у США з 2018 р.

#### Список використаних джерел:

1. European Central Bank. Офіційний сайт Європейського Центрального банку (ECB). URL : <https://www.ecb.europa.eu/> (дата звернення: 01.05.20).
2. International Securities Lending Association. Офіційний сайт Міжнародної асоціації кредитування цінних паперів (ISLA). URL : <https://www.isla.co.uk/> (дата звернення: 01.05.20).
3. The OTC Space. International Swaps and Derivatives Association (ISDA). URL : <https://theotcspace.com/content/isda-international-swaps-and-derivatives-association/> (дата звернення: 01.05.20).
4. International Capital Market Association. Офіційний сайт Міжнародної асоціації ринків капіталу (ICMA). URL : <https://www.icmagroup.org/> (дата звернення: 01.05.20).
5. Securities Industry and Financial Markets Association. Офіційний сайт Асоціації цінних паперів та фінансових ринків (SIFMA). URL : <https://www.sifma.org/> (дата звернення: 01.05.20).
6. Bank for International Settlements. BIS Quarterly Review, September 2009. URL : [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0909.htm/](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909.htm/) (дата звернення: 01.05.20).
7. European Securities and Markets Authority. Офіційний сайт Європейської організації з цінних паперів і ринків (ESMA). URL : <https://www.esma.europa.eu/> (дата звернення: 01.05.2020).
8. Gregory J. Counterparty Credit Risk: The new challenge for global financial markets: John Wiley & Sons. John Wiley & Sons, 2010. 448 p.
9. Urs P., Ginter P. Securities Lending – Lessons Learned from the Financial Crisis. *Swiss Capital Market Law*. 2011. Vol. 2. С. 2–5.

10. O'Brien S. Dodd-Frank changed consumer protections after the financial crisis – here's how that's shaking out today. CNBC : Stock Markets, Business News, Financials, Earnings. 2018.
11. Lane, S. Trump signs Dodd-Frank rollback. URL : <https://thehill.com/policy/finance/389212-trump-signs-dodd-frank-rollback/> The Hill, (дата звернення: 01.05.2020).
12. Internal Revenue Service. Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA). URL : <https://www.irs.gov/businesses/corporations/foreign-account-tax-compliance-act-fatca/> (дата звернення: 01.05.2020).
13. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). MRA, GMRA, MSLA and MSFTAs. URL : <https://www.sifma.org/resources/general/mra-gmra-msla-and-msftas/> (дата звернення: 01.05.2020).
14. Investopedia. Credit Support Annex (CSA). URL : <https://www.investopedia.com/terms/c/creditsupportannex.asp/> (дата звернення: 01.05.2020).
15. International Swaps and Derivatives Association. ISDA Publishes 2013 Standard Credit Support Annex (SCSA). URL : <https://www.isda.org/2013/06/07/isda-publishes-2013-standard-credit-support-annex-scsa/> (дата звернення: 01.05.2020).
16. Financial-edu. Collateral Management Guide. URL : <https://ru.scribd.com/doc/53429398/Collateral-Management-Guide/> (дата звернення: 01.05.2020).
17. International Capital Market Association. What is tri-party repo? URL : <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/24-what-is-tri-party-repo/> (дата звернення: 01.05.2020).
18. NewOak: Financial Risk Management & Litigation Support. Офіційний сайт фінансово-консультаційної та консалтингової компанії NewOak. URL : <https://newoak.com/> (дата звернення: 01.05.2020).
19. Wikipedia. Central counterparty clearing. URL : [https://en.wikipedia.org/wiki/Central\\_counterparty\\_clearing/](https://en.wikipedia.org/wiki/Central_counterparty_clearing/) (дата звернення: 01.05.2020).
20. Investopedia. Офіційний сайт фінансової енциклопедії Investopedia. URL : <https://www.investopedia.com/> (дата звернення: 01.05.2020).
21. USA Public Law 111–203 111th Congress. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. URL : <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm/> (дата звернення: 01.05.2020).
22. BNP Paribas Security Service. European Market Infrastructure (EMIR) – regulation memo. URL : <https://securities.bnpparibas.com/insights/emir-regulation-memo-2018.html/> (дата звернення: 01.05.2020).

## References:

1. European Central Bank. *The official website of the European Central Bank (ECB)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.ecb.europa.eu/>
2. International Securities Lending Association. *Official site of the International Securities Lending Association (ISLA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.isla.co.uk/>
3. The OTC Space. *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://theotcspace.com/content/isda-international-swaps-and-derivatives-association/>
4. International Capital Market Association. *What is tri-party repo?* Retrieved May 1, 2020, from <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/24-what-is-tri-party-repo/>
5. Securities Industry and Financial Markets Association. *Official site of the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.sifma.org/>
6. Bank for International Settlements. (2009). *BIS Quarterly Review, September 2009*. <https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/rqt0909.htm/>
7. European Securities and Markets Authority. *Official site of the European Securities and Markets Organization (ESMA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.esma.europa.eu/>
8. Gregory, J. (2010). Counterparty Credit Risk: The new challenge for global financial markets. In *John Wiley & Sons* (Vol. 470). John Wiley & Sons.
9. Urs, P., & Ginter, P. (2011). Securities Lending—Lessons Learned from the Financial Crisis. *Swiss Capital Market Law*, 2, 2–5.
10. O'Brien, S. (2018). Dodd-Frank changed consumer protections after the financial crisis – here's how that's shaking out today. *CNBC: Stock Markets, Business News, Financials, Earnings*. <https://www.cnbc.com/2018/09/11/dodd-frank-cfpb.htm/>
11. Lane, S. (2018). *Trump signs Dodd-Frank rollback*. The Hill. <https://thehill.com/policy/finance/389212-trump-signs-dodd-frank-rollback/>
12. Internal Revenue Service. *Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.irs.gov/businesses/corporations/foreign-account-tax-compliance-act-fatca/>
13. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). (2012). *MRA, GMRA, MSLA and MSFTAs*. <https://www.sifma.org/resources/general/mra-gmra-msla-and-msftas/>
14. Investopedia. *Credit Support Annex (CSA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.investopedia.com/terms/c/credit-supportannex.asp/>
15. International Swaps and Derivatives Association. (2013). *ISDA Publishes 2013 Standard Credit Support Annex (SCSA)*. <https://www.isda.org/2013/06/07/isda-publishes-2013-standard-credit-support-annex-scsa/>
16. Financial-edu. *Collateral Management Guide*. Retrieved May 1, 2020, from <https://ru.scribd.com/doc/53429398/Collateral-Management-Guide/>
17. International Capital Market Association. *Official Website of the International Capital Market Association (ICMA)*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.icmagroup.org/>
18. NewOak: Financial Risk Management & Litigation Support. *Official site of financial consulting and consulting company "NewOak."* Retrieved May 1, 2020, from <https://newoak.com/>
19. Wikipedia. *Central counterparty clearing*. Retrieved May 1, 2020, from [https://en.wikipedia.org/wiki/Central\\_counterparty\\_clearing/](https://en.wikipedia.org/wiki/Central_counterparty_clearing/)
20. Investopedia. *The official website of the financial encyclopedia Investopedia*. Retrieved May 1, 2020, from <https://www.investopedia.com/>
21. USA Public Law 111–203 111th Congress. (2009). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm/>
22. BNP Paribas Security Service. (2019). *European Market Infrastructure (EMIR) – regulation memo*. <https://securities.bnpparibas.com/insights/emir-regulation-memo-2018.html/>

**Белоус К. И.**

Одесский национальный экономический университет

## ФОРМИРОВАНИЕ И РЕГУЛЯЦИЯ ЗАЛОГОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА КАК ОТДЕЛЬНОЙ СФЕРЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ

### Резюме

В статье определены пользователи, предмет и причина использования залога ценных бумаг как финансового инструмента коллатерализации незащищенной кредитной позиции. Рассмотрены основные глобальные соглашения, которые являются стандартными для операций залогового менеджмента, среди них – Глобальное соглашение о выкупе (GMRA), Глобальное соглашение о кредитовании ценных бумаг (GMSLA) и соглашение Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA). Выделены функции, роль и задачи залогового менеджмента как отдельной сферы финансового управления. Проанализированы международные нормы регуляции операций залогового менеджмента, а именно Закон Додда – Фрэнка, Европейское регулирование рыночной инфраструктуры (EMIR) и Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID). Определена роль центрального контрагента (CCP) при проведении операций с залогом. Рекомендовано приведение законов и норм Украины к стандартам Европейского регулирования рыночной инфраструктуры (EMIR) и Директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID).

**Ключевые слова:** залог, залоговый менеджмент, коллатерализация, финансовое управление, кредит, деривативы, центральный контрагент.

**Bilous Kostiantyn**

Odessa National Economic University

## FORMATION AND REGULATION OF COLLATERAL MANAGEMENT AS A PARTICULAR SPHERE OF FINANCIAL MANAGEMENT

### Summary

The article identifies users, subject matter, and reason for using a security pledge as a financial collateral instrument for an unsecured credit position. There are discussed major global agreements which are standards for collateral management operations, such as the Global Redemption Agreement (GMRA), the Global Securities Lending Agreement (GMSLA), and the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) agreement. There are distinguished the role, functions, and tasks of the collateral management as a particular sphere of financial management due to significant legal and operational requirements. Also, the article is considered the role of tri-party as a outsource of collateral management. There are distinguished and analyzed four stages of historical formation and regulation of collateral management. The first stage was when the Bankers Trust and Salomon Brothers pledged credit risk in the 1980s. The second stage, after the crisis of 2008 with the first processes of regulation of operations with collateral through central clearing (central counterparty, CCP). The third stage with the adoption of the Dodd-Frank Law, the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). And the fourth stage, with the relaxing of financial control by President Donald Trump in the United States since 2018. Also, there are analyzed international rules for the regulation of collateral management operations, such as the Dodd-Frank Act, The European Market Infrastructure Regulation (EMIR), and The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). There is determined the role of the central counterparty (CCP) in the execution of the collateral. And determined the role, mission, and functions of The European Market Infrastructure Regulation (EMIR) in collateral daily variation and initial margin requirements regulation. Finally, there is recommended to bring the laws and regulations of Ukraine to the standards of The European Market Infrastructure Regulation (EMIR) and The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

**Keywords:** collateral, collateral management, collateralization, financial management, credit, derivatives, central counterparty clearing.