

В.С. Уткин, к.э.н., статья в журнале «Финансы и Кредит» №47(383) декабрь 2009г

«Исторический аспект возникновения и становления института центрального контрагента в России и за рубежом»

Первые ЦК: предпосылки и история возникновения.

Как было сказано выше единого мнения относительно точных дат и мест создания Центрального Контрагента¹ нет. Часть исследователей сходится во мнение, что родиной ЦК является Европа, а точнее Великобритания. В 1888 возникла Лондонская клиринговая палата, которая выполняла роль Центрального Контрагента по сделкам на лондонской фондовой бирже. Однако все же большее количество экспертов сходится во мнение, что именно централизованная система управления рисками возникла на Чикагской бирже фьючерсов и опционов (СВОТ). К 1873 году, СВОТ пришла к осознанию важности оценки платежеспособности своих членов, в результате чего была принята резолюция, согласно которой любой член биржи, платежеспособность которого вызывала сомнения, должен был предоставить свои финансовые счета для проверки, в противном случае такой член мог быть исключен. Приблизительно в это же самое время, биржа установила требования в отношении внесения первоначального и дополнительного обеспечения по сделкам, заключаемые на бирже, ввела строгие временные рамки для внесения обеспечения. Невнесение обеспечения рассматривалась как нарушение условий членского договора.

Следующим шагом на пути повышения качества управления рисками стало создание СВОТ клирингового дома в 1883 году. На протяжении многих лет, клиринговый дом не являлся настоящим ЦК. Скорее, при своем создании он представлял собой лишь механизм снижения транзакционных издержек путем подсчета чистых обязательств его членов, для внесения депозита и заключения договоров. В случае неисполнения членом биржи своих обязательств, клиринговый дом не брал на себя ответственности за расчет по сделкам члена биржи, не выполнившего своих обязательств, либо за возмещение убытков другим членам, в случае, когда сумма убытков превышала сумму гарантийного депозита, внесенного таким членом биржи.

Только в 1925 году СВОТ образовала Клиринговую корпорацию товарной биржи (ВОТСС), которая стала настоящим центральным контрагентом, осуществляющим деятельность в качестве контрагента по отношению ко всем сделкам биржи. С образованием ВОТСС, члены биржи были поставлены перед необходимостью купить акции клирингового дома, и только члены-акционеры получали право пользования его возможностями. Также одним из требований клирингового дома

¹ Необходимо отметить, что речь идет о создании именно ЦК а не клиринговых палат. Относительно последних можно с достаточной точностью заявлять, что возникли они в Лондоне в середине 19 века и основной целью преследовали не снижения рисков (прежде всего кредитных), а оптимизацию транзакционных издержек.

было внесение ее членами обеспечения. В случае неисполнения своих обязательств членом биржи, ответственность за расчеты по сделке члена биржи, не исполнившего свои обязательства, переходила на клиринговый дом. Клиринговый дом покрывал убытки, понесенные в результате выполнения обязательств этого члена дома за счет использования его обеспечения. Однако в том случае, когда сумма убытков превышала сумму обеспечения, недостающая сумма бралась из капитала клирингового дома, включая капитал, внесенный его членами, своевременно исполняющими свои обязательства. В том случае, если размер убытков был настолько значительным, что превышал капитал клирингового дома, его члены могли быть поставлены перед необходимостью купить дополнительные акции.

Такая система управления рисками была принята также многими другими ЦК, применительно как к производным инструментам в биржевом обороте, так и к денежному обеспечению сделки. Данную структуру можно охарактеризовать как частичную интеграцию членов биржи в единый комплекс, так как каждый из ее членов теперь стал нести по крайней мере частичную финансовую ответственность за исполнение обязательств другими ее членами, возникающих в результате сделок, заключенных на бирже. Объединение рисков вызывает необходимость для всех членов биржи поддерживать введение контроля над рисками, что ограничивает степень убытков, которые они могут понести в результате деятельности одного из членов биржи, в случае неисполнения им своих обязательств. Более того, вследствие того, что клиринговый дом принадлежит его членам, они имеют возможность оказывать влияние на систему принятия решений в вопросах, касающихся эффективности управления рисками ЦК.

В Европе ЦК возникли гораздо позже. Один крупнейших участников этого рынка LCH Clearnet стал полноценным ЦК лишь в 2004 году. До слияния London Clearing House (LCH) и Clearnet представляли собой обычные клиринговые платы, осуществлявшие клиринг в основном по сделкам со срочными инструментами. LCH начала функционировать в 1888 году в качестве клирингового дома по товарным контрактам в Лондоне. Clearnet так же начал функционирование на товарном рынке в Париже, но гораздо позже в 1969 году. В настоящий момент LCH Clearnet осуществляет функции центрального контрагента на множестве биржевых и внебиржевых рынков Европы.

История возникновения ЦК показывает, что предпосылками возникновения ЦК являлись, прежде всего, возникающие риски неисполнения обязательств по сделкам со стороны участников торгов на бирже. Это утверждение подкрепляет и тот факт, что первые ЦК возникли именно на срочных рынках, которые как раз характеризуются повышенными рисками.

Национальный Клиринговый Центр – важнейший шаг в создании современной архитектуры системы управления рисками на российском финансовом рынке.

Несмотря на то, что российский финансовый рынок очень молод по сравнению с западными, он также идет по пути создания высокоэффективной системы управления рисками. Одной из вех по созданию конкурентной способной и высокоэффективной инфраструктуры явился запуск 10 декабря 2007 торгов на Валютном рынке ММВБ с использованием Центрального Контрагента. Роль ЦК выполняет ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр».

Национальный Клиринговый Центр (НКЦ) был учрежден Группой ММВБ 24 октября 2005 года в форме кредитной организации.

По состоянию на октябрь 2009 года собственные средства НКЦ составляют более 4,2 млрд. руб. Высокий уровень достаточности собственных средств говорит о высочайшей степени надежности НКЦ как центра концентрации рисков на валютном рынке ММВБ.

НКЦ осуществляет клиринг по всем инструментам, которые торгуются на Валютном рынке ММВБ. Основными валютными парами, по сделкам с которыми НКЦ выступает центральной стороной являются:

- пара Евро/Доллар США с расчетами «сегодня» и «завтра»,
- пара Евро/Рубль с расчетами «сегодня» и «завтра»,
- пара Доллар США/Рубль с расчетами «сегодня» и «завтра»
- инструменты валютный «СВОП» с парами Евро/Рубль и Доллар США/Рубль.

Торги по этим инструментам осуществляются на условиях частичного предварительного депонирования активов.

Объем предварительного депонирования рассчитывается НКЦ с использованием системы управления рисками. В качестве предварительного депонирования принимается только валюта – российский рубль, евро или доллар США.

Для выполнения своих обязательств перед участниками и недопущения дестабилизации ситуации на валютном рынке НКЦ использует систему риск менеджмента, основными элементами которой являются:

- частичное обеспечение сделок;
- установление лимита нетто – обязательств участников клиринга;
- осуществление расчетов по принципу PVP (Payment versus Payment);
- фонд покрытия рисков, состоящий из средств участников клиринга.

Создание НКЦ в форме кредитной организации обусловлено тем, что только кредитная организация по законодательству Российской Федерации имеет право заключать сделки с иностранной валютой. Но такая форма открывает перед НКЦ также ряд дополнительных возможностей по созданию дополнительных сервисов для своих клиентов. Среди них особо стоит отметить возможность кредитования участников для исполнения ими своих обязательств, а также доступ к инструментам рефинансирования ЦБ. Статус НКЦ накладывает обязательства по транспарентности и поддержанию финансовой устойчивости. Транспарентность НКЦ помогает участникам клиринга объективно оценивать риски ЦК и устанавливать на него справедливые лимиты. Это, учитывая значимость института, является дополнительным фактором, повышающим интерес участников к валютному рынку ММВБ.

Стратегической задачей НКЦ является предоставление участникам биржевых рынков ММВБ интегрированного клирингового обслуживания,

предусматривающего ведение единых позиций (лимитов) участников в процессе их обслуживания на всех биржевых рынках ММВБ. С целью достижения этой цели НКЦ постепенно будет принимать на себя функции Центрального Контрагента на всех рынках группы ММВБ.

Особенности Функционирования института Центрального Контрагента на российском финансовом рынке: Клиринговый Центр РТС и ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр»

Описание российского опыта становления и развития Центрального Контрагента необходимо построить на конструировании сравнительной характеристики двух организаций, которые, являясь частью крупнейших в России биржевых холдингов, осуществляют функции Центрального Контрагента – Клиринговый Центр РТС и Национальный Клиринговый Центр.

Статус НКЦ и КЦ РТС

1) НКЦ, в отличие от КЦ РТС является кредитной организацией. Как было сказано выше, данный статус позволяет НКЦ пользоваться рядом инструментов. Прежде всего, это касается управления ликвидностью НКЦ. Имея доступ к инструментам рефинансирования ЦБ РФ, а также к межбанковскому кредитному рынку НКЦ в оперативном порядке может занимать необходимые средства для обеспечения расчетов, а также размещать временно свободные денежные средства в низко-рисковые инструменты, тем самым повышая собственную рентабельность. Также важным фактором, повышающим доверие участников рынка к НКЦ, является прозрачность последнего. Согласно требованиям ЦБ РФ НКЦ обязан ежедневно предоставлять регулятору баланс, отдельно рассчитывать объем собственных средств, на ежедневной основе рассчитывать значения обязательных нормативов для кредитных организаций. КЦ РТС, не имея статус кредитной организации не несет обязательств по ежедневной подготовки отчетных форм.

Рынки, на которых функционируют ЦК.

2) Среди особенностей рынка на котором функционирует НКЦ можно выделить следующие:

- относительно низко-рисковый состав участников (исключительно кредитные организации);
- невысокая волатильность рынка, ограниченная действиями регулятора (Это позволяет НКЦ устанавливать относительно низкие требования к коэффициентам депонирования (от 3,5 до 12% в зависимости от инструмента);
- высокая ликвидность, поддерживаемая, в том числе Банком России.

КЦ РТС обслуживает рынок, который характеризуется более высокими рисками, связанными как со спецификой деривативов и акций, так и с перечнем участников, среди которых в основном представлены низко-капитализированные профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Состав и структура капитала ЦК

3) Статус кредитной организации обязывает НКЦ формировать собственный капитал в соответствии с требованиями Центрального Банка Российской Федерации. Данные требования основаны на международной практике, которая нашла отражение в Базельском соглашении. Так в частности кредитные организации должны соблюдать обязательный уровень достаточности собственных средств и его ликвидности. НКЦ размещает собственные средства преимущественно в высоконадежные ликвидные облигации с минимальным кредитным риском. Исходя, из данных баланса КЦ РТС² капитал этой организации преимущественно размещен на счетах в кредитных организациях, также возможно часть капитала размещена в долговые инструменты.³ Необходимо отметить, что КЦ РТС при управлении составом и структурой собственного капитала опирается на требования Федеральной Службы по Финансовым Рынкам.

В заключение данного пункта важно упомянуть об объёме собственных средств: у НКЦ – около 4,2 млрд. руб., у КЦ РТС – 1,7 млрд. руб.⁴

Система управления рисками

4) Помимо собственного капитала, который является гарантом надежности, любой ЦК должен обладать устойчивой системой управления рисками, которая максимально быстро и без существенных потерь должна ликвидировать дефолтные позиции участников, не нарушая нормального функционирования расчетной инфраструктуры рынка. Системы риск менеджмента отечественных Централных Контрагентов схожи по своей сути, но также имеют и ряд существенных отличий. Схожесть систем базируется на таких элементах как предварительное депонирование, установление лимитов нетто обязательств участника перед ЦК и наличие фонда покрытия рисков (хотя его форма и механизм работы отличаются) Предварительное депонирование вносится участником клиринга на свой счет в качестве обеспечения под заключаемые сделки. Достаточность средств под заключаемую сделку определяется коэффициентами депонирования, которые рассчитываются ЦК для каждого инструмента отдельно. Как уже неоднократно упоминалось выше, подобный механизм позволяет участникам оптимизировать транзакционные издержки. Лимит нетто обязательств устанавливается ЦК на основе анализа финансового состояния участника с целью минимизации кредитного риска, принимаемого ЦК.

Существенные различия в системе управления рисками между НКЦ и КЦ РТС исходит из наличия на РТС единой позиции на срочном и спот рынке. Данная схема подразумевает наличие портфельного подхода к анализу рисков. Это означает, что обеспечение участника берется не под конкретную сделку, а под совокупность сделок с учетом их направленности. Такой подход позволяет снижать требования к объёму обеспечения без ущерба для устойчивости системы управления рисками.

² По данным на 30 июня 2009 года.

³ В отличии баланса кредитной организации баланс предприятия не дает ясной картины о том, куда размещены средства, составляющие собственный капитал. Выводы о размещении капитала КЦ РТС сделаны на основании экспертной оценки.

⁴ Данные по НКЦ приведены по состоянию на октябрь 2009 года. Данные по КЦ РТС приведены по состоянию на июнь 2009 года.

Также необходимо отметить, что КЦ РТС принимает в качестве обеспечения как денежные средства (в российской и иностранной валютах), так и ценные бумаги⁵.

5) Юридическая конструкции заключения сделок с ЦК.

Юридическим основанием заключения сделок и для КЦ РТС и для НКЦ выступает механизм «open offer», при котором ЦК становится покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя, акцептуя две заявки с совпадающим условиями, но разной направленности. Эффективность данного механизма для участников обусловлена тем фактом, что участник клиринга непосредственно знает своего контрагента – им выступает ЦК.

Зарубежный опыт организации ЦК.

Мировой опыт в построении архитектуры инфраструктурных холдингов и места ЦК в них существенно различается на разных рынках. Это обусловлено как историей возникновения ЦК на этих рынках, так и особенностями местного законодательства.

Мировая практика допускает существование двух основных моделей организации деятельности центральных контрагентов: модель горизонтальной интеграции и модель вертикальной интеграции. В соответствии с моделью горизонтальной интеграции центральные контрагенты создаются и функционируют как относительно независимые и равнодоступные инфраструктурные элементы, обслуживающие широкий круг рынков, прежде всего, биржевых. В соответствии с моделью вертикальной интеграции ЦК создаются и функционируют в рамках так называемых вертикалей на базе отдельных бирж и/или биржевых групп.

Последние тенденции в области организации ЦК в мире показывают, что существует отчетливый тренд в сторону модели вертикальной интеграции. В наибольшей степени, вертикальная модель распространена на срочном рынке клиринга в рамках CME Group⁶, Eurex⁷, ICE⁸, NASDAQ OMX⁹. В качестве примеров горизонтальной модели (на срочном рынке) можно привести, LCH. Clearnet и Options Clearing Corporation (OCC).

В США наиболее отчетливо имеет место различие между вертикальной и горизонтальной интеграцией. Это объясняется несколькими факторами, присущим рынкам США:

- отличительной особенностью США была и является наибольшая среди других стран развитость вторичного сегмента фондового рынка;
- в США централизованный клиринг возник гораздо раньше, чем на рынках Европы (в начале 20-х годов XX века, тогда как в Европе только в начале

⁵ Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение устанавливается КЦ РТС

⁶ CME Group – биржевой холдинг со штаб квартирой в Чикаго. Владеет Чикагской товарной биржей и одноименной клиринговой палатой, выполняющей функции ЦК

⁷ Eurex – крупнейшая европейская биржа деривативов

⁸ ICE- одна из крупнейших американских бирж, торгующих поставочными фьючерсами на нефть и нефтепродукты.

⁹ NASDAQ OMX- глобальный инфраструктурный биржевой холдинг, владеющий биржей NASDAQ в Нью-Йорке. Как ЦК предоставляет свои услуги на ряде рынков стран Восточной и Центральной Европы, а также США.

XXI). Причем в Европе до сих пор не на всех рынках есть централизованный клиринг.

Таким образом, именно рынку США присуще одновременное существование обеих моделей (правда на разных сегментах: вертикальная на срочном рынке и горизонтальная модель – на фондовом).

В Европе клиринг на фондовом рынке возник гораздо позднее в рамках преимущественно вертикальной модели. При этом практика LCH. Clearnet, а именно – выделение (реальное или планируемое) из этой организации сервисов в интересах отдельных биржевых структур, также свидетельствует об определенном направлении в сторону горизонтальной модели.

Помимо описания архитектуры мировых биржевых холдингов необходимо упомянуть о работе международных организаций, которые, объединяя ведущих специалистов в области клиринга и управления рисками в мире, способствуют дальнейшему развитию института ЦК в мире. Одной из таких организаций является Европейская Ассоциация клиринговых домов (ЕАСН – European Association of Clearing Houses). Данная Ассоциация разрабатывает рекомендации по системам корпоративного управления и управления рисками для ЦК. Так же ЕАСН способствует налаживанию международных контактов между ЦК с целью обмена опытом. Одним из важнейших шагов по унификации деятельности ЦК во всем мире стала разработка Кодекса корпоративной этики для ЦК (Code of conduct).

Заключение.

- 1) ЦК, несмотря на то, что появились как институт достаточно давно, только в последнее время стал функционировать на большинстве финансовых рынков мира, как развитых, так и развивающихся.
- 2) Наличие на рынке ЦК позволяет:
 - a. Снижать риски неисполнения сделок, путем их концентрации у ЦК.
 - b. Оптимизировать транзакционные издержки участников посредством неттинга.
 - c. Оптимизировать юридическую конструкцию заключения сделок. Каждый участник рынка знает своего контрагента – им выступает ЦК.