

УДК 336.76

Кравчук І.

КОРОТКИЙ ПРОДАЖ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ В УКРАЇНІ

Розглянуто сутність коротких продажів цінних паперів. Проаналізовано сучасну практику здійснення цих операцій на міжнародних ринках капіталу; визначено передумови та перспективи їх розвитку в Україні.

Ключові слова: цінні папери, короткий продаж цінних паперів, маржинальна торгівля, «тік тест».

На сучасному етапі фондовий ринок України характерний розвитком нових технологій біржової торгівлі; зокрема в 2009 р. на «Українській біржі» було запроваджено інтернет-трейдинг цінними паперами для фізичних осіб, у 2010 р. – торгівлю деривативами (ф'ючерсами на фондовий індекс UH). Для повноцінного функціонування ринку відповідно до міжнародної практики фахівці розглядають доцільність упровадження такого механізму здійснення операцій із цінними паперами, як маржинальна торгівля, в т. ч. надання позик цінними паперами (коротких продажів).

Однак, зважаючи на кризові явища на міжнародних ринках капіталу, впровадження даних механізмів потребує детального дослідження розвитку цих операцій у світі, аналізу їхнього впливу на дестабілізацію фінансових ринків тощо.

Порядок здійснення коротких продаж цінних паперів досліджують як вітчизняні (Б. Пшик, І. Рекуненко), так й іноземні (У. Шарп, Т. Толлі, С. Кропачьов) вчені. Однак у їхніх працях нема чіткого визначення сутності коротких продажів, їх переваг і загроз щодо впливу на стабільне функціонування фондового ринку.

Метою статті є аналіз механізму здійснення коротких продажів на міжнародних ринках капіталу, визначення сутності цих операцій, порядку їх регулювання відповідно до міжнародної практики, встановлення передумов та розроблення рекомендацій щодо впровадження коротких продажів на вітчизняному організованому фондовому ринку.

На думку деяких дослідників, короткі продажі цінних паперів використовував ще у XVI ст. в Данії Ісаак ле Мейр. Надалі ці операції і застосовували, і забороняли (через звинувачення в провокуванні значних спадів цін на фоніві активи) багато разів в різних країнах. Наприклад, Наполеон

класифікував здійснення коротких продажів як зраду батьківщині, оскільки така практика ускладнювала йому фінансування військових кампаній в умовах нестабільного ринку [6, 7–8].

Короткий продаж служить складовою ширшого поняття – маржинальної торгівлі (англ. margin trading), яка є проведенням торгових операцій із використанням грошей і / або товарів (у т. ч. цінних паперів), що їх надають інвесторові як позику під заставу обумовленої суми грошей або товарів (маржі).

Маржинальна торгівля охоплює два типи операцій [1, 102]:

1) купівлю цінних паперів на маржинальний рахунок, коли певну частину сплачують грошовими коштами клієнта, а решту суми отримують як позику в брокерській компанії;

2) позика цінних паперів у брокерській компанії і продаж їх зі свого маржинального рахунку з наступним погашенням такими самими цінними паперами, що їх купують за наступних угод.

Технічний комітет Міжнародної організації комісій із цінних паперів (IOSCO) пропонує відносити до коротких продажів операції, за яких реалізація акцій передбачає, що продавець не є власником предмета продажу.

Принципи регулювання коротких продажів цінних паперів згідно з рекомендаціями IOSCO є такими [9]:

- ✓ короткі продажі мають бути предметом відповідного контролю для зменшення або мінімізації потенційних ризиків, що можуть негативно вплинути на належне й ефективне функціонування і стабільність фінансових ринків;
- ✓ короткі продажі мають бути предметом звітної системи, що забезпечує вчасне інформування ринків та ринкової влади;
- ✓ короткі продажі мають бути предметом ефективної системи узгодження і правового нагляду;
- ✓ регулювання коротких продажів має передбачати відповідні винятки для визначених типів трансакцій для ефективного ринкового функціонування та розвитку.

У наукових публікаціях [5, 182] короткий продаж цінних паперів нерідко ототожнюють із непокритим продажем, однак це твердження неправильне. Відповідно до міжнародної практики [11] є два типи коротких продажів (short selling) цінних паперів:

1) покритий короткий продаж, коли перед здійсненням короткого продажу продавець позичив цінні папери або погодив умови позики з метою впевненості в можливості отримання позики;

2) непокритий («naked») короткий продаж, коли перед здійсненням операції короткого продажу фондових активів продавець не позичив дані цінні папери або наперед не домовлявся про можливість позики.

Для узгодження інтересів контрагентів при кредитуванні цінними паперами в 1989 р. була створена Міжнародна асоціація позик цінними паперами (ISLA, The International Securities Lending Association), яка розробляє загальні стандарти надання позик цінними паперами. Зокрема, в лютому 2010 р. було опубліковано рамкову угоду позики цінних паперів (GMSLA 2010).

Проведені в 2010 р. ISLA дослідження визначають такі переваги коротких продажів цінних паперів [10]:

- ✓ значення цін швидше корегують відповідно до нової фундаментальної інформації;
- ✓ зменшується ймовірність виникнення цінових «бульбашок»;
- ✓ залишається незмінною або навіть зменшується ймовірність цінових обвалів;
- ✓ зменшуються традиційні витрати, збільшується дохід та підвищується ринкова ліквідність;
- ✓ може приводити до вищої рівноваги цін.

У 2009 р. Управління з фінансового регулювання (FSA) Великої Британії в своїх документах стосовно коротких продажів стверджувало, що ці угоди є «легітимною інвестиційною технікою в нормальних ринкових умовах» [10].

Окрім того, до переваг коротких продажів належить те, що інвестор хеджує ризики власного портфеля цінних паперів.

Однак у певних випадках короткий продаж може бути джерелом потенційних загроз для ринку. За окремих ринкових умов є ризик, що короткий продаж може призвести до гострої спадаючої спіралі цін, а в наслідку – до ринкових збурень і потенційного системного ризику.

У вересні 2008 р. під час фінансової кризи відповідні регулюючі органи в кількох країнах ЄС і в США прийняли надзвичайні заходи щодо обмеження або повної заборони коротких продажів деяких або всіх цінних паперів. Ці дії були зумовлені значною фінансовою нестабільністю, а короткі продажі могли поглибити спад цін на акції, спричинити обвал акцій фінансових установ, що могло навіть призвести до банкрутства цих інститутів і розвитку системного ризику.

Крім того, 9 травня 2010 р. німецький фінансовий регулятор BaFin оголосив мораторій на незабезпечені короткі продажі державних облігацій країн єврозони та відповідних кредитних дефолтних свопів (CDS) на ці облігації. Організація також тимчасово заборонила непокриті короткі продажі акцій 10 німецьких компаній, у т. ч. страхової групи Allianz, банків Commerzbank, Deutsche Bank, біржі Deutsche Boerse. Регулятор пояснив свої дії надзвичайно високою волатильністю державних облігацій єврозони і значним розширенням спреда CDS [2]. У червні 2010 р. в Німеччині

прийнято закон про заборону незабезпечених коротких продажів державних облігацій країн ЄС.

На основі пропозицій Німеччини Європейська комісія в 2010 р. затвердила пропозиції про обмеження коротких продажів цінних паперів. Зокрема, передбачено, що з 1 липня 2012 р. та території ЄС діятимуть такі правила [11]:

1. Особа, яка займає коротку нетто-позицію щодо акцій, котрі перебувають в обігу на організованому ринку, має приватно повідомляти регулюючий орган про обсяг позиції у випадку, якщо він перевищує 0,2% вартості емітованого акціонерного капіталу, а також публічно розкривати обсяг позиції у випадку, якщо він перевищує 0,5% емітованого акціонерного капіталу.

2. Особа, яка займає коротку нетто-позицію, має повідомляти власний регулюючий орган про неї у випадку, якщо коротка позиція відкрита щодо цінних паперів державного боргу країн-членів ЄС або власне ЄС, а також про непокриту позицію в кредитних дефолтних свопах, які стосуються боргу країн-членів ЄС або власне ЄС.

3. Особа може здійснювати операцію короткого продажу акцій або цінних паперів державного боргу тільки у випадку, якщо дотримана хоча б одна з таких умов:

- ✓ особа позичила ці акції чи інструменти державного боргу;
- ✓ особа попередньо домовилася про позику даних цінних паперів;
- ✓ особа має домовленості з третьою особою, яка підтверджує, що дані фінансові інструменти зарезервовані з метою позики для цієї особи.

Технічні процедури щодо реалізації цих правил та контроль за їх дотриманням має здійснювати Комісія з регулювання цінних паперів та фондових ринків ЄС (European Securities and Markets Authority, ESMA), яка почала функціонувати в 2011 р.

У США регулювання коротких продажів було визначено Законом про фондові біржі (1934 р.), яким встановлено так званий «тік тест». Зокрема, цінні папери можуть бути коротко продані, якщо ціна продажу вища за ціну попередньої угоди (plus tick) або дорівнює їй, якщо перед тим ціна зростала (zero-plus tick) [8].

Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC) вдосконалила у 1938 р. й у січні 2005 р. регулювання коротких продаж прийняттям Правила SHO (Regulation SHO). Дане правило передбачає встановлення низки вимог у зв'язку зі збільшенням зловживань при проведенні непокритих коротких продаж, а саме [8]:

1) вимога «locate», яка передбачає, що торговець повинен мати обґрунтовані основи впевненості, що він зможе позичити цінні папери, якщо здійснюють непокритий короткий продаж. Ці переконання мають бути документально підтверджені для ефективного короткого продажу;

2) вимога «close-out», тобто для брокерів-дилерів встановлюють додаткові вимоги поставки цінних паперів, що зареєстровані в кліринговій палаті як інструменти стосовно яких було відтерміноване невиконання поставки. Ці інструменти називаються «пороговими» цінними паперами (threshold securities). Вони набувають таких ознак, якщо сукупно виконані такі критерії: а) протягом 5 днів не здійснено поставку; б) сукупно це стосується 10 тис. акцій і більше; в) це становить хоча б 0,5% від загального випуску даних акцій.

26 лютого 2010 р. SEC прийняла поправки до Regulation SHO, якими, зокрема, передбачено впровадження на біржах автоматичного механізму заборони коротких продажів у випадку, якщо ціна попиту (bid) зменшиться на 10% і більше протягом дня [7].

У Росії короткі продажі на сучасному етапі виконують на підставі «Правил здійснення брокерської діяльності при здійсненні на ринку цінних паперів угод з використанням грошових коштів і / або цінних паперів, переданих брокером в позику клієнту (маржинальних угод)», прийнятих у березні 2006 р. (з поправками від 09. 04. 2009 р.). Згідно з даними Правил короткі продажі названі «незабезпечені» угоди, що не відповідає міжнародній термінології в цій сфері.

У Росії брокер може здійснити незабезпечену угоду за умови [3]:

- ✓ що клієнт, забезпечуючи виконання зобов'язань, які виникли в результаті укладання незабезпеченої угоди в інтересах клієнта, надасть цінні папери, що належать клієнту та / або ті, що купує брокер для клієнта в результаті здійснення відповідної незабезпеченої угоди;
- ✓ що клієнт, забезпечуючи виконання зобов'язань, котрі виникли в результаті укладання незабезпеченої угоди в його інтересах, надає грошові кошти.

Наведений витяг із Правил свідчить про некоректність визначення коротких продажів як незабезпечених угод, оскільки вимогою їх проведення є надання забезпечення.

У 2009 р. російські Правила були змінені, зокрема, визначено, що брокер не має права здійснювати незабезпечений угодою продаж цінних паперів за ціною на 3% (раніше 5%) нижчою розрахованої організатором торгівлі ціни закриття за даним цінним папером за попередній робочий день [3]. Дана поправка дещо суперечить міжнародній практиці, зокрема «тік тесту», що застосовують у США.

В Україні, незважаючи на нормативно-правову неврегульованість операцій із короткого продажу цінних паперів, ряд інвестиційних компаній (Драгон Капітал, КІНТО, Проспект Інвестментс та інші) пропонують цю послугу для клієнтів.

Також в Україні Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) розробила проект Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр., яким передбачено з метою створення умов для максимального використання потенціалу біржового ринку на другому етапі (до кінця 2015 р.) впровадити інструменти РЕПО і маржинальне кредитування через:

- ✓ визначення поняття та регулювання на законодавчому рівні маржинальних операцій і договорів РЕПО на фондовому ринку;
- ✓ визначення критеріїв ліквідності для цінних паперів, які можна використовувати як забезпечення для таких операцій [4].

Основною передумовою здійснення коротких продажів в Україні є нормативно-правове врегулювання питань маніпулювання на ринку та інсайдерської діяльності. Враховуючи пріоритет економічної політики України щодо вступу в ЄС, питання регулювання зловживань на ринку цінних паперів мають бути адаптовані до Директиви ЄС 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. про інсайдерську діяльність і маніпулювання ринком. В іншому випадку розвиток коротких продажів на вітчизняному фондовому ринку призведе до порушення цілісності його функціонування, зростання зловживань, зменшення транспарентності та збільшення волатильності.

Тому на сучасному етапі в Україні ДКЦПФР має нормативно заборонити здійснення коротких продажів до прийняття відповідного антимаіпуляційного та протиінсайдерського законодавства. При розробленні нормативних документів щодо порядку здійснення коротких продажів в Україні слід узяти до уваги закордонний досвід, зокрема країн ЄС, – щодо заборони проведення непокритих коротких продажів та США – щодо правила «тік тест». Окрім того, необхідно встановити чіткі вимоги до професійних учасників ринку цінних паперів, які матимуть дозвіл на здійснення цих операцій, визначити критерії допуску цінних паперів у список фондових активів, дозволених для «коротких» продажів, узгодити вимоги до договорів позики цінних паперів відповідно до GMSLA, розробити технічні вимоги щодо рівня маржі при зміні ринкової ціни фондових активів. ДКЦПФР разом із Національним банком України слід врегулювати порядок функціонування в Україні маржинальних рахунків тощо.

Аналіз світової практики здійснення коротких продажів цінних паперів свідчить про суттєве вдосконалення їх регулювання протягом останніх років з метою зменшення впливу цих операцій на дестабілізацію фінансових ринків. На сучасному етапі розвитку фондового ринку України недоцільно дозволяти здійснення коротких продажів цінних паперів через відсутність антимаіпуляційної та протиінсайдерської правової бази. У майбутньому при розробленні правил здійснення коротких продажів необхідно враховувати досвід ЄС та США для подолання виникнення фінансової нестабільності і системних ризиків. Подальші наукові дослідження

слід проводити в напрямку деталізації процедури здійснення коротких продажів та їх чіткого нормативно-правового врегулювання.

The essence of short selling of securities was considered. Modern practice of realizing of this operation at the international capital market was analyzed; preconditions and perspectives of the development of short selling were defined.

Key words: *securities, short selling, margin trading, «tick test».*

Рассмотрено сущность коротких продаж ценных бумаг. Проанализировано современную практику проведения этих операций на международных рынках капитала; определены предпосылки и перспективы развития коротких продаж ценных бумаг в Украине.

Ключевые слова: *ценные бумаги, короткая продажа, маржинальная торговля, «тик тест».*

Література

1. Кропачев С. В., Ускова Е. В. Особенности маржинальной торговли ценными бумагами на российском фондовом рынке / С. В. Кропачев, Е. В. Ускова // Экономические проблемы и решения. – 2004. – № 1. – С. 101–114.
2. Правительство Германии одобрило закон о запрете коротких продаж [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://quote.rbc.ru>
3. Приказ ФСФР РФ от 07. 03. 2006 № 06-24/пз-н (ред. от 09. 04. 2009) «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и / или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)» (ред. от 09. 04. 2009).
4. Проект Указа Президента України «Про затвердження Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки» [Електронний документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://www.ssmsc.gov.ua>
5. Рекуненко І. І., Терехов Є. М. Маржинальна торгівля цінними паперами як один із способів покращання розвитку фондового ринку / І. І. Рекуненко, Є. М. Терехов // Збірник наукових праць «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України». – 2005. – Том 12. – С. 181–186.
6. Толли Т. Игра на понижение, или Техника «коротких» продаж: Правила игры финансовых топ-менеджеров Уолл-стрит на фондовом рынке / Т. Толли; пер. с англ. М. Веселковой. – М.: ФАИР-ПРЕСС, 2004. – 368 с.
7. Amendments to Regulation SHO [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://www.nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=regsho>
8. Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>
9. Final report on regulation of short selling [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://www.iosco.org>
10. Securities lending and short selling [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: <http://www.isla.co.uk>
11. Wniosek. Rozporządzenie parlamentu europejskiego i rady w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego [Электронный документ]. – 2011. – Режим доступа: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm