

## **«Пути развития Центрального контрагента на российском финансовом рынке»**

### **1. Введение.**

В условиях сохраняющейся нестабильности финансовых рынков, высокой волатильности цен активов и повышения рисков возникновения финансовых проблем у участников финансового рынка еще большую значимость приобретает развитие и совершенствовании института Центрального контрагента (ЦК). Такой институт – а он может существовать в разных организационно-правовых формах, быть как кредитной, так и не кредитной организации - играет стабилизирующую роль на финансовом рынке, выступая стороной по сделкам, гарантирует исполнение обязательств, взятых на себя участниками рынка, принимая на себя по существу все риски.

Свою стабилизирующую роль центральные контрагенты продемонстрировали на практике в самые пиковые дни финансового кризиса, обеспечивая выполнение требований и обязательств, в том числе и в условиях дефолтов со стороны крупных участников, используя для этого весь арсенал инструментов управления рисками.

Мировая практика предполагает существование двух основных моделей организации клиринговой деятельности: модель горизонтальной интеграции и модель вертикальной интеграции. Модель горизонтальной интеграции подразумевает, что клиринговые организации, в том числе выполняющие функции ЦК, создаются и функционируют как независимые инфраструктурные институты, оказывающие клиринговые услуги на биржевом и внебиржевом сегментах финансового рынка. В соответствии с моделью вертикальной интеграции клиринговые организации-ЦК создаются и функционируют в рамках вертикально интегрированных инфраструктурных холдингов или биржевых групп.

Как показывает анализ мирового опыта, в подавляющем большинстве случаев клиринговые организации и Центральные контрагенты функционируют в рамках единой организации. Так, входящие в Европейскую Ассоциацию Клиринговых домов-Центральных контрагентов (ЕАСН) 16 членом, среди которых такие крупные, как LCH, Clearnet и Euro CCR, являются одновременно ЦК и клиринговыми организациями.

### **2. *Российская модель ЦК: совмещение или разделение с клиринговой организацией?***

Если давать характеристику российской модели деятельности клиринговой организации-ЦК с учетом мировой практики, то на современном этапе для России характерна модель вертикальной интеграции.

Крупнейшими вертикально интегрированными биржевыми холдингами в России являются Группа ММВБ и РТС, в которых функции клиринговой организации-ЦК выполняют обособленные юридические лица ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» и Клиринговый Центр РТС, соответственно.

Тема разделения ЦК и клиринговой организации в рамках обособленных юридических лиц появился в связи разработкой проекта Закона «О клиринге и клиринговой деятельности». Предусматриваемое в Законе такая возможность, на наш взгляд, отражает видение авторов законопроекта вероятных сценариев развития инфраструктуры финансового рынка и их желание не ставить этот процесс в слишком жесткие рамки.

Практика и результаты деятельности на российском финансовом рынке институтов, объединяющих клиринговую деятельность и выполнение функций ЦК, дает основание сделать вывод о том, что на пути создания развития этих институтов приходится решать комплекс известных из мирового опыта проблем с поправкой на специфику российского финансового рынка и существующего правового поля.

Предусматриваемый законопроектом вариант отдельного существования клиринговой организации и Центрального контрагента в случае его практической реализации потребует, как нам представляется, решения целого ряда довольно сложных и не часто встречающихся в практике проблем.

При разделении ЦК с клиринговой организации не на клиринговую организацию должна быть возложена окончательность и беспорочность обязательств и требований ЦК и участников рынка. Дело в том, что ЦК не является обычным участником торгов, а имеет «пассивный» статус, когда он акцептует оферты обычных участников рынка.

При этом функцией ЦК является гарантирование полного и своевременного исполнения обязательств по итогам торгов, успешность которых зависит от системы управления рисками, в которую входит оценка объёма возможных потерь по принимаемым на себя ЦК рискам с учетом имеющихся у него активов и обеспечения, внесенного участниками.

В случае разделения клиринговой организации и ЦК задачами клиринговой организации станет, во-первых, обеспечение расчетов и окончательности, беспорочности требований по итогам торгов и, во-вторых, обеспечение обязательного выполнения обязательств и требований ЦК. Если ЦК не будут предоставлены возможности оценки и ограничения объёмов рисков, которые он принимает, а также будет отсутствовать обеспечение, то мы получим ситуацию, когда клиринговая организация не будет заинтересована в снижении рисков, поскольку она их не несет. Отсутствие же активов и обеспечения у ЦК не позволит ему своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства при недостаточности ликвидности. В этой ситуации клиринговая организация, обособленная от ЦК, будет вынуждена осуществлять регулярное кредитование ЦК на бланковой основе, то есть без обеспечения, что вряд ли можно назвать нормальной финансовой практикой.

В этой связи хотелось бы дать краткое пояснение некоторым важным аспектам системы управления рисками, осуществляемой клиринговой организацией-ЦК, и,

прежде всего, в той части, которая нацелена на минимизацию кредитного и рыночного рисков.

Кредитный риск на практике реализуется в случае неспособности участника исполнять свои обязательства, рыночный риск – это риск в связи с неблагоприятным изменением цен на активы, которые могут быть необходимы центральному контрагенту для исполнения своих обязательств перед участником.

Система управления этими рисками базируется на предварительном депонировании участниками активов в качестве обеспечения исполнения своих обязательств. Система предварительного депонирования неразрывно связана с клиринговой системой, так как все входные данные, а также учет средств обеспечения на регистрах входит в функционал клиринговой организации. Обособленная клиринговая организация должна, действуя в режиме реального времени, отслеживать и вести параметры системы управления рисками в то время, как обособленный центральный контрагент должен «включаться»<sup>1</sup> в работу только в случае неисполнения участником своих обязательств.

Мне трудно смоделировать, каким образом можно было бы разделить выстроенные в логическую цепь перечисленные выше функции и при этом обеспечить их эффективную работу в рамках двух обособленных юридических лиц с разными организационно-правовыми формами деятельности. Здесь возникает кроме всего прочего и такой сложный вопрос о том, как разделить ответственность и где будет находиться центр принятия решений в сфере управления рисками. Сложившаяся практика деятельности клиринговой организации-ЦК, по понятным причинам, ответа на такой вопрос не даст.

Помимо необходимости решения проблем, связанных с системой управления рисками, при отделении клиринговой организации от ЦК придется решать также вопросы их капитализации.

Как известно, минимальный размер собственного капитал, установленный положением ФСФР для клиринговых организаций, составляет 30 млн. руб. (по состоянию на начала августа 2009 года). При этом в планах регулятора поднять этот порог до 100 млн. руб. к 2011 году.

Требования же к минимальному размеру собственного капитал для центрального контрагента пока не установлены. Поэтому при создании отдельных юридических лиц – центрального контрагента и клиринговой организации в рамках вертикальной интеграции «материнской» структуре (в российских условиях – это биржевой холдинг) придется производить серьезные дополнительные вложения. Так, клиринговую организацию надо будет капитализировать как минимум до 30 млн. руб. Плюс к этому потребуются средства и на капитализацию другой структуры - центрального контрагента. В случае если центральный контрагент создается в форме кредитной организации, то на это потребуется не менее 180 млн. руб. Необходимость проведения такой работы по отдельной капитализации клиринговой организации и ЦК неизбежно вызовет значительные расходы на это со стороны «материнской» структуры.

---

<sup>1</sup> Это «включение» заключается в процедуре урегулирования ситуации.

#### 4 Выводы.

Результаты проведенного исследования международной практики деятельности на рынке услуг ЦК-клиринговых организаций, а также анализ устойчивых тенденций на этом рынке в России дают основание сделать следующие выводы:

1. При развивающейся в России модели клиринговой деятельности с Центральным контрагентом отделять функции клиринговой организации и ЦК в обособленные юридические лица на данном этапе и в ближайшей перспективе было бы не желательным и неоправданным, так как в этом случае может возникнуть реальная угроза сохранения устойчивости системы управления рисками, стержневую роль в которой отведена Центральному контрагенту.

2. Разделение ЦК и клиринговой организации теоретически возможно при соблюдении следующих условий:

- ЦК будет иметь возможность управлять рисками, которые он принимает на себя, самостоятельно, поскольку клиринговая организация не будет заинтересована в минимизации рисков ЦК, а наоборот, будет заинтересована в увеличении объемов торгов, как источника ее доходов.

- Центральный контрагент, как организация, которая не будет иметь права распоряжаться обеспечением, должна рефинансироваться со стороны клиринговой организации на условиях без предварительного обеспечения со стороны ЦК.