

«Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке»

Клиринговая деятельность с использованием института Центрального контрагента (ЦК) – сравнительно новое явление на мировых финансовых рынках. Оно прочно утвердилось в системе координат мировой финансовой инфраструктуры лишь в середине 90-ых годов и продолжает приобретать все большую популярность участников практически на всех сегментах финансового рынка.

Напомним, что Центральный контрагент выступает посредником между сторонами сделки, т.е. продавцом для первоначального покупателя и покупателем для первоначального продавца, которые заменяют свои договорные отношения друг с другом соответствующими договорами с ЦК, а последний, в связи с этим, гарантирует исполнение обязательств в рамках заключаемых участниками сделок.

Использование указанного механизма ставит ЦК в уникальное положение, поскольку он осуществляет прямое взаимодействие с каждым из торговых контрагентов, и, следовательно, несет контрагентский риск по операциям с каждым из них. Это обстоятельство побуждает ЦК осуществлять тщательный мониторинг деятельности контрагентов. Участники рынка, в отличие от ЦК, в данной форме существования клиринга, не зависят от кредитоспособности кого-либо за исключением ЦК, что существенно снижает для них издержки мониторинга рисков. Как правило, именно эта роль считается основной для ЦК, которую Джон Трундел (Euroclear SA/NV) охарактеризовал как «коллективные инвестиции рынка в управление рисками».

ЦК управляет рисками, используя целый ряд инструментов. Во-первых, ЦК может устанавливать требования к участникам, включая минимальную величину капитала. Участники торгов, желающие продолжать участие в клиринговой деятельности, должны соблюдать данные требования. Опять-таки, это устраняет необходимость в том, чтобы отдельные участники торгов обращали внимание на риски в отношении своих торговых партнеров, поскольку они знают, что участники могут присутствовать на рынке, обслуживаемом центральным клиринговым контрагентом, только в случае их соответствия определенным стандартам.

Наиболее широко распространенным (а по мнению многих – и наиболее важным) инструментом управления рисками является обеспечение. ЦК, как правило, держат обеспечение (иногда именуемое начальной маржой), депонированное каждым участником рынка, в целях демпфирования неблагоприятных рыночных колебаний. ЦК также отслеживает позиции участников и периодически направляет требования о

внесении дополнительного обеспечения, соответствующие колебаниям рынка, что позволяет в приемлемой степени оградить ЦК от будущих убытков. ЦК устанавливают правила, оговаривающие то, какие активы могут использоваться в качестве обеспечения, какой дисконт следует применять к стоимости определенных активов при расчете их стоимости в качестве обеспечения, а также с какой периодичностью ЦК может направлять требования о депонировании дополнительного обеспечения.¹ Ряд исследователей считают, что именно выполнение функций механизма работы с обеспечением является наиболее важной причиной, породившей и обосновывающей необходимость существования ЦК.²

Как правило, ЦК также требуют от участников периодического внесения дополнительных сумм (иногда именуемых вариационной маржой) для того, чтобы избежать аккумуляции торговых убытков. Участники торгов, чьи позиции обесценились в результате рыночных колебаний, осуществляют в пользу ЦК платежи на сумму разницы между текущей рыночной ценой и недавней расчетной ценой (как правило, ценой закрытия предыдущей торговой сессии). ЦК, в свою очередь, осуществляет платежи таким образом, чтобы участники торгов, стоимость позиций которых выросла в результате рыночных колебаний, получили соответствующую прибыль. Указанный процесс перераспределения вариационной маржи позволяет ЦК устанавливать маржинальные требования на максимально низком уровне, при этом поддерживая величину обеспечения на уровне, достаточном для минимизации будущих убытков.

ЦК также используют механизмы перераспределения убытков, покрывающие любые дополнительные убытки, превышающие сумму обеспечения, депонированного участником торгов, не исполнившим свои обязательства. Разделение убытков – последний уровень защиты, гарантирующий способность ЦК исполнять свои обязательства, несмотря на дефолт одного или большего количества участников торгов. Это также должно уменьшить потенциальную опасность «эпидемии дефолтов» в случае дефолта отдельных участников клиринга, поскольку объединенная группа является более устойчивой к убыткам, чем отдельный участник. Однако, существует понимание того, что разделение убытков может побудить участников рынка, обслуживаемого ЦК, вести более активную торговую деятельность и открывать более крупные позиции, тем самым увеличивая потенциальный риск для ЦК. Кроме того, установление слишком высоких (низких) маржинальных требований переносит бремя дефолта отдельных участников на этих участников (либо, соответственно, на добросовестных участников). Обеспечение является дорогостоящим инструментом, увеличивающим издержки всех участников клиринга. Очевидно, что с точки зрения участников ценность данного инструмента должна превышать потенциальные издержки; это условие является предпосылкой для

¹ См. Кеппл и Монне (2006).

² См. например, Консидайн (2001). Обсуждение общих аспектов неттинга платежей содержится в работе Баера и Эвансффа (1991).

дальнейшего согласования механизмов распределения убытков между участниками.

Уникальный статус ЦК, основанный на том, что ЦК является общим контрагентом по всем сделкам на обслуживаемом им рынке, значительно упрощает многосторонний неттинг торговых обязательств. Проведившиеся в прошлом исследования показали, что многосторонний неттинг может приводить к существенному уменьшению рисков в рамках открытых брутто-позиций – в некоторых случаях риски были уменьшены более чем на 90%. Это вносит свой вклад в улучшение ликвидности и емкости рынков.

В результате централизации потоков информации и стандартизации бизнес-процессов, ЦК на обслуживаемом им рынке может достичь экономии масштабов и/или экономии диверсификации в рамках выполнения функций управления рисками ЦК. По аналогичным причинам ЦК также может получить экономию масштабов при оказании дополнительных административных услуг, снижающих издержки.

Рассмотрим, например, ситуацию с дефолтом участника торгов по неисполненным контрактам на рынке, не обслуживаемом центральным клиринговым контрагентом. Для того, чтобы защитить себя от убытков, возникающих в результате дефолта, каждый из контрагентов участника торгов, не исполнившего свои обязательства, должен самостоятельно предпринять такие меры, как закрытие открытых позиций, реализация обеспечения и, если необходимо, подача судебного иска. В то же время, на рынке, обслуживаемом центральным клиринговым контрагентом, ЦК от имени всех участников рынка предпринимает действия по защите от убытков, возникающих в результате дефолта данного участника торгов. Наконец, снижения издержек можно добиться путем централизации различных услуг бэк-офиса (например, таких как регистрация сделок, сверка сделок, предоставление отчетности, расчеты в рамках неттинга, централизованная оценка обеспечения, а также расчетные услуги для участников клиринга).

Однако, несмотря на то, что ЦК считаются источником значительных преимуществ, клонирование изолированных ЦК порождает потенциальные проблемы. По мере увеличения количества ЦК издержки координации, связанные с управлением многочисленными клиринговыми механизмами, также начинают расти, равно как и операционные риски. Возникает необходимость в поддержании и управлении дополнительными пулами обеспечения. К тому же возрастают административные издержки, связанные с тем, что фирмам требуется использовать сразу несколько моделей инфраструктуры, возможно, существующих в разной правовой среде с разными инструментами регулирования, разными процедурами обеспечения соответствия требованиям и разными бизнес-процессами.³ При наилучшем развитии событий степень разнородности в группе ЦК снижается. Хотя данного результата можно достичь множеством способов, включая

³ Блисс и Папафанассиу (2006) подчеркнули проблемы, связанные с правовой неопределенностью, и описали попытки как в США, так и в Европе решить эти проблемы.

консолидацию ЦК, гармонизацию обработки сделок, связи между ЦК, а также перекрестное членство в ЦК. Основная часть дискуссии, развернувшейся в Европе, посвящена вопросам консолидации ЦК.

В настоящее время крупнейшими двумя европейскими рынками являются Euronext и Deutsche Börse. Одним из крупных игроков также является Лондонская фондовая биржа. Основными европейскими ЦК являются Clearnet SA, Лондонская клиринговая палата⁴ и Eurex Clearing AG. Clearnet SA и Лондонская клиринговая палата приступили к работе в качестве единой организации (LCH.Clearnet) 01 января 2004 года.⁵ LCH.Clearnet SA является кредитным институтом, действующим в рамках французского законодательства, надзор за которым осуществляется французскими регулирующими органами. LCH. Clearnet SA является дочерней компанией Euronext Paris, в свою очередь принадлежащей Euronext Group вместе с холдингом Euroclear.⁶

Eurex Clearing AG является дочерней компанией со 100% капиталом Eurex Frankfurt AG⁷, основанной в 1998 году в соответствии с немецким законодательством и регулируемой государственными органами Германии. Она действует в качестве клиринговой палаты на биржах Eurex в Цюрихе и Франкфурте. Компания является центральным контрагентом по сделкам с облигациями, торгуемыми на площадке Eurex Bonds GmbH (с октября 2000 года), а также по биржевым операциям, осуществляемым на бирже Xetra, либо на Франкфуртской фондовой бирже, с находящимися на ответственном хранении группами акций, деноминированных в евро и включенных в листинг биржи Xetra (с марта 2003 года).

В рамках Европейского Союза основным фактором, ведущим к совершенствованию клиринговых механизмов, является непрекращающийся процесс европейской экономической интеграции. В связи с этим несколько всемирно известных инвестиционных банков выразили поддержку идеи о том, что в Европе должен быть единый центральный клиринговый контрагент, оказывающий услуги по многим валютам и многим инструментам (акции, облигации, производные инструменты и коммодитиз).

Очевидно, что по мере осуществления консолидации рынок должен будет инвестировать значительные ресурсы в развитие технологии и интеграцию бизнес-процессов. Однако данные расходы могут быть оправданы в том случае, если они приведут к увеличению внутренней эффективности и поддержанию достаточной степени безопасности.

В этой связи можно положительно оценить появление рекомендаций для ЦК, основанных на принципе «наилучшей практики», разработанных

⁴ LCH и Clearnet объявили о слиянии 25 июня 2003 года. Более подробная информация о данном слиянии содержится в Пункте 4 «Будущие перспективы» (перспективы интеграции).

⁵ Частично основано на Заключительном отчете London Economics (2004). См. также Приложение 3 «Описание ряда ЦК».

⁶ Новая корпоративная структура (2004 год) группы Euroclear (Euroclear plc) состоит из CrestCo, Euroclear France, Euroclear Netherlands и Euroclear Bank.

⁷ Дочерняя компания Deutsche Börse AG. С 2002 года Deutsche Börse принадлежит 100% капитала группы Clearstream.

Комитетом по платежным и расчетным системам при Банке Международных расчетов и Техническим Комитетом Международной организации Комиссий по ценным бумагам (CPSS/IOSCO Recommendations), а также Стандартов управления рисками для ЦК Европейской ассоциации Клиринговых домов – Центральных контрагентов (EACH Standards for CCP) 8 . В Рекомендациях четко и детально прописаны понятия, составляющие компоненты, причины возникновения и методика минимизации рисков по 15 основным позициям, имеющим непосредственное отношение к системе управления рисками, которой должны придерживаться ЦК. Это касается правовых рисков; требований, предъявляемым к участникам клиринга; оценки кредитных рисков и управления ими; требований по размещению обеспечения; финансовых ресурсов; процедуры установления неплатежеспособности; кастодиального риска и риска инвестирования; операционного риска; расчетов по денежным средствам; физической поставки; рисков связей между Центральными контрагентами; прозрачности; регулирования и наблюдения и т.д. Учитывая растущий интерес к ЦК и заинтересованность в их распространении на большее число стран и продуктов, упомянутые рекомендации были разработаны для обеспечения безопасности и стабильности финансовых рынков по мере распространения ЦК.

В то же время, по ряду аспектов может возникнуть необходимость в том, чтобы продвинуться еще дальше. Например, к надежности ЦК могут предъявляться такие же требования, как и в случае с банками первого эшелона (т.е. требования к достаточности капитала, установленные Базельским соглашением). Такое положение наблюдается далеко не везде – в некоторых странах ЦК имеют статус банков, в то время как в ряде других стран они рассматриваются в качестве клиринговых домов, что влечет за собой различия в требованиях регулирующих органов. Основная цель – в полной мере получить выгоду от использования механизмов ЦК, а также удовлетворить индивидуальные потребности различных сегментов участников ЦК.

Между участниками финансового рынка имеется практически полное взаимопонимание по поводу того, что деятельность ЦК должна быть предметом определенного надзора со стороны регулирующих органов.⁹ Трудно переоценить важность выполнения регулируемыми органами функции координаторов, объединяющих усилия участников рынка для внедрения наилучшей практики и стандартов деятельности ЦК.

В Европе схема, сочетающая в себе клиринговую деятельность и использование механизма ЦК, применяется клиринговыми домами не только на рынках производных инструментов, где, ввиду связанного с ними высокого риска такой клиринг являлся обычной практикой уже несколько десятилетий, но и на фондовых рынках.

⁸ См. работу Банка международных расчетов, Комитета по системам платежей и расчетов и Технического комитета Международной организации комиссий по ценным бумагам (2004).

⁹ Рубен Ли (Oxford Finance Group), тем не менее, заявил о «преувеличенной» озабоченности по поводу системного риска, присущего деятельности клиринговых и расчетных институтов.

В России институт Центрального контрагента возник в середине первой декады 21 века как адекватный ответ на вызовы, с которыми сталкивается российский финансовый рынок в период своего развития и становления, что сопровождается ростом рисков в связи увеличением объемов операций, увеличением числа и повышением сложности финансовых инструментов, предлагаемых на рынке участниками для инвестирования. Клиринг с использованием ЦК развивается в рамках двух вертикально интегрированных холдингов – ММВБ и РТС. Если на ММВБ клиринг с Центральным контрагентом осуществляется НКЦ на валютном биржевом рынке, то на РТС механизм ЦК задействован на фондовом рынке.

Как ЦК на практике осуществляет систему управления рисками, можно убедиться, если обратиться к опыту ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» (НКЦ), выполняющего функции Центрального контрагента на биржевом валютном рынке Группы ММВБ, дочерней компании которой он является. Опираясь на систему внутреннего рейтингования ММВБ, НКЦ устанавливает требования к участникам клиринга (к их показателям финансовой устойчивости и эффективности деятельности) и лимиты их нетто операций. Все расчеты с участниками НКЦ проводит на основе принципа PVP - «платеж против платежа», постоянно контролируя обеспеченность сделок. НКЦ также устанавливает, по согласованию с ЦБ РФ, границы допустимых однодневных курсовых колебаний и на случай появления недобросовестного участника имеет «в резерве главного командования» Фонд покрытия рисков и механизм проведения дополнительной сессии с участием Банка России для обеспечения безусловности выполнения обязательств перед добросовестными участниками.

Для Центральных контрагентов «моментом истины» и беспристрастной проверкой надежности системы управления рисками, всех узлов и механизмов стал последний мировой финансовый кризис. Как показывают результаты деятельности в кризисных условиях уже упоминавшегося НКЦ, в период высокой волатильности финансового рынка и почти трехкратного резкого увеличения объемов операций этот Центральный контрагент стал стабилизатором валютного рынка, не допустив ни одного случая неисполнения своих обязательств перед добросовестными участниками. Для поддержания стабильности на биржевом валютном рынке НКЦ осуществлял тщательный мониторинг финансового состояния участников, ситуации на рынке и действий регулятора; изменял нормативы депонирования на валютные тоги на ЕТС различными инструментами в тесном взаимодействии с ЦБ РФ, исходя из текущей конъюнктуры; своевременно прекращал/изменял условия клирингового обслуживания банков в случае существенного ухудшения финансового состояния и/или отзыва лицензии, неоднократного нарушения ими установленных сроков расчетов.

По оценке Всемирной Ассоциации Центральных контрагентов (ССР12), четкую работу в кризисе на мировом финансовом рынке продемонстрировали ЦК, оказавшиеся в ситуации дефолта со стороны

крупного участника, за которым последовала цепная реакция неисполнения обязательств. Несмотря на образовавшиеся крупные суммы невыполненных обязательств и требований, исчислявшихся триллионами долларов, выполнявшие функции ЦК клиринговые организации обеспечили выполнение взятых на себя обязательств в рамках осуществляемой ими системы управления рисками.

Можно констатировать, что Центральный контрагент в России, а именно НКЦ, идет в ногу со своими зарубежными партнерами в части, касающейся совершенствования своей собственной надежной системы управления рисками. Проведенная совсем недавно самооценка деятельности НКЦ международным Рекомендациям и Стандартам показала, что этот специализированный банк как ЦК соответствует принятым международным стандартам. Важным для самого НКЦ и для участников рынка моментом является то обстоятельство, что банк внедряет в практику работы рекомендуемое упомянутыми выше международными организациями проведение на постоянной основе стресс-тестирования с целью оценки влияния на финансовую устойчивость и надежность функционирования банка различных рисков, а именно: валютного, кредитного, ликвидности, процентного, ценового (фондового).

Выводы.

По нашему мнению, в обозримом будущем роль ЦК вырастет; кроме того, будут создаваться новые ЦК, что позволит получить связанные с этим выгоды на других рынках. Данное обстоятельство вызывает серьезный научно-практический интерес в целях формирования базы для создания в России финансовой инфраструктуры соответствующей потребностям национального рынка и успешной ее интеграции в мировую финансовую систему.