

## **«Определение и классификация рисков деятельности центрального контрагента на биржевом финансовом рынке»**

Формирование высококапитализированного и привлекательного для инвесторов финансового рынка напрямую связано и во многом зависит от развития инфраструктуры, обеспечивающей надежное функционирование механизма управления рисками. Именно поэтому в данной статье предпринята попытка классификации рисков в условиях, когда ключевую роль в управлении рисками играет клиринговая организация - центральный контрагент (ЦК).

Прежде всего, определим, что центральный контрагент выступает как ядро консолидации и управления рисками в общей системе координат управления рисками на финансовом рынке.

Понятие института центрального контрагента неразрывно связано с системой управления рисками. Основной задачей центрального контрагента является поддержание стабильности на рынке посредством использования эффективной системы управления рисками<sup>1</sup>. ЦК в процессе своей деятельности принимает на себя практически весь спектр существующих на данный момент на финансовых рынках рисков. Система управления рисками ЦК во всем мире строится в целом на общих принципах и методах, которые нашли своё отражение в Рекомендациях для центральных контрагентов, разработанных Комитетом по расчетным и платежным системам Банка Международных расчетов (Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) совместно с Техническим комитетом Международной организации Комиссий по ценным бумагам (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)).

Рассмотрим основные виды рисков, которые принимает на себя Центральный контрагент и методики управления ими (в соответствии с классификацией, принятой в Рекомендациях для ЦК CPSS/IOSCO).

В качестве основного параметра отметим кредитный риск контрагента.

ЦК несет риски потерь в случае невыполнения участниками своих обязательств, вследствие их неплатежеспособности. Такой кредитный риск контрагента может выражаться в двух формах: предрасчетный риск, или риск цены замещения, связанный с потерями, возникающими вследствие необходимости со стороны ЦК исполнять свои обязательства перед добросовестным участником; расчетный, или основной, риск, то есть риск ущерба, связанного с поставкой или получением платежей от участника, неспособного выполнить свои обязательства.

Если кто-либо из участников не исполняет свои обязательства, ЦК обычно аннулирует сделку с этим участником. Однако ЦК сохраняет обязательства перед добросовестным участниками, поэтому ему необходимо предпринять определенные шаги с целью урегулирования дефолта. Так, ЦК необходимо выйти на рынок и

---

<sup>1</sup> Уткин В.С. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке. //Финансы и кредит, 2009. - № 40.

покупать или продавать инструменты, аналогичные тем, которые были заключены с участником, допустившим дефолт по текущим ценам. При этом возникает риск цены замещения, так как эти инструменты могут быть проданы по цене более низкой или куплены по цене более высокой, чем первоначальная цена сделки. Размер риска цены замещения зависит от колебаний цен на инструменты, от времени, разделяющего дату заключения сделки и дату прекращения платежей участником. Таким образом, исходя из описания данного вида риска, данного в Рекомендациях можно сделать вывод, что понятие кредитный риск контрагента представляет собой некий гибрид рыночного и кредитного риска в их общем понимании.

Инструментами управления кредитного риска контрагента являются:

### **1. Требования, предъявляемые к участникам.**

ЦК устанавливает требования к участникам рынка с целью минимизации кредитного риска, который он на себя принимает. Требования к участникам в основном основаны на требованиях к предоставлению информации о финансовом состоянии участника. ЦК, проводя анализ полученной информации, устанавливает лимиты на участника, с целью ограничения концентрации принимаемого на себя риска.

В Группе Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) реализована модель рейтингования участников рынка с целью управления кредитным риском. Суть модели заключается в присвоении каждому участнику внутреннего рейтинга. Расчет рейтинга заключается в присвоении каждому показателю деятельности компании (банка) (рентабельность, долговая зависимость, структура активов и т.д.) определенного коэффициента с учетом значимости этого показателя для деятельности компании. Далее на основании взвешенных данных коэффициентов при использовании определенных алгоритмов рассчитывается рейтинг компании (банка) участника рынка. Данная модель позволяет снизить субъективность оценки и повысить тем самым уровень доверия со стороны участников.

### **2. Лимиты, выставляемые на участников и на инструменты.**

Как было описано выше, ЦК на основании анализа отчетности устанавливает участнику лимит нетто операций, который ограничивает объем открытых нетто позиций участника рынка, тем самым способствует недопущению чрезмерной концентрации риска у ЦК. Так же ЦК на некоторых рынках (фондовый, срочный) устанавливает лимиты на торгуемые инструменты (по сделкам с которым ЦК выступает контрагентом). Данный лимит позволяет оптимизировать риски ликвидности ЦК (в случае дефолта участника, у которого имеются обязательства по какому либо инструменту, ЦК необходимо будет оперативно аккумулировать данный инструмент в объеме своего обязательства перед добросовестным участником). Лимит на инструмент выражается как правило в штуках и рассчитывается с использованием показателя free float (количество ценных бумаг в свободном обращении).

### 3. Требования по размещению обеспечения.

ЦК устанавливает требования по предварительному депонированию активов с целью минимизации рыночных рисков. В случае дефолта ЦК, приобретая активы для покрытия своих обязательств, может понести убытки в следствии разницы цены на рынке и цены по сделке, обязательства по которой требуют скорейшего погашения. Установление требований к депонированию осуществляется через расчетные коэффициенты депонирования. Расчет коэффициентов депонирования строится на математических моделях с использованием инструментария теории вероятности. Для каждого2 срока расчетов ЦК рассчитывает разные коэффициенты депонирования.

На сегодняшний день для снижения требований к обеспечению ведущими ЦК используется портфельный подход к анализу рисков. Суть данного подхода заключается в том, что ЦК выставляет требования к обеспечению не по отдельной сделке (позиции), а по совокупности (портфелю) сделок (позиций) с учетом их направленности. В рамках данной модели так же предусмотрена оптимизация размера обеспечения по портфелю, если в нем есть инструменты с разными сроками расчетов (с использованием так называемого календарного спреда). Данная методика носит название Standard Portfolio Analysis of Risk (SPAN).

Следующим рассмотрим риск инвестирования свободных средств.

ЦК размещает временно свободные денежные средства в рыночные инструменты с целью получения дополнительного дохода, тем самым принимая на себя риски, связанные с инвестированием. Основной инвестиционной политики ЦК является предпочтение ликвидности и надежности инструмента над его доходностью. Таким образом, можно предположить, что ЦК инвестирует средства исключительно в высоконадежные долговые обязательства и депозиты банков. Тем не менее, вопрос управления рисками актуален и здесь. Как и любой портфельный инвестор, ЦК управляет рисками вложения, используя систему лимитов на разные группы инструментов, а также лимиты на конкретные инструменты в рамках этих групп. Нельзя не отметить, что определенный статус ЦК (например, статус кредитной организации) накладывает дополнительные ограничения на объем вложений. В качестве примера основных направлений инвестиционной политики можно привести пример подхода ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» к размещению временно свободных ресурсов:

- зарубежные банки: рейтинг (S&P, Moody's или Fitch) не ниже А-
- ценные бумаги иностранных эмитентов: только долговые обязательства с рейтингом не ниже АА-
- российские банки: рейтинг не ниже странового минус одна ступень
- ценные бумаги российских эмитентов: только долговые обязательства в соответствии со стандартами надежности Банка России (входящие в Ломбардный список Банка России).

---

<sup>2</sup> Как уже было сказано, коэффициент депонирования величина расчетная, основанная на теории вероятности. Большая величина коэффициент депонирования на более «длинных» сроках расчетов оправдана более высокой степенью неопределенности и соответственно более высокими рисками ЦК.

Риск, связанный с инвестированием по своей сути является гибридом, который включает в себя рыночный риск, кредитный риск и ряд других. В связи с этим управление этим видом рисков строится на применении всех инструментов риск менеджмента, используемых ЦК.

В целом инвестиционную политику ЦК можно расценивать как консервативную.

Операционный риск представляет собой риск непредвиденных убытков в результате функционирования систем управления и средств контроля, человеческих ошибок, плохого управления и неблагоприятных внешних событий. К особо тяжелым последствиям может привести нарушение работы систем управления, следствием чего может стать неспособность ЦК осуществлять контроль и управление имеющимися рисками, а также полностью выполнять расчеты по своим обязательствам.

Инструменты управления этими рисками включают разработку программ обеспечения необходимой подготовки персонала и контроля за его профессиональной деятельностью, а также выработку и регулярный пересмотр процедур внутреннего контроля. Меры операционной безопасности, предпринимаемые ЦК, также должны касаться вопросов наличия, совместимости и мощности его компьютерных систем, систем связи, источников энергии и систем ввода данных. Очень важно наличие у ЦК плана обеспечения непрерывности ведения деловых операций, в котором перечислены события, которые могут привести к риску срыва операций. Реализация этого плана дает ЦК возможность своевременно выполнять свои обязательства.

Риск расчетного банка. Помимо рисков, связанных с дефолтом контрагентов, ЦК может столкнуться с риском, связанным с возможностью финансовой несостоятельности банка, который представляет необходимый расчетный сервис для расчетов ЦК с участниками (расчетный банк). В подобном случае у ЦК могут возникнуть проблемы ликвидности, причем масштаб такой опасности будет зависеть от объема сумм, проходивших через проблемный расчетный банк, от того, когда произошло банкротство банка, и от условий соглашения о расчетах, заключенного между ЦК и расчетным банком. Многие участники могут пользоваться услугами одного и того же расчетного банка, так что общая величина потенциальных убытков ЦК в случае банкротства банка может намного превысить максимальный размер убытков любого отдельного участника. Таким образом, последствия подобного реализации такого сценария могут быть весьма серьезными.

В некоторых юрисдикциях ЦК устраняют риск расчетного банка, прибегая к услугам центрального банка (эмитента валюты, в которой осуществляются платежи) как единственного расчетного банка. Если расчетным является не центральный банк, то ЦК обычно контролирует кредитный риск и риск ликвидности, возникающие в случае банкротства расчетного банка, путем выбора такого расчетного банка (банков), который соответствовал бы критериям ликвидности и платежеспособности, установленными ЦК.

В качестве инновационной модели оценки состояния и надежности системы управления рисками рекомендуется использовать стресс-тестирование.

Кратко описав основные риски деятельности ЦК, необходимо отдельно остановиться на таком сложном и при этом чрезвычайно важном инструменте современного риск менеджмента как стресс-тестирование. На сегодняшний день, стресс-тестирование становится все более распространенным методом анализа рисков в финансовых организациях.

Суть стресс-тестирования заключается в том, чтобы понять, что может случиться, какие убытки может понести организация (применительно к ЦК обязательным объектом стресс тестирования является возможность ЦК полностью и своевременно исполнять свои обязательства) в той или иной неожиданной ситуации.

В теории стресс-тестирования выделяют две основные модели стресс-тестирования.

Однофакторные стресс-тесты при проведении которых рассматривается влияние изменения одного из факторов риска на деятельность организации (Центрального контрагента)

Многофакторные стресс-тесты. В данном случае рассматривается изменение сразу нескольких факторов риска.

Учитывая важную роль на рынке, а также нестабильность отечественного финансового рынка в России оптимальным для ЦК является многофакторная модель стресс-тестирования.

ЦК должен подвергать стресс тестированию все основные элементы своей деятельности, которые даже гипотетически могут быть источниками риска. Среди них особенно необходимо выделить такие, которые способны генерировать операционный риск (ИТ системы, бизнес-процессы и т.д.), рыночный риск и кредитный риск (ситуация на рынке по инструментам, возможные проблемы у участников и т.д.), а также риск инвестирования (отчасти стресс-тестирование в данной области связано со стресс-тестами для определения влияния рыночного кредитного рисков).

Особую актуальность стресс-тестирования приобретает для тех ЦК, которые созданы в форме кредитных организаций. В соответствии с Базельским комитетом по банковскому надзору «банки, использующие модель внутренних рейтингов, должны осуществлять тщательное стресс-тестирование для оценки достаточности капитала».

Мировой финансовый кризис вскрыл некоторые проблемы управления рисками, которые актуальны и для деятельности ЦК в условиях российского финансового рынка. Основными проблемами повышения эффективности системы управления рисками выступают:

- стандарты финансовой отчетности участников рынка. По признанию многих экспертов отчетность, составленная в соответствии с Международными стандартами более репрезентативна и эффективна с точки зрения анализа. Крупнейшие российские финансовые организации практикуют публикацию отчетности по МСФО, однако для большинства банков и профессиональных участников это проблематично по ряду факторов. По этой причине ЦК сложнее оценить свои риски при проведении операций с такими участниками.

- ликвидность рынка. Данная проблема характерна, прежде всего, для фондового рынка и рынка облигаций. С точки зрения управления рисками ЦК недостаточная ликвидность рынка может стать причиной убытков в ситуации урегулирования дефолта. Низкая ликвидность рынка затрудняет использование расчетных моделей для установления лимитов и расчета иных риск параметров. Все это вынуждает ЦК ограничивать список инструментов, с которыми совершаются сделки.

- риск замещения. На данный момент в России правовом поле нет четкой правовой регламентации его правоспособности в вопросах заключения сделок на организованном рынке, а также оснований использования обеспечения участников. Это создает определенные трудности для ЦК в процессе управления риском замещения.

- правовой риск. Понятие института центрального контрагента в России законодательно не закреплен, что создает определенные риски в вопросах признания сделок с ЦК и их судебной защиты.

Роль института центрального контрагента безо всякого сомнения очень велика. Как показали кризисные события на мировых финансовых рынках, управление рисками приобрело важнейшее значение в решении вопросов устойчивости финансовой системы. Как было сказано выше ЦК – это организация, консолидирующая риски. На данный момент одна из задач ЦК и международных организаций в области финансовых рынков - это дальнейшее развитие эффективных инструментов управления рисками. Важнейшим шагом в этом направлении явились Рекомендации для центральных контрагентов, разработанные Комитетом по платежным и расчетным системам при Банке международных расчетов и Международной ассоциацией комиссий по ценным бумагам. Задачей ЦК в России является стремление к постоянной модернизации и повышению эффективности системы управления рисками с целью её полного соответствия лучшим международным стандартам и практикам.