Уткин, Виктор Сергеевич. Методологическое обеспечение внедрения и развития института центрального контрагента на российском финансовом рынке : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Уткин Виктор Сергеевич; [Место защиты: Образовательное учреждение профсоюзов "Академия труда и социальных отношений"].- Москва, 2012.- 386 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Исследование эволюционных аспектов возникновения и развития института центрального контрагента на финансовом рынке 13**

1.1. Исторический аспект и причины возникновения института центрального контрагента за рубежом и в России 13

1.2. Основы деятельности института центрального контрагента на современной стадии развития финансового рынка 22

**2. Функции и содержательные аспекты института центрального контрагента на финансовом рынке 53**

2.1. Сущность деятельности центрального контрагента как важнейшего элемента системы функционирования финансового рынка 53

2.2. Функции и роль центрального контрагента в рамках инфраструктуры финансового рынка 63

2.3. Современные тенденции взаимодействия с центральными контрагентами финансовых властей 70

**3. Риски и методы управления ими в рамках деятельности институтацентрального контрагента на биржевом финансовом рынке 90**

3.1. Определение и классификация рисков деятельности центрального контрагента на биржевом финансовом рынке 90

3.2. Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке с центральным контрагентом 126

3.3. Международные подходы управления рисками центрального контрагента на базе рекомендаций cpss-iosco 149

3.4. Методические подходы к стресс-тестированию системы управления рисками центрального контрагента на российском биржевом валютном рынке 161

**4. Модели функционирования центральных контрагентов и механизмы управления рисками на российском финансовом рынке 229**

4.1. Необходимость и содержание специального нормативного регулирования центрального контрагента кредитной организации в россии 230

4.2. Центральный контрагент в системе биржевой торговли московской межбанковской валютной биржи, центральный контрагент в рамках биржевой торговли российской торговой системы 235

4.3. Интеграция деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в россии консолидированной биржевой инфраструктуры 269

**5. Совершенствование развития института центрального контрагента в России 291**

5.1. Направления развития института центрального контрагента в условиях интеграции инфраструктур финансовых рынков с учетом международного опыта 289

5.2. Формы реализации крупнейших рисков центральных контрагентов, являющихся кредитными организациями, взаимодействие центрального банка и центрального контрагента в целях обеспечения стабильности национального финансового рынка ... 311

5.3. Возможности и модели взаимодействия центральных контрагентов на внутри и межгосударственном уровне 328

Заключение 3521

Список литературы 358

Приложения 373

* [Основы деятельности института центрального контрагента на современной стадии развития финансового рынка](http://www.dslib.net/finansy/metodologicheskoe-obespechenie-vnedrenija-i-razvitija-instituta-centralnogo.html#5151301)
* [Функции и роль центрального контрагента в рамках инфраструктуры финансового рынка](http://www.dslib.net/finansy/metodologicheskoe-obespechenie-vnedrenija-i-razvitija-instituta-centralnogo.html#5151302)
* [Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке с центральным контрагентом](http://www.dslib.net/finansy/metodologicheskoe-obespechenie-vnedrenija-i-razvitija-instituta-centralnogo.html#5151303)
* [Интеграция деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в россии консолидированной биржевой инфраструктуры](http://www.dslib.net/finansy/metodologicheskoe-obespechenie-vnedrenija-i-razvitija-instituta-centralnogo.html#5151304)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Инфраструктурные услуги, предоставляемые специализированными организациями участникамфинансового рынка, имеют важнейшее системное значение, которые включают в себя специализированное ответственное хранение, клиринговые операции, в том числе осуществляемые на основе центрального контрагента, услуги по осуществлению платежей, а также многие услуги, предоставляемые профессиональными участниками финансового рынка.Клиринговые организации, постепенно развивая свои услуги, объективно пришли к эффективной форме организации в виде клиринга, основанного на институте центрального контрагента и такая форма клиринга фактически осуществляет высшую концентрацию риска, капитала и обеспечения в целях экономии издержек участников торговли и повышения объемов сделок.

Стратегически ценным свойством института центрального контрагента является формирование системного механизма управления кредитными рисками, возникающими в процессе взаимодействия междуинфраструктурными организациями - поставщиками услуг и пользователями. Отсутствие созданной на базе института центрального контрагента единой эффективной модели, осуществляющей концентрацию рисков и управления ими с одной стороны и активов и обеспечения с другой, неизбежно требует значительно больших капитальных затрат для управления рисками в каждой отдельной организации, наличия дополнительной ликвидности для обеспечения даже меньшего объема заключенных сделок.

История возникновения центральных контрагентов на зарубежных финансовых рынках показывает, что предпосылками для этого стали, прежде всего, возникающие риски неисполнения обязательств по сделкам со стороны участников торгов на биржевых площадках. Выявленные тенденции позволяют утверждать, что первые организации - центральные контрагенты возникли именно на срочных рынках, которые характеризуются повышенными рисками. Мировой опыт в построении архитектуры инфраструктурных холдингов и определения в них места центрального контрагента существенно различается на разных сегментах финансового рынка. Это обусловлено как историей возникновения центральных контрагентов на этих рынках, так и особенностями локального законодательства.

Исследование особенностей деятельности в этих странах национального института центрального контрагента началось с их возникновения в середине первой декады 21 века как адекватного ответа на вызовы, с которыми столкнулся российский финансовый рынок в период своего развития и становления, что сопровождалось ростом рисков вызванного увеличением объемов операций, увеличением числа и повышением сложности финансовых инструментов, предлагаемых на рынке участниками для инвестирования.

Мировой опыт создания и функционирования центрального контрагента длительное время демонстрирует высокую надежность и эффективность этого института, порождая научно-практические дискуссии в кругах профессионалов финансового рынка и исследователей относительно формирования излишне беспечного отношения участников к объемам рисков, принимаемых этим институтом, наряду с наличием высокой эффективности его функционирования.

Актуальность исследования подтверждается и рассмотрением глобального развития института центральных контрагентов в мировом финансовом сообществом.

В июле 2008 года Группа тридцати (G30) запустила проект разработки финансовой реформы под руководством Организационного комитета во главе с председателем Полом А. Волкером и заместителями председателя ТоммазоПадоа-Скиоппа и АрминиоФрагаНето. Работа велась на основе анализа драматических событий второй половины 2008 года, до основания потрясших устои традиционной финансовой системы и приведших к беспрецедентно масштабным денежным вливаниям в финансовый сектор властей, как в США, так и во многих других странах, с целью сдерживания растущей финансовой паники. Обязательным для вышеупомянутой реформы является принятие мер по разработке механизма осуществления клиринга в качестве центрального контрагента (далее - ЦК) на рынках производных кредитных инструментов и координация усилий, направленных на значительное снижение общего объёма неисполненных сделок на финансовом рынке. В сентябре 2009г. данная тема нашла свое продолжение в Питтсбурге, где были выработаны концептуальные подходы к механизму заключения стандартизированных внебиржевых контрактов, которые должны заключаться на биржевых или электронных площадках, и их клиринг должен осуществляться через центральных контрагентов Данные подходы в обязательном порядке должны быть реализованы не позднее конца 2012г.

Исследование тенденций развития российской законодательной базы по данной проблеме, позволяет выявить заложенный подход на обеспечение выполнения первоочередных задач реформирования инфраструктуры национального финансового рынка в направлении дальнейшего повышения ее надежности и эффективности в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, который предусматривал централизованный клиринг на основе специальных институтов (центральных контрагентов).Необходимо подчеркнуть, что до появления такого закона в российском законодательстве отношения, связанные с осуществлением клиринговой деятельности, не были урегулированы ни одним законодательным актом.Дальнейшее развитие и необходимость законодательного обеспечения связана с задачами, поставленными Президентом России и Правительством Российской Федерации по созданию в России Международного финансовогоЦентра, в котором центральный контрагент призван обеспечивать стабильность и надежность финансового рынка.

Создание института центрального контрагента, начиная с 2006 года, стало важным явлением для развития инфраструктуры финансового рынка в России и обусловлено было возраставшей необходимостью решения ключевых задач развития финансового рынка. Предпосылки создания этого института определили его главные функции и перечень решаемых задач, в том числе, управление рисками и повышение эффективности рынка.

Управление рисками – это главная и стратегическая функция института центрального контрагента. Таккак, с позиции исторического ракурса выявлено, что первые центральные контрагенты возникли именно на самых высокорискованных рынках – рынках производных финансовых инструментов. Если рассматривать центрального контрагента с позиции именно базисного института, концентрирующего на себе риски, то можно сделать определенное заключение, что центральный контрагент начинает «работать» как раз в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения с использованием специализированного инструментария в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке. В рамках этой функции центральный контрагент решает определенный объем задач, среди которых необходимо отдельно выделить предъявление требований к надежности участников сделок с ним и использование специальных механизмов обеспечения таких сделок.

В теоретическом плане выявлена роль маржинальных и иных гарантийных обеспечительных взносов в системе управления рисками центральных контрагентов при клиринге производных финансовых инструментов. Данный аспект тесно связан с реализацией функции управления рисками в процессе клиринга с центральным контрагентом.

Принятие в 2011 году закона «О клиринге и клиринговой деятельности» где введен в понятийный аппарат институт центрального контрагента, определены основы регулирования этой деятельности, что требует на основе анализа накопленного практического и методического опыта разработать научно-практические рекомендации и подходы по внедрению этого важнейшего института на российском финансовом рынке.

Недостаточное изучение аспектов методологического и методического обеспечения деятельности центрального контрагента в российских научных исследованиях, что обусловило актуальность диссертационного исследования.

**Степень научной разработанности темы исследования.**

В основе исследования инфраструктуры финансового рынка, важнейшей частью которой являются центральные контрагенты, лежит теория финансового посредничества, предметом которой являются функции, цели и механизмы работы финансовых посредников. Роль финансовых посредников заключается в обеспечении связи между потенциальными инвесторами и объектами инвестиций, расширение круга потенциальных инвесторов. Инфраструктура финансового рынка берет на себя часть рисков и обеспечивает эффективное движение капитала и, как следствие, экономический рост.

Идея эффективного распределения ресурсов в экономике на основе преодоления неопределенности результата инвестирования, снижения риска вложений и увеличения числа альтернативных видов финансовых активов была заложена А.Пигу и развита в работах Р.Голдсмита, Дж.Герли, Е.Шоу, У.Зилбера, Х.Патрика, Й.Шумпетера.

Б.Фридмен развил в теории финансового посредничества аспекты диверсификации рисков по видам активов, страхования неопределенных рисков и их распределение между агентами. Важнейшей новацией в теории был также анализ экономии на масштабах операций и выгод от специализации финансового посредника.

В российской экономической литературе в последние годы заметен интерес к деятельности инфраструктурных финансовых посредников. В работах М.Алексеева, В.Алехина, В.Бурлачкова, В.Герасименко, И.Герчиковой, М.Давтяна, Г.Журавлевой, А.Иващенко, И.Козельской, Л.Крыловой, А.Лившица, В.Миловидова, С.Павлова, рассматриваются вопросы формирования и развития рыночной инфраструктуры, функционирования составляющих ее торговых и финансовых посредников, особенности их деятельности в переходной экономике.

В отечественной научной литературе проблемам клиринга и функций центрального контрагента уделялось определенное внимание, особенно в период интенсивного развития инфраструктуры российского финансового рынка 1993 - 1998 годов. Однако исследование закономерностей появления и развития центральных контрагентов, регулирования их деятельности не получило должного развития и до настоящего времени.

Изучение закономерностей развития института центрального контрагента, истории его возникновения, процессов развития его функций,роли в обеспечении стабильности финансового рынка проводилось в основном в зарубежной литературе, в частности P. Norman,T. Koeppl, C. Monnet, R. Bliss, C. Papathanassiu.

Анализ проблем функционального развития центральных контрагентов в контексте взаимосвязи с обеспечением стабильного функционирования инфраструктуры финансовых рынков в период кризисных явлений в мировой экономике проводился фрагментарно, под практическим углом зрения, как правило в связи с проблематикой управления рисками.

В качестве научных работ российских авторов по теории капитала, кредита, финансовых рынков и банковского дела, были рассмотрены исследования следующих ученых:А.Д. Некипелова, Б.Б. Рубцова, Я.М. Миркина, С.В.Лосева, М.Ю.Алексеева, В.Д.Миловидова, Е.Ф. Жукова, Н.Н. Лесовой, В.Г. Мусатова, А.А. Фельдмана, Г.П. Черникова, А.С. Чеснокова, М.А. Котлярова, Л.Н. Красавиной, Ю.Н.Локотцева, М.Ю. Матовникова, Ю.Н.Мальцева, А.В. Мурычева, Р.А. Мусаева, Р. М. Нуреева, Ю. Н. Попова, Н.Б. Рудык, Е.В. Рыбина, И.Н. Рыковой и др.

Также исследованы труды зарубежных исследователей, таких как А.Янгсон, А. Хиршман, Р. Иохансен, Р. Нурке,Р.Коуз, Х. Лиленд,Х, Зингер, П. Самуэльсон, которые были посвящены роли инфраструктуры в экономике и трансакционным издержкам: У. Шарп, О. Уильямсон, Г. Александер, Д. Бейли, Дж. Акерлоф, Дж. Бенстон, Р. Гильфердинг, Дж. Герли, Д. Даймонд, Б.Бернанке, Н. Брейди, Б.Хиллс, Д.Рул, С. Паркинсон, С.Янг, посвященных деятельности клиринговых организаций, центральных контрагентов и управлению рисками в инфраструктурных организациях.

Необходимость научно-теоретического осмысления этих проблем, а также отсутствие комплексных исследований в данной области определили выбор темы, цель и задачи исследования.

**Целью исследования** является разработка концептуального подхода, теоретических и методологических положений к созданию и внедрению института центрального контрагента на российском финансовом рынке, а также внедрение практических рекомендаций, направленных на повышение эффективности функционирования финансового рынка при консолидации его сегментов, обслуживаемых институтом центрального контрагента в условиях финансовой нестабильности.

Цель исследования обусловила необходимость решения следующих **задач:**

- исследовать исторические аспекты возникновения и развития института центрального контрагента на мировых финансовых рынках;

- определить теоретические основы деятельности института центрального контрагента, выделить его сущность и основные функции;

- выявить роль и характер воздействия деятельности центральных контрагентов на обеспечение развития финансовых рынков и финансовой стабильности;

- определить и классифицировать риски деятельности института центрального контрагента в биржевой деятельности, разработать методологические основы построения механизма управления рисками института центрального контрагента;

- разработать методические подходы к разработке системыстресс-тестирования в рамках управления рисками центрального контрагента на российском биржевом валютном рынке;

- определить необходимость и содержание специального нормативного регулирования института центрального контрагента в статусе кредитной организации в Российской Федерации;

- выявить соответствие отдельных российских инфраструктурных организаций, выполняющих функции центрального контрагента требованиям и рекомендациям международных организаций;

- на основе сценарного анализа, разработать варианты интеграции деятельности института центрального контрагента в процесс консолидации биржевой инфраструктуры;

-выделить и охарактеризовать особенности деятельности центральных контрагентов, выявить значимые условия их развития на финансовом рынке;

-определить возможные последствия наступления крупнейших рисков центральных контрагентов в статусе кредитных организаций, а также направления реального воздействия на их снижение со стороны Банка России.

**Объектом исследования**является институт центрального контрагента, действующий на организованном российском финансовом рынке.

**Предметом исследования**является совокупность финансовых отношений, складывающихся в процессе созданияи функционирования института центрального контрагента при выполнении ими своих функций.

**Область исследования** Диссертационная работа выполнена в рамках, обозначенных в Паспорте специальностей научных работников ВАК областей исследования: 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: п. 4.3. - Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов, п. 9.12. - Формирование валютного рынка, принципы организации и структура, п. 9.18. - Проблемы оценки и обеспечения надежности банка.

**Теоретическую основу диссертационного исследования** составили труды отечественных и зарубежных учёных, в которых исследовались вопросы развития инфраструктуры финансового рынка, достижения зарубежных учёных в области методологии оценки и управления рисками клиринговых организаций-центральных контрагентов, оценке её эффективности, фундаментальные концепции и положения теории финансового посредничества, представленные в классических и современных исследованиях зарубежных и отечественных ученых-экономистов, базирующихся на институциональном подходе к изучению закономерностей формирования и развития инфраструктуры финансового рынка. Применены методические разработки международных финансовых организаций по формированию институционального механизма регулирования финансового рынка, формирующие новую модель инфраструктуры финансового рынка, где обеспечение его надежности и эффективности функционирования возлагается на центрального контрагента.

**Методологическая основа диссертационного исследования.** Диссертация базируется на применении таких всеобщих методологических принципов научного познания, как принцип детерминизма, а также диалектический принцип изучения экономических явлений и процессов, позволяющих выявить основные тенденции, закономерности и противоречия развития центральных контрагентов.

Методологической основой диссертации послужили принципы системного анализа с использованием в его рамках структурно-функционального подхода, формальной логики, единства анализа и синтеза, логического и исторического, восхождения от абстрактного к конкретному. В процессе выполнения исследования использовались также экспертно-аналитический, исторический методологические подходы, метод моделирования, сравнения и аналогий, а в качестве инструментов научного исследования применялись такие методы анализа, как сценарный анализ.

**Информационной базой исследования** явились научные издания, монографии, статьи, аналитические, статистические и иные публикации по вопросам развития организованных финансовых рынков, биржевой торговли, общего экономического развития страны и мирового сообщества в целом, официальные данные международных организаций.

При подготовке и написании диссертации автор использовал аналитические материалы государственных органов, научно-исследовательских институтов, опубликованные в соответствующих изданиях, а также размещенные на официальных сайтах в сети Интернет. Информационную базу по правовым аспектам темы исследования составили Федеральные законы и нормативно-правовые акты Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам, законодательные и нормативные акты Европарламента и Еврокомиссии, а также решения, рекомендации аналитические материалы IMF, ESMA, CPSS/IOSCO.

**Научная новизна исследования** заключается в формировании методологической основы развития института центрального контрагента и разработке методического инструментария на основе выявленных условий и факторов, обусловивших появление и развитие института центрального контрагента на национальных финансовых рынках, формулировании его сущностных и функциональных характеристик, определении условий и направлений развития, обеспечивающих адекватное управление рисками и гармонизацию основной деятельности с практикой и требованиями лучшей международной практики, а также рекомендаций регуляторов финансового рынка.

**Наиболее существенные научные результаты, полученные лично автором и составляющие приращение научных знаний в исследуемой областиследующие:**

1. Выявлено, что центральные контрагенты изначально создавались в зарубежных странах на финансовых рынках для защиты участников рынка от контрагентского риска на биржевых рынках производных инструментов (деривативов), что позволило установить исторические закономерности возникновения института ЦК как объективно-мотивированной интеграции участников биржевого рынка для решения существенно усугубившихся вследствие значительного роста объемов торговли, расширения количества их участников, проблем управления контрагентскими рисками и обеспечения надлежащего исполнения взаимных обязательств по итогам торгов. Отмеченная интеграция обеспечивает объективную основу для создания единой организационной структуры ответственной за введение контроля над рисками, и ограничение степени убытков, которые могут понести участники в результате деятельности одного из членов биржи, в случае неисполнения им своих обязательств, которой и стал центральный контрагент.
2. Сформулированы авторские подходы к определению и уточнению понятия, сущности и задачам, выполняемым институтом центрального контрагента на финансовых рынках, на основе раскрытия исторических аспектов их возникновения в мире. Введено в научный оборот понятие института центрального контрагента, систематизированы задачи, которые должен выполнять институт центрального контрагента в условиях развития эффективной финансовой системы, а именно: минимизация рисков, снижение издержек у участников финансового рынка и выделены стратегические цели развития центрального контрагента в России.

Впервые теоретически обоснованы и введены в научный оборот функции центрального контрагента, как органа, выступающего в качестве центра консолидации рисков, связанных с заключаемыми сделками и обеспечение повышения эффективности функционирования финансового рынка). При этом представленная авторская схема управления рисками контрагента реализуется в создании специфической, имеющейся только у центральных контрагентов функции управления рисками, включающей индивидуальное и коллективное обеспечение, систему лимитирования и ряд других методов и подходов и направлена на выполнение функции повышения эффективности рынка, которая проявляет себя в обеспечении информационной и юридической прозрачности обязательств контрагентов по сделкам и итогам торгов и минимизации транзакционных издержек.

1. Доказано, что центральные контрагенты являются необходимым условием ускоренного расширения объемов и доли организованных (биржевых) сегментов финансового рынка, обеспечивающие прозрачность и юридическую чистоту сделок, совершаемых участниками рынка, доказательность основана на анализе закономерностей и современных тенденций развития мирового и российского финансового рынка. В условиях дефрагментации финансового рынка и колебаниях финансовой стабильности рынков, центральный контрагент становится базовым институтом финансового рынка, который на основе механизма-неттирования и управления обеспечением позволяет повысить эффективность оборота финансовых ресурсов.
2. Предложена авторская классификация рисков, принимаемых центральными контрагентами, что позволило доказать необходимость установления со стороны центрального контрагента требований к участникам и проведения постоянного мониторинга их финансового состояния с целью ограничения допуска к операциям с центральным контрагентом финансово- нестабильных участников. Отмечено, что механизм предварительного обеспечения является одним из ключевых инструментов в системе риск-менеджмента любого центрального контрагента. Разработана методика сценарного анализа на основе стресс-тестирования, для определения сценариев развития и финансового устойчивости центрального контрагента (в случае организационной формы кредитной организации) на биржевом рынке, которая базируется на ежемесячныхотчетных данных с использованием показателей исторических шоков, а также смоделированных гипотетических сценариев. В рамках методики предложена количественная оценка всех основных принимаемых экономических рисков – кредитного, валютного, ценового (фондового), процентного рисков, риска ликвидности и риска центрального контрагента на биржевом валютном рынке.
3. Усовершенствована методика количественной оценки регулятивных требований к капиталу центрального контрагента кредитной организации при выполнении им своих функций на биржевом рынке операций РЕПО с ценными бумагами, демонстрирующая взаимосвязь между объемом операций на бирже, внесенным участниками торгов обеспечением и требованиям к размеру капитала центрального контрагента. Доказано, что регулятивный арбитраж ставит центральные контрагенты с банковской лицензией в худшие рыночные условия, что в существенной степени нивелирует конкурентные преимущества торговых площадок с их участием за счет роста издержек с точки зрения управления рисками.
4. Определен уровень качественного соответствия российского финансового рынка рекомендациям международных организаций (CPSS/IOSCO), предъявляемых к деятельности центральных контрагентов. Показан конкретный уровень соответствия каждой из рекомендаций на примере действующего биржевого валютного рынка.
5. Предложены структурные и функциональные варианты интеграции деятельности института центрального контрагента в рамках биржевой инфраструктуры, которая основана на объективных закономерностях развития национальной инфраструктуры финансового рынка, формирующейся как ответ на возрастание скорости движения капитала на мировых рынках и активизации спекулятивной составляющей в поведении участников финансового рынка и, как следствие, вызывающими нарастание системных рисков.
6. Разработаны и обоснованы ключевые условия деятельности института центрального контрагента на российском финансовом рынке. Выявлена необходимость нормативно-правового закрепления принципиально отличного от прочих участников финансового рынка стратегического целеполагания основной деятельности центрального контрагента на обеспечении качественного управления рисками и снижения издержек участников.
7. Разработаны и экономически обоснованы подходы к взаимодействию национальных центральных банков и центральных контрагентов в аспекте обеспечения последним доступа к ликвидности предоставляемой национальным центральным банком, для целей своевременного исполнения обязательств центральным контрагентом и, соответственно, предъявления дополнительных требований по управлению рисками центральным контрагентом.

**Теоретическая значимостьдиссертационного исследования** заключается в развитии теоретических основ функционирования инфраструктуры финансового рынка в современных условиях глобальной экономики и разработке научных подходов к сущностно-функциональной базе деятельности и развития важнейшего института инфраструктуры финансового рынка, ответственного за обеспечение его стабильной и устойчивой деятельности - центрального контрагента. Результаты диссертационного исследования призваны способствовать решению ряда теоретико-методологических проблем, возникающих в процессе интеграции и консолидации национального финансового рынка. Результаты и выводы диссертации могут служить теоретико-методологической базой для развития исследований условий обеспечения устойчивости национальных инфраструктурных организаций финансового рынка, а также содействовать совершенствованию теории и методов управления рисками при централизованном клиринге, дальнейших научных и прикладных исследований функционирования организованного финансового рынка как важнейшего элемента национальной экономики.

**Практическая значимость диссертационного исследования**состоит в возможности его использования органами государственного регулирования финансового рынка при разработке мероприятий по развитию национальной инфраструктуры и основных направлений ее интеграции в мировую финансовую систему. Предложенные по результатам исследования выводы и рекомендации могут использоваться ФСФР, Центральным банком Российской Федерации, центральными контрагентами и клиринговыми организациями при разработке стратегий развития бизнеса, систем управления рисками.

Материалы диссертационного исследования могут применяться в программах высшего и послевузовского профессионального образования, в рамках магистерских программ и программ МВА, по направлениям и дисциплинам: «Ценные бумаги», «Макроэкономика», «Банковское дело», «Деньги, кредит, банки».

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные теоретические положения диссертации отражены в различных научных сборниках и журналах, докладывались на международных, всероссийских и региональных научно-практических конференциях, в частности: на Международной конференции «Инфраструктура рынков России и СНГ», организованной британской компанией «C5» (2008 г.), на Финансовом Форуме РСПП (2009 г.), IX Международном Форуме «Банки России –XXI век» (2009 г.), на Международной научно-практической конференции «Международный финансовый центр: устранение барьеров исоздание стимулов» (2010 г.) на X Международном Форуме «Банки России –XXI век» (2010 г.), в Германии на Российском экономическом и финансовом форуме (2010 г.), на Круглом столе «Эффективное государственное управления в условиях инновационной экономики» (2010 г.), научных семинарах Финансового университета приПравительстве Российской Федерации (2010-2011 г.)и др., а также опубликованы в итоговых материалах семинаров и конференций.

**Результаты исследования внедрены в следующих организациях:**

- Комиссией РСПП по банкам и банковской деятельности, где автором инициировано создание Рабочей группы для рассмотрения проекта Закона по клирингу и клиринговой деятельности. В результате проделанной совместно с членами этой группы работы в законопроект были внесены многочисленные поправки, после чего он был направлен от РСПП в Правительство РФ;

- Ассоциацией региональных банков «Россия» в экспертно-аналитической работе;

-ЗАО АКБ «Национальный клиринговый центр» при разработке программы стресс-тестирования центрального контрагента;

-ОАО ММВБ-РТС при разработке концепции деятельности центрального контрагента на биржевом валютном рынке;

- Финансовым университетом при Правительстве Российской Федерации при разработке программы курса «Деньги, кредит, банки»;

- Академией труда и социальных отношений при разработке магистерских программ, других программ послевузовской профессиональной подготовки (аспирантура, Мастер делового администрирования) по направлениям «Банки и банковское дело», «Банковский менеджмент», «Международный бизнес».

Материалы диссертационного исследования используются в учебном процессе в рамках дисциплин «Банковский менеджмент», «Банковское дело», «Деньги, кредит, банки», «Актуальные проблемы денежного обращения и кредита», «Деятельность финансовых посредников на финансовых рынках» при подготовке специалистов и магистров, а также на программах MBA в соответствующих структурах Академии труда и социальных отношений, Российского государственного социального университета, ряде других ВУЗов.

**Публикации.** Основные положения и выводы диссертационного исследования нашли отражение в 35 опубликованных научных работах общим объёмом 58,27п.л., из них 13 публикаций – в изданиях, рекомендованных ВАКМинобрнауки России, в том числе в монографиях, журналах, сборниках научных статей.

**Структура диссертации** Диссертация состоит из введения, пяти глав, 20 параграфов, заключения, списка литературы и приложений.

Введение

1. Исследование эволюционных аспектов возникновения и развития института центрального контрагента на финансовом рынке

1.1. Исторический аспект и причины возникновения института центрального контрагента за рубежом и в России

1.2. Основы деятельности института центрального контрагента на современной стадии развития финансового рынка

2. Функции и содержательные аспекты института центрального контрагента на финансовом рынке

2.1. Сущность деятельности центрального контрагента как важнейшего элемента системы функционирования финансового рынка

2.2. Функции и роль центрального контрагента в рамках инфраструктуры финансового рынка

2.3. Современные тенденции взаимодействия с центральными контрагентами финансовых властей

3. Риски и методы управления ими в рамках деятельности Института центрального контрагента на биржевом финансовом рынке

3.1. Определение и классификация рисков деятельности центрального контрагента на биржевом финансовом рынке

3.2. Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке с центральным контрагентом

3.3. Международные подходы управления рисками центрального контрагента на базе рекомендаций CPSS-IOSCO

3.4. Методические подходы к стресс-тестированию системы управления рисками центрального контрагента на российском биржевом валютном рынке

4. Модели функционирования центральных контрагентов и механизмы управления рисками на российском финансовом рынке

4.1. Необходимость и содержание специального нормативного регулирования центрального контрагента кредитной организации в России

4.2. Центральный контрагент в системе биржевой торговли Московской межбанковской валютной биржи, центральный контрагент в рамках биржевой торговли Российской торговой системы

4.3. Интеграция деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в России консолидированной биржевой инфраструктуры

5. Совершенствование развития института центрального контрагента в России

5.1. Направления развития института центрального контрагента в условиях интеграции инфраструктур финансовых рынков с учетом международного опыта

5.2. Формы реализации крупнейших рисков центральных контрагентов, являющихся кредитными организациями, взаимодействие центрального банка и центрального контрагента в целях обеспечения стабильности национального финансового рынка

5.3. Возможности и модели взаимодействия центральных контрагентов на внутри и межгосударственном уровне

Заключение

Список литературы

Приложения

В диссертации проанализированы и решены девять групп важнейших проблем, объединенных целью и задачами исследования.

**Первая группа проблем включает научные подходы к необходимости появления и специализации деятельности центральных контрагентов на финансовых рынках, выработанные на основе раскрытия исторических аспектов их возникновения в мире.**

Для целей всестороннего изучения института ЦК определены исторические закономерности его возникновения. В развитии центральных контрагентов первоначально выявлен механизм сделок с зерновыми фьючерсами, которые заключались на Чикагской товарной бирже.Нельзя уверенно сказать, что ЦК впервые появились в Соединенных штатах, некоторые европейские кофейные и зерновые биржи конца девятнадцатого века по своей форме напоминали ЦК, задолго до появления бирж в США,. В дальнейшем, рыночные силы, положившие начало эволюции контроля рисков на Чикагской товарной бирже, по всей вероятности, способствовали схожей эволюции на других биржах.

Вскоре, была осознана необходимость создания стимулов для соблюдения правил исполнения сделок, в том числе обязательств контрагентов по контрактам, заключаемым на бирже. К 1873 году, CBOT 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. Следующим шагом на пути разрешения частных и общественных сомнений относительно эффективности контроля рисков стало создание CBOT клирингового дома в 1883 году. На протяжении многих лет, клиринговый дом не являлся настоящим ЦК, а представлял собой лишь механизм снижения трансакционных издержек путем подсчета чистых обязательств его членов, для внесения депозита и заключения договоров. Только в 1925 году CBOT образовала Клиринговую корпорацию товарной биржи (BOTCC), которая стала настоящим центральным контрагентом, осуществляющим деятельность в качестве контрагента по отношению ко всем сделкам биржи.

Такая организационная структура была принята также многими другими ЦК, применительно как к производным инструментам в биржевом обороте, так и к денежному обеспечению сделки. Таким образом, можно охарактеризовать эту структуру как частичную интеграцию членов биржи в единый комплекс, так как каждый из ее членов нес по крайней мере частичную финансовую ответственность за исполнение обязательств другими ее членами, возникающих в результате сделок, заключенных на бирже. Объединение рисков создало стимул для всех членов биржи поддерживать введение контроля над рисками, что ограничивало степень убытков, которые они могли 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 действовали по своему усмотрению в вопросах эффективного управления рисками ЦК. То есть, можно выделить упорядочивание инициатив в сфере эффективного управления рисками вместе с возможностью действовать в рамках этих инициатив в качестве ключевых явлений для серьезных исторических достижений производных инструментов ЦК.

Единого мнения относительно точных дат и мест создания Центрального Контрагента 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 (CBOT).

На протяжении двадцатого века, исторические организационные структуры, которые охарактеризованы как частичная интеграция членов биржи, подвергались различным изменениям. Что касается двадцать первого века, то темпы перемен набирают еще большие обороты. Интеграция некоторых бирж производных инструментов с их ЦК сохранилась, однако даже в этих случаях наблюдается тенденция к уменьшению степени интеграции. В Европе ЦК возникли гораздо позже. Один крупнейших участников этого рынка LCHClearnet стал полноценным ЦК лишь в 2004 году. До слияния LondonClearingHouse (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 LCHClearnet осуществляет функции центрального контрагента на множестве биржевых и внебиржевых рынков Европы.

В последние годы, возросла ценность возможных преимуществ, предоставляемых хорошо организованными ЦК. Механизмы ЦК появились на самых разнообразных рынках, которые до этого не пользовались услугами ЦК. В Соединенных штатах, на Нью-Йоркской фондовой бирже клиринговый дом появился в 1892 году, а реальным ЦК он стал в 1920 году. Однако, за пределами США, до конца двадцатого века лишь единичные фондовые биржи организовывали ЦК. На сегодняшний день, ЦК размещаются и осуществляют деятельность практически на всех крупнейших фондовых биржах. Все чаще ЦК осуществляет клиринг сделок, в том числе сделок и соглашений об обратной покупке государственных облигаций, на рынке ценных бумаг, обращающихся во внебиржевом обороте. С 1999 года Лондонский клиринговый дом (сейчас LCHClearnet) осуществлял клиринг все возрастающих объемов некоторых видов производных инструментов во внебюджетном обороте посредством услуг SwapClear.

История возникновения центральных контрагентов, как наиболее развитой формы деятельности важнейшей части инфраструктуры финансового рынка – клиринга, 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. 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.

**Вторая группа проблем включает теоретические основы деятельности центральных контрагентов, включающие определение их сущности как особенных институтов инфраструктуры финансового рынка, выполняющих новые специфические функции связанные с обеспечением надежности рынка в целом и снижение затрат на операции участников на нем.**

Централизованная форма клиринга на основе деятельности центрального контрагента является самой современной и высокоэффективной, позволяющей обеспечить концентрацию рисков, управления ими наряду с существенной экономией для участников торгов.Клиринговая организация действует в качестве центрального контрагента (ЦК), выполняя функцию законного контрагента для обеих сторон сделки, т.е. являясь покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя в рамках определенной серии контрактов - например, заключенных на определенной бирже или в определенной торговой системе. С точки зрения участников рынка кредитный риск ЦК заменяет собой кредитный риск других участников. Место центрального контрагента в инфраструктуре биржевой торговли иллюстрирует следующая схема (рис. 1).

Направление заявок

**ММВБ**

**Торговые функции:**

- регистрация заявок;

- сверка заявок, регистрация сделок;

- формирование и направление выписок из реестра сделок.

Информация о сделках

**Центральный контрагент**

**Функции (клиринговые функции):**

- контроль параметров единой торговой системы;

- ведение позиций;

- расчет лимитов и контроль за их соблюдением;

- определение нетто-обязательств и др.

Предварительное депонирование

Биржевое свидетельство

Перечисление денежных средств

Гарантии

- Фонд покрытия рисков ЦК

- Банк России

Рис. 1. Деятельность российского центрального контрагента на биржевом валютном рынке ММВБ

Источник: составлено автором

В настоящее время, осуществление клиринга центральным контрагентом может рассматриваться в качестве неотъемлемой части современных процедур организованных рынков. Центральные контрагенты приобретают все большую популярность среди участников рынка, поскольку их функциональность уже не ограничивается рынками деривативов, а распространяется на более широкий диапазон финансовых инструментов. Большое влияние на организацию услуг центральных контрагентов на рынках производных инструментов оказала текущая структура биржевых рынков, а также состав и характеристики участников данных рынков. Не так давно ЦК начали предлагать клиринговые услуги на кассовых и внебиржевых рынках.

Таким образом, центральный контрагент – это организация, являющаяся посредником между сторонами сделки, т.е. продавцом для первоначального покупателя и покупателем для первоначального продавца, что гарантирует исполнение обязательств в рамках сделки, а первоначальные стороны сделки заменяют свои договорные отношения друг с другом соответствующими договорами с ЦК.

Осуществление клиринга центральным контрагентом приобретает все большую популярность в мире – 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.

Так, в рамках Европейского Союза основным фактором, ведущим к совершенствованию клиринговых механизмов, является непрекращающийся процесс европейской экономической интеграции, т.е. введение евро, продолжающаяся организация внутреннего рынка финансовых услуг, а также соответствующая задача построения общеевропейской финансовой инфраструктуры платежей, клиринга и расчетов по ценным бумагам (рис.2-4).

Рис. 2. Количество участников Рис. 3. Количество акций, прошед-

клиринга в ведущих европейских ЦК ших клиринг, тыс. шт.

Источник: рассчитано автором

Рис. 4. Стоимость ценных бумаг прошедших клиринг, млрд.евро

Источник Европейский центральный банк

Приведенные данные статистики свидетельствуют об успешном развитии института центрального контрагента в Евросоюзе и лишь только финансовый кризис 2008 г. замедлил динамику роста объемов операций проводимых с их участием. Клиринговые организации, осуществляющие деятельность в качестве центральных контрагентов, оказывают значительное влияние на функционирование финансовых рынков. Они могут увеличить эффективность и стабильность финансовых рынков в такой степени, что их бесперебойное функционирование обеспечит еще более эффективное использование обеспечения, снижение операционных издержек и рост ликвидности.

Прилагая большие усилия для достижения экономии масштабов путем слияний и гармонизации технических процедур, участники рынка неизбежно оказались перед лицом необходимости сосредоточить внимание на одном из наиболее фрагментированных сегментов инфраструктуры европейского рынка ценных бумаг - клиринге и расчетах. Учитывая важность своей роли, ЦК должен иметь надежную политику в сфере управления рисками. ЦК принимает на себя всю полноту ответственности и перераспределяет риски среди участников рынка. Более того, если ЦК не исполняет свои функции управления рисками достаточно хорошо, это, наоборот, может привести к увеличению рисков на рынке.

Несмотря на то, что в настоящее время на мировых рынках, где клиринг осуществляется ЦК, доминируют крупные игроки, хорошо функционирующие ЦК приносят выгоду не только им. При наличии правильной структуры ЦК обеспечивает небольшим игрокам возможность работы на рынке, а эмитентам - возможность получить финансирование.

Таким образом, можно охарактеризовать структуру ЦК как результат интеграции ряда функций биржевой торговли в единый комплекс, так как каждый из ее участников торгов стал нести по крайней мере частичную финансовую ответственность за исполнение другими участниками обязательств, возникающих в результате сделок, заключенных на бирже. Объединение рисков создает стимул 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 действовать по своему усмотрению в вопросах эффективного управления рисками ЦК.

Последовавшее за крахом Lehman 15 сентября 2008 года ухудшение рыночной ситуации способствовало формированию нового взгляда на проблему функционирования рынка в ещё более неблагоприятных ситуациях. В случае с Lehman, ликвидные в обычных условиях рынки, ряд которых уже испытывали определённые сложности, оказались в крайне тяжелой ситуации. Страх перед контрагентским кредитным риском заставил участников рынка приостановить кредитные и торговые операции с ценными бумагами, что существенно повлияло на ликвидность кредитного рынка и рынка ценных бумаг. Банкротство Lehman стало, вероятно, крупнейшим потрясением международной клиринговой и расчётной системы после банкротства банка BaringsBank в 1995 году или даже BankhausHerstatt в 1974 году. Несмотря на то, что неисполнение обязательств Lehman затронуло ряд стран мировая инфраструктура, основанная на деятельности центральных контрагентов выдержала это суровое испытание и продолжила обслуживание финансового рынка.

Сделан вывод, что институт центрального контрагента – важнейшее явление для инфраструктуры, образование которого продиктовано необходимостью решать несколько ключевых задач развития финансового рынка. Предпосылки создания института ЦК определи его главные функции и перечень решаемых задач, выделены такие функции как – управление рисками и повышение эффективности рынка. Если рассматривать ЦК с позиции именно института, концертирующего риски, то можно сделать определенное заключение, что ЦК начинает «работать» именно в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения и использовать специализированный инструментарий в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке. В рамках этой функции центральный контрагент решает определенные объем задач, среди которых необходимо отдельно выделить установление требований к участникам и установление требований к внесению предварительного обеспечения. Однако не только управление рисками является ключевой задачей ЦК. Важной задачей ЦК является повышение эффективности рынка. Под понятием «эффективность рынка» можно понимать достаточно широкий перечень факторов. Наиболее точно им дал определение один из классиков экономической науки Гари Марковиц, Марковиц в понятии эффективного рынка прежде всего выделяет следующие: информационную прозрачность цен, контрагентов по сделкам и торгуемых инструментов, а также минимальные транзакционные издержки. Перечислив данные критерии, не трудно заметить, что ЦК оказывает определенное, достаточное сильное влияние на эти параметры и, следовательно, оказывает влияние на эффективность рынка. Описание тех задач, которые решает ЦК для повышения эффективности рынка приведено ниже.

Прежде чем приступить к описанию целей и задач ЦК необходимо сделать небольшое замечание в отношении дефиниции. С точки зрения теории снижение рисков также можно рассматривать как задачу, которая решается в рамах осуществления функции по повышению эффективности рынка. Однако, учитывая первостепенную роль ЦК в управление рисками, видится целесообразным разделить эти понятия в рамках данного исследования. Определив главные составляющие функционала ЦК, в работе детализировано сущность каждой из функций, а также описан перечень тех задач, которые в связи с этим решает ЦК. ЦК выступает центром консолидации рисков и в связи с этим для обеспечения выполнения своей роли в рамках функционала, связанного с управлением рисками, центральный контрагент вынужден решать целый комплекс задач. Группируя эти задачи, можно выделить несколько основных блоков (рис. 5).

**Функции Института ЦК**

Информационная прозрачность совершаемых операций

Установление требований по внесению обеспечения участниками торгов

Финансовые ресурсы ЦК

Повышение эффективности рынка

Снижение издержек участников рынка

Юридическая прозрачность процесса заключения сделок

Установление требований к допуску и участию в торгах для участников рынка

Рис. 5. Функции института центрального агента

Источник: составлено автором

Участники рынка заключают сделки всегда только с одним контрагентом посредством механизма отрытого предложения (open – offer). При отсутствии ЦК участник рынка не обладает информацией о том, с каким конкретным контрагентом он заключил сделку (если сделки заключаются не в адресном режиме). Такой механизм вступает в определенные противоречия с принятыми нормами закона и создает определенное поле для их нарушения. Помимо функций и задач, видится целесообразным отдельно выделить такую важную роль ЦК, как содействие повышению привлекательности национального рынка для иностранных инвесторов.

В условиях глобализации современного мирового финансового рынка капиталы меняют место своей «дислокации» с огромной скоростью и приходят туда, где национальный рынок отвечает критериям эффективности, где риски минимальны, четко определяемы и управляемы. Как было сказано выше, на развитие и поддержание таких критериев рынка направлена деятельность института центрального контрагента. По своей сути ЦК является производным от упомянутых критериев и призван обеспечивать их выполнения на надлежащем уровне. По этой причине ЦК выступает для национального финансового рынка как один из «знаков качества», оценивая который, участники международного рынка капиталов рассматривают конкретный рынок с точки зрения его приемлемости для осуществления инвестиций.

Такое место ЦК в системе координат любого национального финансового рынка, включая и российский, приобретает особую актуальность в свете необходимости решения задачи создания в Москве международного финансового центра.

**Третья группа проблем связана с анализом влияния деятельности центральных контрагентов на механизмы осуществления торговых операций на организованном рынке, на концентрацию различных видов рисков, связанных с операциями на финансовых рынках, на операционную деятельность в аспекте ее эффективности осуществляемой на финансовых рынках, создавших и развивающих центральных контрагентов на важнейших сегментах**

Основной движущей силой создания ЦК является экономический интерес участников рынка капитала в том, что касается уменьшения рыночных рисков и снижения издержек процессинга сделок после их заключения. Преимущества для участников рынка могут быть в общих чертах выделены на рис. 6.

**Преимущества участников рынка**

**Операционные преимущества:**

Сокращение количества операций бэк-офиса.

Снижение совокупных рыночных издержек.

Снижение издержек расчетов на основе неттинга.

Увеличение количества сделок, подлежащих сквозному процессингу.

**Торговые преимущества:**

Анонимность для трейдеров. Поддержка (путем создания ЦК) полной анонимности сторон сделки после ее заключения является выгодной как для обеих сторон, так и для торговой площадки в целом.

наличие ЦК приводит к сужению торговых спрэдов. Уменьшение влияния рынка позволяет трейдерам предлагать более узкие спрэды институциональным клиентам-покупателям. Узкиеспрэды, всвоюочередь, стимулируютростторговойактивности.

**Преимущества, связанные с уменьшением риска:**

Уменьшение кредитного риска контрагента:

наличие ЦК облегчает неттинг многосторонней экспозиции, благодаря чему совокупный кредитный риск обычно снижается;

наличие ЦК позволяет объединить двусторонние экспозиции в единую малорисковую экспозицию в отношении ЦК

**Балансовые преимущества:**

Рост доходности капитала путем снижения издержек.

Улучшенный кредитный рейтинг.

Снижение коэффициентов использования заемного капитала

Рис. 6. Преимущества участников рынка при использовании ЦК

Источник: составлено автором

Существуют и другие причины, однако вышеупомянутые факторы в основном объясняют возросший спрос на услуги ЦК (особенно в еврозоне). Во-первых, рост объемов торговли ценными бумагами привел к увеличению спроса на неттинг. Во-вторых, интернационализация торговли ценными бумагами, внедрение новых электронных площадок и переход национальных фондовых бирж на анонимные торговые системы, действующие на основе заявок, существенно затруднили торгующим сторонам возможность самостоятельно контролировать контрагентский риск.

Таким образом, потребность в гарантированном клиринге и расчетах быстро растет. В таблице 1 представлена функциональная классификация преимуществ, связанных с услугами ЦК.

Таблица 1.

Преимущества услуг ЦК

Источник: EurexclearingAG.

ЦК обеспечивают участникам рынка преимущества как в отношении издержек, так и в отношении эффективности. ЦК обычно используют терминалы сквозного процессинга, предназначенные для уменьшения «узких мест» бэк-офиса. В то же время выгоды от снижения операционных издержек необходимо сопоставлять с величиной сборов и имплицитных издержек, которые несут посредники. Неттинг экспозиций уменьшает величину капитала, требуемую для поддержания торговой деятельности участников, а также помогает улучшить ценовую ликвидность рынков. Перераспределение кредитного риска контрагента порождает социальные преимущества, поскольку риск распределяется между б**о**льшим количеством участников, имеющих больше возможностей принимать на себя этот риск.

Осуществление клиринга центральным контрагентом также порождает дополнительные выгоды в виде оказания участникам рынка услуг по управлению рисками. Осуществляя торговлю ценными бумагами, участники рынка несут риск того, что их контрагенты не смогут исполнить обязательства при наступлении срока их исполнения (риск ликвидности), либо вообще не смогут исполнить свои обязательства (кредитный риск контрагента).

С целью защиты от указанных рисков, участники рынка могут предпринимать защитные меры - например, установление лимитов открытых позиций и покрытие обеспечением. ЦК управляют рисками своих участников, заменяя множество экспозиций по отношению к множеству контрагентов единой экспозицией по отношению к центральному контрагенту. Таким образом, ЦК предоставляют участникам рынка возможность осуществлять торговые сделки, не обращая внимания на кредитоспособность отдельных контрагентов.Это не означает, что ЦК устраняют кредитный риск контрагента; скорее, они управляют им и перераспределяют его намного более эффективно, чем это могли бы сделать сами участники рынка, действуя в одиночку. ЦК также не устраняют риск ликвидности; ЦК не предоставляют общих гарантий в отношении своевременной поставки ценных бумаг (несмотря на то, что они, как правило, гарантируют своевременную поставку денежных средств).

Один из основных активов клиринговой палаты – ее способность осуществлять многосторонний неттинг позиций. Многосторонний неттинг обеспечивает значительное снижение количества расчетных операций, и, следовательно, уменьшает операционные издержки, включая расчетные сборы, взимаемые участниками клиринга. В рамках торгов ценными бумагами одна и та же ценная бумага часто переходит из рук в руки среди участников рынка большое количество раз. В результате данных транзакций может возникнуть некоторое количество экспозиций, полностью или частично перекрывающих друг друга. Кроме того, предлагаемая ЦК услуга «неттинга посредством новации» обеспечивает уменьшение индивидуальных договорных обязательств, таким образом, оказывая влияние на бухгалтерскую отчетность и балансы участников рынка. В той степени, в которой национальное законодательство ограничивает максимальный объем торговых операций участника определенной долей его баланса, услуга «неттинга посредством новации» дает такому участнику больше торговых возможностей. Соглашение «Базель-2», учитывая его положения, регулирующие операционный риск, может стать основным фактором, стимулирующим более широкое распространение клиринга ЦК. Услуга «неттинга посредством новации» может помочь сократить величину капитала, требуемого для поддержания торговой деятельности участников.

Крупнейшие ЦК предоставляют услуги неттинга своим клиентам, используя при неттинге позиций такие критерии, как вид ценной бумаги, дата расчетов и валюта. Осуществление клиринга центральным контрагентом является выгодным как для участников рынка, так и для экономики в целом, поскольку позволяет повысить ликвидность и эффективность рынка. Участие ЦК, как правило, стимулирует рост объемов торгов и улучшает функционирование рынков капитала. Например, значительное увеличение объемов торгов на валютном рынке ММВБ с 2008 года практически в два раза может быть хотя бы частично связано с тем, что участники рынка получили возможность работы через ЦК (НКЦ).

Наличие у центрального контрагента банковской лицензии или лицензии небанковской кредитной организации необязательно, однако нередко встречается в мировой практике в силу особенностей национальных законодательств. Кроме того, возможности центрального контрагента самостоятельно (а не через сторонние организации) осуществлять банковские операции позволяет осуществлять функции расчетного банка и более целенаправленно развивать вспомогательный биржевой инструментарий, такой, например, как кредитование участников торгов под завершение расчетов. Последнее способствует дальнейшему улучшению конкурентной позиции торговых площадок с центральным контрагентом.

Для того чтобы обеспечить указанные выше преимущества и минимизировать влияние на свою финансовую устойчивость рисков банковских операций, центральный контрагент с банковской лицензией должен де-факто оставаться специализированной организацией в составе инфраструктуры торговой площадки. При этом задача продвижения продуктов, конкурентных на стандартном рынке банковских услуг, но несущих повышенные риски, перед ним ставиться не должна.

**Четвертая группа проблем включает классификацию специфического набора и профиля рисков центрального контрагента включающую как стандартные риски характерные для любого инвестора на финансовом рынке так, и риски характерные для роли центрального контрагента в связи с его пассивным акцептованием сделок, заключаемые участниками и обеспечения надлежащего исполнения центральным контрагентом этих сделок без учета действий остальных участников сделок вызывающие специальные подходы к ограничению этих рисков.**

Институт центрального контрагента неразрывно связан с системой управления рисками. Основной задачей центрального контрагента является поддержание стабильности на рынке посредством использования эффективной системы управления рисками. ЦК в процессе своей деятельности принимает на себя практически весь спектр существующих на данный момент на финансовых рынках рисках. 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 (CPSS) совместно с Техническим комитетом Международной организации Комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Основные виды рисков, которые принимает на себя центральный контрагент и методики управления ими следующие (рис. 7).

**Кредитный риск контрагента**

Виды:

- предрасчетный (риск цены замещения);

- расчетный (основной риск)

**Инструменты управления**

- требования, предъявляемые к участникам;

- лимиты, выставляемые на участников и инструменты;

- требования по размещению обеспечения;

- риск инвестирования свободных средств;

- операционный риск;

- риск расчетного банка;

- специфический риск контрагента

Рис. 7. Виды рисков центрального контрагента

Источник: составлено автором

Раскроем подходы к управлению риском 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. Основой инвестиционной политики ЦК является предпочтение ликвидности и надежности инструмента над его доходностью. 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 A-;

- 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).

Риск, связанный с инвестированием по своей сути является гибридом, который включает в себя рыночный риск, кредитный риск и ряд других. В связи с этим управлением этим видом рисков строится на применении всех инструментов риск менеджмента, используемых ЦК. В целом оптимальную инвестиционную политику для ЦК можно расценивать как консервативную. Необходимо отметить, что наличие или отсутствие банковской лицензии у центрального контрагента существенно влияет на уровень риска ликвидности вследствие фактора наличия или отсутствия доступа к системам рефинансирования центральных банков. Это можно проиллюстрировать на примере центральных контрагентов ряда европейских стран. ЦК этих стран имеют разную степень доступа к счетам центральных банков, платёжным услугам, услугам по управлению обеспечением, суточной ликвидности, и однодневному кредиту. В целом правомерно считать, что для центрального контрагента наличие банковской лицензии является важнейшим фактором снижения не только риска ликвидности, но и ряда других.Данный вывод можно продемонстрировать в рамках регулирования российского финансового рынка (табл. 2).

Таблица 2.

Основные преимущества центрального контрагента в статусе кредитной организации

Источник: составлено автором

Инструменты управления 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.

Специфический риск центрального контрагента обусловлен возможным неисполнением одним или несколькими участниками торгов своих обязательств по заключенным сделкам и соответственно необходимостью для центрального контрагента осуществить замещение дефолтеров, которое необходимо для исполнения его собственных обязательств по встречным сделкам с добросовестными участниками торгов. Другими словами риск центрального контрагента представляет собой риск несения потерь при замещении дефолтеров, а его количественная оценка может быть выполнена путем тестирования надежности механизмов замещения и оценки убытков по замещению.

Для замещения дефолтеров по поставочным инструментам центральный контрагент должен в максимально короткие сроки приобрести (продать) активы дефолтных сделок и осуществить поставку активов (денежных средств) по встречным сделкам. При этом центральный контрагент может понести убытки, например, в случае неблагоприятной разницы в ценовых условиях сделок замещения и встречных сделок.

С точки зрения формальной классификации риск центрального контрагента является композитным, включающим кредитный риск (риск контрагента), риск рыночной ликвидности и рыночный (ценовой) риск. Риск контрагента определяет вероятность наступления дефолта и его размер. Риск рыночной ликвидности, связанный с ограничениями используемых источников ликвидности по объемам замещения дефолтеров, характеризует надежность используемых механизмов замещения дефолтеров. В свою очередь рыночный риск, связанный с ценовыми отклонениями сделок замещения от дефолтных сделок, определяет удельную величину убытков при реализации риска (при условии высокой надежности механизмов замещения и отсутствия иных, не связанных с ценовыми разницами расходов по проведению сделок замещения).

**Пятая группа проблем отражает необходимость на базе оригинальной структуры и профиля рисков центрального контрагента кредитной организации разработки специфической, адекватной его функционалу методики стресс-тестирования этих рисков имеющей результатом экономически обоснованные показатели необходимой капитализации центрального контрагента обеспечивающей стабильное функционирование всей инфраструктуры организованного финансового рынка.**

В международной банковской практике используются различные методики стресс - тестирования. В настоящее время наиболее распространенной методикой является сценарный анализ (на основе исторических или гипотетических событий). Возможен также подход, при котором стресс-тестирование является инструментом сценарного планирования как одного из основополагающих элементов системы управления рисками. Для центрального контрагента, имеющего банковскую лицензию в общей части стресс-тестированиядля управления банковскими рисками применяются стандартные подходы. В части специфического риска центральных контрагентов методики пока не сформированы, поэтому ниже автором предложены новые подходы к этой проблематике.

Стресс-тестирование включает в себя компоненты как количественного, так и качественного анализа. Количественный анализ направлен, прежде всего, на определение возможных колебаний основных макроэкономических показателей и оценку их влияния на различные составляющие активов банка. С помощью методов количественного анализа определяются вероятные стрессовые сценарии, которым могут подвергнуться кредитные организации. Качественный анализ акцентирован на двух основных задачах стресс - тестирования: (1) оценка способности капитала кредитной организации компенсировать возможные крупные убытки; (2) определение комплекса действий, которые должны быть предприняты кредитной организацией для снижения уровня рисков и сохранения капитала.Процесс периодического стресс-тестирования предусматривает следующие этапы (рис. 8).

Рис.8. Основные этапы стресс-тестирования ЦК

Источник: составлено автором

Риск центрального контрагента на биржевом валютном рынке ММВБ представляет собой риск возникновения у кредитной организации-центрального контрагента убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения контрагентом на валютном рынке своих финансовых обязательств перед центральным контрагентом. В зависимости от сценария развития событий (которые определяются динамикой валютного курса, принятием участников рынка на себя новых обязательств) величина риска центрального контрагента может значительно варьироваться.

В зависимости от сценария развития событий выделяется следующая структура расходов и доходов центрального контрагента (табл. 3).

Таблица 3.

Сценарии расходов и доходов центрального контрагента

Источник: составлено автором

Структура расходов и доходов центрального контрагента в случае реализации риска определяется Правилами осуществления клиринговой деятельности (Правилами клиринга) и Положением о порядке формирования, размещения и использования средств Фонда покрытия рисков. В общем случае расходы (или доходы) центрального контрагента на валютном рынке зависят от величины своп-разницы, текущего базового курса рубля к иностранным валютам, величины позиций контрагентов, оценки потенциального обесценения рубля (переоценки валютной позиции) и нормативов депонирования (margincall) для валютных инструментов.

Для расчета потерь от переоценки валютной позиции необходимо оценить VaR от девальвации рубля на временном периоде «овернайт» и «пять дней». Выбор временного периода обусловлен минимальной срочностью сделки валютный «своп» (сутки) и минимальным числом пролонгаций валютного «свопа» (пять раз подряд). Для оценки риска центрального контрагента на валютном рынке необходима статистика крупнейших нетто-позиций участников торгов в разрезе валют (USD и EUR), из которой заимствуются сведения о трех наибольших позициях, вне зависимости в какой иностранной валюте они выражены. Своп-разница, дефолтная позиция контрагентов, суточный и недельный VAR рассчитываются по каждой валюте.

Приведем фрагмент расчета промежуточных переменных для оценки риска центрального контрагента на валютном рынке.

Потери по риску возникают в результате комбинации промежуточных переменных. Каждая из них рассчитывается следующим образом:

SD = E \* (1/(((i +3)\*1)/(100\*365)+1)-1), где:SD- cвоп-разница за сутки, в руб.;E - базовый курс рубля к иностранной валюте;i- процентная ставка иностранного центрального банка.

Rev(d) = P \* VaR(d), где: Rev(d) - суточная валютная переоценка позиции в тыс. руб.,P(r) - дефолтная позиция контрагентов в тыс. руб.,VaR(d) - суточная оценка VAR (девальвация) в долях.

Rev(w) = P \* VaR(w), где: Rev(w) - недельная валютная переоценка позиции в тыс. руб.,P(r) - дефолтная позиция контрагентов в тыс. руб.,VaR(w) -недельнаяоценка VAR (девальвация) в долях.

Sw = SD \* P, где: Sw- издержки валютного свопа в тыс. руб. за сутки,SD-cвоп-разница за сутки, в руб.;P(r) -дефолтная позиция контрагентов в тыс. руб..

Порядок расчета своп-разницы при получении центральным контрагентом долларовой ликвидности:

,

В промежуточных расчетах также используется переменная дефолтной позиции контрагентов (P(f)) в тыс. ед. иностранной валюты, которая представляет собой сумму дефолтных позиций контрагентов, выраженных в одной иностранной валюте. Общая сумма всех дефолтных позиций контрагентов по всех иностранных валютах должна представлять собой сумму от двух до трех максимумов крупнейших позиций участников валютных торгов.В качестве норматива депонирования (Dep) для валютных инструментов берется его минимальное значение (по умолчанию 5%).

Структура расходов и доходов центрального контрагента при реализации риска определяет структуру потоков, которая включает в себя переоценку валютной позиции, доход по валютному «свопу» с контрагентом, расход по валютному «свопу» с Банком России, и доход от взыскания страхового депозита. В зависимости от сценария развития событий рассчитываются следующие комбинации промежуточных переменных в разрезе каждой валюты (табл. 4).

Таблица 4.

Комбинации промежуточных переменных

Источник: составлено автором

Суммирование потери в разрезе валют позволяет рассчитать совокупные потери по каждому сценарию в тыс. руб. (первый номер – строка, второй – столбец табл. 5).

Таблица 5.

Совокупные потери по каждому сценарию

Источник: составлено автором

Для комплексного стресс-тестирования финансовой устойчивости банка используются результаты сценария №2 на горизонте «сутки», где контрагент заключает валютный «своп» на срок «овернайт», в последующем лишается лицензии и не несет расходов.Применение данной методики в рамках ЗАО АКБ НКЦ наряду со стандартным банковским стресс-тестированием показало следующие результатыпо оценке принимаемых рисков (критические сценарии): валютный риск (балансовый) - 0,001 млрд. руб.; кредитный риск - 2,22 млрд. руб.; процентный риск -0,23 млрд. руб.; риск ликвидности (балансовый) - 0,001 млрд. руб.; ценовой (фондовый) риск - 0,04 млрд. руб.; риск центрального контрагента на биржевом валютном рынке - 2,18 млрд. руб.

Рассчитанный на основе авторской методики риск центрального контрагента демонстрирует высокий уровень, вполне сравнимый с кредитным риском, что подтверждает обоснованность применения предлагаемой методики для оценки уровня капитализации центрального контрагента при выполнении им своих функций на наиболее рискованных сегментах финансового рынка.

**Шестая группа проблем отражает подтверждение необходимости и разработку специфических требований к капиталу центрального контрагента кредитной организации на рынке биржевого РЕПО предъявляемых нормативными документами центрального банка, учитывающих базисные аспекты системы управления рисками предусматривающие гибкое изменение маржинальных требований к участникам торгов в случаях повышения уровня рыночных и кредитных рисков.**

Деятельность центрального контрагента с банковской лицензией в России подлежит надзору и регулированию со стороны Банка России в общем порядке надзора и регулирования, предусмотренном законодательством Российской Федерации и нормативными актами Банка России для банковских кредитных организаций.Комплексный и постоянно усложняющийся банковский надзор способствует повышению финансовой устойчивости центрального контрагента, прозрачности и оперативности информации о финансовых показателях его деятельности по формам ежемесячной банковской отчетности. Вместе с тем, в российских условиях можно говорить о существовании регулятивного арбитража (различий в регулятивных требованиях к центральным контрагентам в зависимости от наличия у него банковской лицензии).

Регулятивный арбитраж ставит центральные контрагенты с банковской лицензией в худшие рыночные условия, что в существенной степени нивелирует конкурентные преимущества торговых площадок с их участием за счет роста издержек с точки зрения управления рисками. Проблема усугубляется еще и тем, что зачастую регулятивная оценка риска центрального контрагента сильно завышена, что приводит к необходимости формирования избыточного капитала на покрытие рисков и вследствие этого затруднительности обслуживания больших объемов биржевых рынков.

В этой связи достижение адекватности регулятивной оценки принимаемых рисков по основной деятельности, по мнению автора, представляется необходимым условием успешного внедрения в инфраструктуру российского финансового рынка в качестве центрального контрагента кредитных организаций и развития института центральных контрагентов в целом.

При оценке риска, принимаемого центральным контрагентом, учет указанных ранее специальных источников и механизмов их покрытия по действующим методикам Банка России расчета обязательных нормативов в качестве снижающих риск факторов не предусмотрен в алгоритмах расчета нормативов и должен быть специально согласован с регулятором. При этом надлежащее качество согласованных оценок риска центрального контрагента может быть, и не достигнуто из-за ограничений формализации внедренного Банком России на современном этапе стандартизированного подхода оценки кредитного риска (по типовому для всех банков классификатору кредитного риска Базель II), не предусматривающего специальную классификацию и учет особенностей риска центрального контрагента.

С другой стороны в некоторых случаях фактическая величина риска центрального контрагента при ненадлежащем управлении им может превышать его регулятивную оценку или даже может быть совсем не учтена при расчете нормативов вследствие особенностей включения в расчет нормативов отдельных сделок по балансовым счетам банковского бухгалтерского учета. В данном случае кредитная организация должна признать факт наличия дополнительных рисков и внести соответствующие корректировки в значения нормативов, но при расчете корректировок также возникнет проблема обоснованной в рамках стандартизированного подхода оценки кредитного риска.

Представляется, что попытка правильно оценить размер риска центрального контрагента в рамках действующего стандартизированного подхода чаще всего не будет окончательно успешной. По мнению автора, полностью решить проблему адекватности регулятивной оценки риска центрального контрагента можно только путем применения подхода для оценки требований к регулятивному капиталу на покрытие кредитного риска на основе внутренних рейтингов. Данный подход широко применяется в надзорной практике развитых стран в соответствии с рекомендациями Базельского комитета по банковскому надзору (Базель II), но в российскую надзорную практику по объективным причинам он будет внедрен еще не скоро.

Таким образом, на ближайшие годы (до внедрения подходов IRB) поиск решения проблемы регулятивной оценки риска центрального контрагента следует искать на пути адаптации действующих методик расчета нормативов к особенностям систем управления рисками биржевых рынков. Посредством используемого регулятором стандартизированного подхода этого можно достичь через сопоставление в рамках классификатора кредитного риска активов (биржевых позиций) центрального контрагента со стандартными банковскими активами, добиваясь надзорного регулирования «по аналогии» (по аналогии экономической сущности и уровня принимаемых рисков).

Наибольшие трудности в рамках действующего надзорного регулирования для кредитной организации, осуществляющей функцию центрального контрагента, представляет оценка требований к регулятивному капиталу на покрытие кредитного риска по поставочным торговым инструментам в соответствии с методиками расчета обязательных нормативов достаточности собственных средств (капитала) банка (Н1) и максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6).

На сегодняшний день особенности деятельности центрального контрагента в методиках расчета нормативов в части оценки риска его нетто-позиций посредством классификатора кредитного риска учтены в отношении базы для расчета нормативов Н1 и Н6 по требованиям к участникам торгов по валютобменным операциям и требованиям по срочным сделкам, но только возникшим в связи с началом их исполнения. Указанные требования включаются в расчет нормативов с учетом наличия встречных однородных требований и осуществления центральным контрагентом расчетов на условиях полной предоплаты (предпоставки)) – в части превышения требований центрального контрагента над его обязательствами (по существу – в размере текущего рыночного риска, оцениваемого по переоценке требований и обязательств).

Кроме того, высокая надежность систем управления рисками центрального контрагента учтена регулятором в целях расчета нормативов посредством классификации требований к нему участников торгов с пониженным коэффициентом риска (II группа активов, весовой коэффициент риска – 20%). Последнее способствует преодолению регулятивных ограничений при установлении участниками торгов требуемых им лимитов операций на биржевых рынках с участием центрального контрагента и тем самым – развитию таких рынков.

Поставочные инструменты в форме срочных сделок и сделок с обратной продажей ценных бумаг (РЕПО) формируют на балансе центрального контрагента переходящие нетто-позиции в полном размере его нетто-требований и нетто-обязательств по заключенным на торгах сделкам. До начала расчетов инструменты срочных сделок и денежные требования по РЕПО в сумме полных остатков на соответствующих балансовых счетах бухгалтерского учета интерпретируются регулятором в целях расчета нормативов в качестве инструментов, несущих кредитный риск, и кредитных требований (выданных кредитов) под залог ценных бумаг соответственно. При этом не учитываются возможности центрального контрагента по урегулированию дефолтных сделок в части ограничения размера возможных убытков размером рыночного риска (т.е. величиной несопоставимо меньшей размера отражаемых по балансу кредитных требований по сделкам РЕПО и эквивалентов кредитного риска по срочным сделкам) и покрытия принимаемого риска за счет депонированных денежных средств и средств коллективных гарантийных фондов.

Совершенствование методик расчета нормативов Н1 и Н6 по нетто-позициям центрального контрагента в рамках упрощенного стандартизированного подхода по оценке требований к регулятивному капиталу на покрытие кредитного риска (Базель II) представляется возможным осуществить по следующим направлениям:

классифицировать кредитные требования в части, обеспеченной депонированными денежными средствами, номинированные и фондированные с обеспечением в одной и той же валюте, в I группу активов с весовым коэффициентом риска 0%;

классифицировать кредитные требования в части, обеспеченной депонированными денежными средствами, номинированные и фондированные с обеспечением в разных валютах, в III группу активов с весовым коэффициентом риска 50%;

классифицировать кредитные требования в части, обеспеченной средствами коллективного гарантийного фонда, номинированные и фондированные с обеспечением в одной и той же валюте, в I группу активов с весовым коэффициентом риска 0%;

классифицировать кредитные требования в части, обеспеченной средствами коллективного гарантийного фонда, номинированные и фондированные с обеспечением в разных валютах, в III группу активов с весовым коэффициентом риска 50%.

Разработанный порядок регулятивной оценки кредитного риска может быть обоснован соответствием нетто-позиций центрального контрагента по экономической сущности и уровню принимаемого риска кредитным требованиям, обеспеченным гарантийным депозитом (вкладом), размещенным контрагентом - юридическим лицом в банке-кредиторе, классифицируемым в том же порядке. Соответствие может быть установлено регулятором в силу безотзывного характера рассматриваемого обеспечения в течение всего срока действия обеспечиваемого требования, возможности без ограничения использовать обеспечение на покрытие возможных убытков при замещении дефолтных сделок, для фондов – солидарного несения участниками субсидиарной ответственности за дефолт любого из них.

Внесение соответствующих изменений в методику расчета нормативов позволит центральному контрагенту практически полностью преодолеть несоответствие между фактическим размером принимаемых рисков и их регулятивной оценкой в отношении инструментов срочных сделок. Это объясняется тем, что до взвешивания с риском посредством кредитного классификатора инструменты срочных сделок взвешиваются в зависимости от базисного актива с понижающими коэффициентами риска, сопоставимыми с величиной депозитной маржи или уровнем обеспечения сделок за счет средств фонда.

В отношении же сделок РЕПО эффект окажется существенно меньшим, вследствие того, что требования по РЕПО оцениваются посредством кредитного классификатора в полном объеме, а следовательно обеспеченными они будут считаться в своей меньшей части. Вместе с тем, само признание регулятором депозитной маржи и средств фонда в качестве обеспечения высокого качества позволит центральному контрагенту в нередких случаях временного и резкого роста объемов биржевых торгов через управление уровнем маржинальных требований обеспечивать надлежащую финансовую устойчивость как фактическую, так и в ее регулятивной оценке, а тем самым и непрерывность биржевых торгов.

Количественная оценка требований к капиталу по нормативам Н1 и Н6 на примере биржевого РЕПО на фондовом рынке

Банк России рекомендует вести бухгалтерский учет сделок РЕПО по схеме «без первоначального признания (прекращения признания)», по крайней мере в тех случаях, когда эти операции не влекут за собой перехода всех рисков и выгод (либо значительной их части), связанных с владением ценной бумаги от их первоначального владельца (продавца) к покупателю. Последнее как раз и соответствует типовым условиям рынка биржевого РЕПО, когда выплаченные эмитентами ценных бумаг купоны передаются первоначальным продавцам, обязанность которых по обратному выкупу ценных бумаг не прекращается по каким-либо обстоятельствам, в том числе в связи с ухудшением кредитного качества эмитентов или падением рыночных котировок. Требования по поставке денежных средств по второй части сделок РЕПО по схеме «без первоначального признания (прекращения признания)» отражаются в бухгалтерском учете аналогично кредитным требованиям (кредитным сделкам, ссудам) под залог ценных бумаг.

Центральный контрагент на биржевом рынке РЕПО с точки зрения формальной правовой и экономической сущности операций покупает ценные бумаги у участников торгов - первоначальных продавцов и в тот же день перепродает их другим участникам торгов. При этом центральный контрагент принимает на себя обязательства через определенный срок осуществить обратную поставку ценных бумаг первоначальным продавцам, а покупателям – вернуть затраченные на покупку ценных бумаг денежные средства и выплатить рассчитанный по ставке РЕПО доход. С другой стороны центральный контрагент предъявляет требования к первоначальным продавцам по возврату денежных средств и выплате стоимости сделок РЕПО, а к покупателям – требования по возврату ценных бумаг.

Требования по поставке денежных средств по второй части сделок РЕПО включаются в качестве кредитных требований в расчет нормативов Н1 и Н6 с понижающими коэффициентами риска, рассчитываемыми в зависимости от участника торгов, срока до исполнения вторых частей сделок и качества обеспечения. Если в качестве обеспечения кроме ценных бумаг будут признаны и депонированные денежные средства, то потребность центрального контрагента в собственном капитале на покрытие кредитного риска будет снижена за счет того, что часть денежных требований по сделкам РЕПО будет отнесена к активам без риска по аналогии со ссудами, обеспеченными гарантийным депозитом (вкладом) юридического лица, размещенным в банке-кредиторе.

Оценим размер ожидаемого сокращения потребности в капитале на покрытие кредитного риска в отношении требований по поставке денежных средств по второй части сделок РЕПО на типовом примере сделок однодневного РЕПО с акциями и корпоративными облигациями (табл. 6-7).

Таблица 6.

Исходные данные по рынку РЕПО с центральным контрагентом и параметры, используемые для регулятивной оценки кредитного риска

Источник: составлено автором

Таблица 7.

Оценка потребности центрального контрагента в капитале по нормативам достаточности капитала и риска на одного заемщика

Примечание

Источник: составлено автором

Таким образом, это демонстрирует расчеты по авторской методике и иллюстрирует существенное снижение потребности в собственных средствах (капитале) банковской кредитной организации – центрального контрагента в случае признания в рамках надзорного регулирования депозитной маржи и депонированных денежных средств в целом в качестве денежного обеспечения, эквивалентного гарантийному депозиту юридического лица, размещенного в банке-кредиторе. При этом, управление рисками через уровень обеспеченности нетто-позиций наиболее эффективно может быть применено для управления рисками концентрации торговых операций в отношении ведущих операторов рынка. Последнее может быть реализовано посредством внедрения подхода по плавному или ступенчатому увеличению маржирования при превышении размера торговой позиции участника некоторой пороговой величины, что позволит не вводить ограничений на предельные размеры торгового лимита.

**Седьмая группа проблем основана на оценке применимости и фактического соответствия среды деятельности центрального контрагента лучшей мировой практике и рекомендациям международных организаций действующих в сфере регулирования финансовых рынков, позволяющей определить степень возможной вовлеченности национального финансового рынка в мировые стандарты обслуживания потоков капитала.**

Ввиду растущего интереса к развитию ЦК и расширению перечня их услуг, Комитетом по расчетным и платежным системам Банка Международных расчетов(CPSS) совместно с Техническим комитетом Международной организации Комиссий по ценным бумагам (IOSCO)в феврале 2003 года были разработаны и внедрены «Рекомендации для Центральных контрагентов». Хотя этот документ не носит обязательный характер,но содержит 15 рекомендаций по важнейшим направлениямдеятельности ЦК. В каждой рекомендации не только описываются требуемые от центральных контрагентов стандарты действий на конкретном направлении, но и дается перечень контрольных вопросов. Это имеет практическую значимость для ЦК, которые, основываясь на перечне контрольных вопросов, производят самооценку своей деятельности по каждой рекомендации по принципу: полностью соответствует, частично соответствует или не соответствует. Рекомендации CPSS/IOSCO представляют собой документ, который освещает ключевые вопросы деятельности ЦК и призван стандартизировать и унифицировать деятельность ЦК во всем мире. Это важно с точки зрения развития рынков и предоставления их участникам качественных и надежных услуг в посттрейдинге. В таблице 8 представлены рекомендации для российских участников и финансового рынка.

Согласно Рекомендации 12 «Эффективность» эффективность ЦК, как и любого бизнеса, определяется способностью максимизировать прибыльность при заданном уровне издержек. Рекомендация дает понимание того, что ЦК является бизнесом, который создается собственниками с целью получения доходности.

Таблица 8.

Оценка применимости и фактического соответствия среды деятельности центрального контрагента лучшей мировой практике и рекомендациям международных организаций (первые 10)

При этом стоимость услуг ЦК не должна способствовать снижению активности на обслуживаемом рынке. ЦК должен устанавливать тарифы с учетом собственной окупаемости, конкурентной среды и минимального уровня рентабельности, учитывая при этом свою роль как стабилизирующего института. Эффективность российских ЦК определяется в первую очередь не уровнем их доходности как бизнеса, а своевременностью и полнотой исполнения ими своих обязательств перед участниками клиринга, что безо всяких сомнений не менее важно.

Организационная структура ЦК в первую очередь должна способствовать снижению рисков деятельности Центрального контрагента. Это реализуется через обязательное создание структурной единицы по управлению рисками. Все структурные единицы ЦК должны иметь четко проработанные и документально зафиксированные порядки работы, в том числе в случае нештатных ситуаций. Исполнительный руководящий орган ЦК должен иметь необходимые полномочия для принятия оперативных решений в случае нестандартного развития событий на рынках.

В РФ регулированием деятельности ЦК занимается Федеральная Служба по Финансовым рынкам (ФСФР). По причине отсутствия в нормативной базе национального регулятора четко сформулированных требований к деятельности Центрального контрагента эта деятельность регулируется только на уровне требований специального закона. Для российского рынка данные рекомендации имеют огромное практическое значение, прежде всего с точки зрения понимания отечественными ЦК своего уровня развития и определения дальнейших путей совершенствования своей деятельности.

Стратегия построения в Москве Международного финансового центра предусматривает развитие биржевой инфраструктуры согласно лучшим мировым образцам надежности и эффективности с целью привлечения иностранных инвесторов на отечественный рынок. В этом контексте достижение полного соответствия деятельности российских ЦК рекомендациям CPSS/IOSCO является императивом, фактором, который позволит сделать понятным для иностранных инвесторов механизма функционирования института центрального контрагента на российском финансовом рынке.

**Восьмая группа проблем объединяет анализ структурных и функциональных вариантов интеграции деятельности центральных контрагентов в рамках консолидированной биржевой инфраструктуры, учитывающий тенденции развития национальной инфраструктуры финансового рынка, формирующейся в условиях возрастания воздействия трансграничного движения капитала на мировых рынках и активизации кризисной составляющей в мотивации глобальных участников финансового рынка и, как следствие, вызывающими нарастание системных рисков отечественной инфраструктуры.**

Одной из приоритетных задач, определенных ФСФР Россииявляется развитие и консолидация биржевой, расчетно-депозитарной, клиринговой, учетной инфраструктуры российского финансового рынка. Решение этой задачи предопределяет усиление конкурентоспособности российского финансового рынка и формирование в России мирового финансового центра. Среди актуальных вопросов хотелось бы особо выделить падение доходов инфраструктурных институтов в связи с развитием мирового финансового кризиса и снижение капитализации некоторых институтов инфраструктуры российского фондового рынка.

Первым шагом на пути к созданию консолидированной биржевой инфраструктуры является выбор модели построения такой инфраструктуры финансового рынка, которая позволит сконцентрировать и направить на дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Такая модель, скорее всего, не будет точной копией той инфраструктуры, которая сложилась на мировых финансовых рынках. При выборе российской модели консолидированной биржевой инфраструктуры следует учитывать уже вполне сложившиеся связи и расстановку сил на российском рынке; наличие достаточно мощных и вполне эффективных крупных инфраструктурных институтов – регистраторов, депозитариев, в том числе расчетных депозитариев, клиринговых организаций; сложившиеся схемы контроля и управления инфраструктурой. С другой стороны, следует иметь в виду, что и на ведущих финансовых рынках отсутствует единообразие моделей инфраструктуры. Вместе с тем, наиболее выраженной тенденцией является укрепление модели вертикальной интеграции инфраструктурных организаций.

В рамках модернизации биржевой инфраструктуры весьма существенная роль принадлежит институту центрального контрагента (ИЦК). ИЦК занимает важное место в системах расчета по ценным бумагам, являясь промежуточным звеном между сторонами в финансовых операциях, становясь покупателем для продавца и продавцом для покупателя. Хорошо организованный ИЦК, располагающий надлежащими средствами управления рисками, снижает уровень рисков, с которыми сталкиваются участники систем расчетов по ценным бумагам, и тем самым вносит свой вклад в обеспечение финансовой устойчивости. ЦК уже длительное время используются на рынках производных финансовых инструментов, а также на некоторых биржах ценных бумаг и валютной бирже. ЦК может существенно снизить уровень рисков для участников рынков путем применения более мощных средств контроля всех участников, а во многих случаях — путем взаимозачетов цепочки плательщиков по сделкам. Он также стремится увеличить ликвидность обслуживаемых им рынков, поскольку это снижает уровень рисков для участников и облегчает возможность проведения анонимных 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.

Очевидно, модель конкурирующих бирж не принесет российскому рынку особой пользы. Обращаясь к зарубежному опыту, отметим, что давнее противостояние между конкуренцией и консолидацией в настоящее время все больше склоняется в пользу консолидации. Основной довод в пользу конкуренции заключается в том, что она приводит к конкурентным ценам и эффективной работе организаций. Это положение верно для ситуации, когда потребитель может выбирать услугу. Биржевая же инфраструктура, напротив, зависит от другой экономической модели, в которой самым действенным механизмом достижения снижения затрат является эффект масштаба.

При проведении консолидации Россия должна учитывать мировые тенденции с тем, чтобы строить свою инфраструктуру и снабжать ее защитными средствами с оглядкой на мировой опыт и в итоге получить систему, без проблем вписывающуюся в мировое сообщество. Когда зайдет речь о выходе страны на международный уровень, это обстоятельство будет большим преимуществом.

Значимыми для России являются следующие два основных положения:

Во-первых, если российские биржи собираются конкурировать на мировом рынке, они должны предложить технологию, которая характеризуется низким временем ожидания реакции системы. Решение в пользу двух платформ более дорогое и накладывает дополнительные расходы на рынок.

Во-вторых, сама по себе технология не достаточна, России необходимо привлекать иностранных инвесторов, которые способны участвовать в торгах в удаленном режиме, поэтому этим инвесторам потребуется больше, чем просто технология, необходимо стабильное правовое обоснование и нормативное регулирования, а также защищенность средств инвесторов. В отношении компонентов инфраструктуры – биржи, ЦК и ЦД, существует определенное количество возможных перестановок и комбинаций, как показано ниже (рис. 9).

Вариант 3

Вариант 2

Вариант 4

Вариант 5

Вариант 6

Вариант 8

Вариант 7

Рис. 9 Варианты интеграции компонентов инфраструктуры – биржи, ЦК и ЦД

Источник: составлено автором

Все эти схемы содержат ЦК, варианты перестановок без ЦК здесь не рассматриваются, поскольку цель - ввести ЦК. Сценарий 1 представляет текущее состояние при полном использовании ЦК. Сценарий 8 представляет наиболее эффективную комбинацию и предполагает несколько возможных вариантов развития, в зависимости от того, где начинается консолидация:

Оценивая приемлемость возможных вариантов на применимость к российской биржевой действительности, отметим, что интеграция организаторов торговли представляется затруднительной. Если взять те же ММВБ и РТС, то каждая из площадок поддерживает свой специфический набор торговых секторов по различным инструментам, которые фактически также продолжат свою жизнь и после юридического слияния самих бирж. Это относится и к фондовым секторам на указанных биржах, основными из которых являются сектор с частичным предварительным обеспечением на РТС (РТС – Стандарт) и сектор с полным обеспечением на ММВБ. Данные сектора организованы настолько по-разному, что закрытие любого из них приведет к крайне серьезным проблемам на рынке, а их технологическая интеграция просто не осуществима (поскольку они организованы на базе совершенно различных программно-технических платформ).

В то же время, поставленные задачи действительно актуальны для развития финансового рынка, и, с нашей точки зрения, вполне разрешимы. Но для этого требуется не объединение торговых площадок (бирж), а создание единой системы, основными функциями которой являются:

- обеспечение исполнения обязательств по заключенным сделкам;

- контрольобеспеченности сделок по всем секторам финансового рынка;

- исполнение функций центрального контрагента как минимум по сделкам с полным и частичным обеспечением;

- определение обязательств по каждому торгуемому инструменту (валюте, ценной бумаге, производному финансовому инструменту) по всем секторам финансового рынка;

- проведение зачета встречных однородных обязательств по всем секторам финансового рынка;

- организация расчетов по всем инструментам, торгуемым на всех секторах финансового рынка.

Нетрудно заметить, что все перечисленное является функционалом клиринговой организации. Следовательно, объединять нужно не сами биржи (или, тем более - холдинги), а клиринговые организации, обеспечивающие определение обязательств по сделкам и расчеты по ним. Именно такая интеграция позволит значительно повысить надежность и эффективность финансового рынка за счет:

обеспечения участникам возможности использования единых счетов и позиций для заключения сделок на различных секторах рынка, возможности выделять (или не выделять, а работать на основе одной корзины обеспечения) лимиты по таким позициям для работы на разных секторах рынка, а также осуществлять зачеты по обязательствам/требованиям по сделкам на разных секторах рынка;

объединения (повышения капитализации) именно тех организаций, которые отвечают за исполнение обязательств по сделкам и принимают на себя соответствующие риски;

снижения транзакционных издержек участников торгов за счет использования одних и тех же счетов и позиций, унификации операционного взаимодействия в процессе клиринга и расчетов по обязательствам, а также – за счет формирования единых обязательств/требований по всем секторам финансового рынка с применением неттинга.

возможности использования различных торговых стратегий за счет увеличения количества торгуемых инструментов, клиринг и расчеты по которым осуществляются по единым принципам через одни и те же торговые счета.

**Девятая группа проблем основана на необходимости создания комплексной нормативной базы функционирования центрального контрагента, законодательного обособления его прав и обязательств, механизмов снижения рисков и надзора за его деятельностью, на основе гармоничного сочетания норм законодательного характера, подзаконных актов регулятора и внутренней нормативной базы центрального контрагента.**

Создание четкой правовой базы деятельности центрального контрагента является необходимым условиям его стабильности и эффективности. Учитывая тот факт, что деятельность ЦК сложна и многогранна, законодатель должен позаботиться о том, чтобы правовое поле было гармонизировано и нормативные документы не противоречили друг другу. В отсутствие понятного и законодательно закрепленного механизма участники рынка не в состоянии всесторонне оценивать правовые риски операций с ЦК, тем самым, ставя под сомнение само существование такого института.

Закон о клиринговой деятельностиввел правовые основы осуществления клиринга, дает определение терминов и устанавливает порядок осуществления клиринговой деятельности. В законе установлена возможность клиринговой организации выполнять функции центрального контрагента при осуществлении централизованного клиринга. Поэтому требования к клиринговой организации автоматически применяются к случаю централизованного клиринга.

Существенное внимание, уделенное в законе центральному контрагенту свидетельствует о важности вопросов, посвященных его деятельности и правовому положению. Однако ряд вопросов, поставленных автором и рассмотренных в диссертации остались нерешенными, в частности на законодательном уровне необходимо четко определить, с кем и какие договоры заключает ЦК, кому и какие услуги он оказывает, поскольку на сегодняшний день достаточно сложно доказать, что ЦК при заключении сделок с участниками торгов оказывает кому-то какие-то услуги, в связи с чем получение ЦК вознаграждения будет достаточно оспоримым. В законе ЦК заключает договор «о взаимодействии» с клиринговой организацией, при этом договор о взаимодействии не обязательно возможно определить как договор возмездного оказания услуг.

В законодательстве целесообразно описатьтакже и субсидиарную солидарную ответственность участников клиринга для того, чтобы средства гарантийного фонда добросовестных участников торгов могли использоваться на законных основаниях, не отдавая это на откуп Правил клиринга или договора, поскольку теоретически может возникнуть ситуация, когда участники клиринга не захотят заключать с ЦК договор, в котором описана субсидиарная ответственность.

**Десятая группа проблем основана на разработке случаев специфических нарушений в функционировании центрального контрагента, вызванных реализациями различных рисков характерных для центрального контрагента, условий и вариантов участия центральных банков в сглаживании остроты и ликвидации последствий таких сбоев.**

Проблемные ситуации, в которых может оказаться ЦК представляют наибольшую угрозу для системы платежей и операций с ценными бумагами, осуществляемых с привлечением финансовых активов центрального банка, расчётных систем с привлечением средств коммерческих банков. Данные ситуации основаны на общеизвестных сценариях, разработанных CPSS в процессе создания международных стандартов управления рисками для ЦК, за исключением отдельных ключевых допущений, поставленных под сомнение недавними событиями. Например, серьёзность неблагоприятной рыночной ситуации, включая предотвращение контрагентского кредитного риска, может привести к полной утрате доверия к финансовым институтам. В подобных условиях ликвидность финансового рынка может быть заблокирована, с увеличением взаимозависимости рисков дефолта участников.

Данные проблемные ситуации ЦК включают следующие.

Проблемы на уровне банка, управляющего ценностями инвестиционного фонда, депозитного или расчётного банка. Финансовые или операционные проблемы, возникающие на уровне банка, управляющего ценностями инвестиционного фонда, депозитного или расчётного банка ЦК, могут оказать негативное воздействие на доступ ЦК к активам и ведение расчётов в стандартном режиме. Данный сценарий вызывает всё большую обеспокоенность, т.к. в последнее время некоторые ЦК, в частности центральные контрагенты, размещали в коммерческих банках финансовые активы, превышающие допустимый объём рисков. Развитие событий по данному сценарию не предусматривает обязательного дефолта одного из участников.

Проблемы на уровне организации, отвечающей за обеспечение ликвидности. На способность ЦК вести расчёты в стандартном режиме могут оказать влияние финансовые или операционные проблемы, возникшие у одной и более организаций, отвечающих за обеспечение её ликвидности. Если организация, отвечающая за обеспечение ликвидности, не может предоставить денежные средства по запросу, согласно условиям соглашения, носящего обязывающий характер или без оного, ЦК должна обратиться к другим поставщикам ликвидности. Тем не менее, они тоже могут не предоставить ликвидные средства в достаточном объёме, особенно если ЦК сотрудничает с ограниченным числом крупных организаций, осуществляющих поддержание ликвидности.

Невозможность своевременной реализации неденежных активов. В результате операционного сбоя в системе (или проблем с поставщиком услуг) или общей потери ликвидности финансового рынка ЦК может столкнуться с невозможностью реализации неденежных активов в течение дня. В ситуации с Lehman, даже высоколиквидные рынки - например, рынки государственных ценных бумаг - оказались в крайне неблагоприятных условиях. Данный сценарий может лишить ЦК возможности как получить ликвидные активы в течение дня, так и закрыть позиции неплатёжеспособного участника в течение нескольких дней. Многодневное закрытие позиций может потребовать существенного финансирования на протяжении всех дней, обеспечивающего соблюдение процедуры закрытия.

Банкротство основного участника нескольких систем. Банкротство основного участника ЦК с высокой степенью вероятности может стать одним из ряда банкротств ЦК по всему миру и вызвать банкротство других участников. Так как разные ЦК могут непосредственно или опосредованно сотрудничать с одними и теми же коммерческими банками или рынками активов с целью обеспечения ликвидности, вышеуказанные банки и рынки могут быть вынуждены обеспечивать ликвидность нескольких систем одновременно. Более того, один и тот же ведущий участник может выполнять несколько функций в одной и более ЦК, выступая в качестве, например, организации, ответственной за обеспечение ликвидности, и доверительного управляющего. Таким образом, дефолты на уровне разных систем и разных функций также способствуют ухудшению общей рыночной ситуации.

Банкротство нескольких участников ЦК. Как правило, ЦК готов к банкротству одного крупного участника, однако ситуация с Lehman выявила вероятность одновременного банкротства нескольких участников. В то время как большинство ЦК смогли закрыть позиции Lehman относительно безболезненно, некоторым системам пришлось бы одновременно закрывать позиции ещё одного обанкротившегося крупного участника.

Проблема ликвидности одной и более валют в ЦК, работающей с несколькими валютами.Мультивалютная ЦК может столкнуться с дисбалансом валют или юрисдикций; ЦК может располагать денежными средствами или обеспечением в одной валюте или юрисдикции и иметь платёжные обязательства в другой валюте или юрисдикции. Следовательно, ЦК может столкнуться с проблемой невозможности обеспечения достаточного количества необходимой валюты для своевременного расчёта по сделкам, даже при наличии достаточных финансовых активов.

Внезапная утрата доверия к ЦК. ЦК подвержены риску утраты репутации. Обеспокоенность участников рынка способностью ЦК справиться с неблагоприятными условиями может привести к системному сбою расчётных операций на рынке даже в отсутствие реальных финансовых или операционных проблем. Например, если непосредственные или косвенные участники внезапно начинают опасаться блокировки либо возможной утраты денежных средств или иных активов, размещаемых ими в ЦК, они могут отказаться от дальнейшего сотрудничества с ЦК при расчёте по обязательствам, и на рынке, обслуживаемом данной ЦК, может оказаться недостаточно либо вообще не оказаться альтернативных клиринговых организаций для её срочной замены. Аналогичным образом, надёжная организация, обеспечивающая ликвидность ЦК может прекратить дальнейшую поддержку подобного типа при наличии сомнений в способности ЦК своевременно и в полном объёме рассчитаться по предоставленному кредиту в условиях неблагоприятной рыночной ситуации.

Проблемы «следующего дня (дней)». Даже если ЦК сохраняет стабильность в ситуации дефолта и успешно завершает все расчётные операции соответствующего дня, её способность выдержать очередной дефолт в последующие дни уменьшается и сохраняется на пониженном уровне до полного восстановления финансовых резервов и инструментов обеспечения ликвидности. Это может оказать отрицательное воздействие на функционирование ЦК и соответствующего рынка.

Существенные аспекты требований к ЦК со стороны центральных банков

ЦК несут основную ответственность за управление собственными кредитами, ликвидностью и операционными рисками. По возможности, ЦК следует обращаться к услугам центральных банков, в частности содействующим своевременному осуществлению расчётов с привлечением финансовых средств центральных банков согласно международным стандартам. Уроки финансового кризиса и растущая взаимозависимость ЦК, обуславливают потребность последних в принятии должных и надёжных мер по обеспечению ликвидности, включая, при необходимости, гарантированный доступ к источникам ликвидности, обеспечиваемым частным сектором.

Над деятельностью ЦКдолжен осуществляться соответствующий контроль, надзор, или и то, и другое, в соответствующих организационных рамках, что позволит обеспечить соответствие применимым национальным и международным стандартам управления рисками. При обслуживании ЦК центральные банки обязаны удостовериться в наличии достаточных гарантий неукоснительного соответствия деятельности ЦК применимым стандартам посредством проведения необходимых контрольно-надзорных мероприятий, включая сотрудничество с иными уполномоченными органами.

ЦК, деятельность которых полностью соответствует всем международным стандартам, правилам центральных банков, и иным действующим регулятивным требованиям, могут, тем не менее, столкнуться с трудностями, при которых имеющихся у них резервов ликвидности будет недостаточно для своевременных расчётов. Это может привести к срыву сроков либо возникновению иных нестандартных ситуаций при расчётах, как, например, частичный расчёт либо альтернативные платежи, создавая или усиливая системные риски, в частности на фоне общего ухудшения ситуации на финансовых рынках.

Центральные банки и иные уполномоченные органы обязаны анализировать и, при необходимости, ужесточать международные стандарты ликвидности и принципы, применимые к ЦК, принимая во внимание уроки финансового кризиса и увеличивающуюся взаимозависимость ЦК.

Центральные банки обязаны удостовериться в том, что их политика по предоставлению ЦК доступа к их услугам, по меньшей мере, соответствует деятельности ЦК, профилю рисков, и роли в осуществлении клиринговых и расчётных операций в масштабе системы.Доступ ЦК к услугам центральных банков может способствовать укреплению безопасности и надёжности ЦК и, следовательно, стабильности финансовой системы как на повседневном уровне, так и в неблагоприятной рыночной ситуации.

Центральные банки должны иметь представление о работе с чрезвычайными ситуациями, при которых имеющихся у ЦК резервов ликвидности будет недостаточно для своевременного исполнения обязательств.Возможная реакция центральных банков на вышеуказанные чрезвычайные ситуации, направленная на упрощение расчётов и снижение системного риска, может включать (a) косвенную поддержку ЦК посредством кредитования институтов, имеющих непосредственный доступ к кредитам центральных банков, и (b) кредитование непосредственно ЦК.При предоставлении дневных и однодневных (овернайт) кредитов центральных банков непосредственно ЦК, кредитование должно быть направлено на снижение риска недобросовестности и быть достаточно прозрачным при условии следования применимым правилам центральных банков.

**В выводах и предложениях** обобщены итоги диссертационного исследования и представлены рекомендации по методологическому обеспечению разработки и внедрению института центрального контрагента на российский финансовый рынок.

## Основы деятельности института центрального контрагента на современной стадии развития финансового рынка

Клиринговые палаты оказывают спектр услуг, связанных с обеспечением контрактов, клирингом и оплатой продаж, управлением рисками их участников и ассоциированных бирж. Для оказания этих услуг клиринговые палаты могут быть организованы в разных формах: некоторые клиринговые палаты организованы как отделения своих аффилированных бирж, другие являются независимыми юридическими лицами. Некоторые клиринговые палаты оказывают услуги только одной бирже, другие обслуживают несколько бирж. Некоторые клиринговые палаты являются собственностью клиринговых компаний, другие являются собственностью бирж или представляют собой акционерные общества. Несмотря на эти различия в организации, клиринговые палаты обычно имеют общие ключевые характеристики. Важнейшая из них - за небольшими исключениями, клиринговые палаты в развитых странах выступают в качестве центрального контрагента в сделках между членами бирж. Следовательно, клиринговая палата становится покупателем для каждого продавца контракта и продавцом для каждого покупателя.

Существенным вопросом, как для участников клиринга, так и для клиринговой палаты, является промежуток времени, в котором клиринговая палата становится контрагентом. Правилами некоторых клиринговых палат установлено, что эта замена не произойдёт, пока сделка не будет согласована или пока её не зарегистрируют в книгах клиринговой палаты. Согласно этим правилам, несогласованные (или незарегистрированные) сделки, по существу, являются ответственностью вовлечённых контрагентов, в соответствии с правилами биржи и биржевым арбитражным производством. Однако, часто участники рынка не могут использовать элементарную защиту от рисков контрагента, которая следует за такой ответственностью, то есть, возможность избежать заключения сделки с контрагентами, которых они считают некредитоспособными. Чтобы увеличить ликвидность рынка и гарантировать, что указания клиента рассматриваются в должном порядке, биржи часто требуют, чтобы сделки заключались по самой выгодной возможной цене, независимо от кредитоспособности контрагента. В случае невыполнения обязательств контрагентом, клиринговая палата может принять деловое решение взять на себя обязательства, возникающие из всех сделок, которые не были согласованы вовремя, даже если замена не произошла до момента такого невыполнения обязательств. При этом, если правила клиринговой палаты позволяют осуществить такую замену, очевидно, что клиринговая палата сохраняет за собой право заставить контрагентов принять на себя убытки, понесённые каким-либо из контрагентов по таким сделкам. Хотя увеличение скорости и точности систем согласования и регистрации сделок уменьшили такие прямые воздействия на контрагентов, время, когда клиринговая палата становится центральным контрагентом, продолжает оказывать существенное влияние на распределение рисков контрагентов между клиринговыми палатами и их участниками клиринга.

В качестве центрального контрагента в сделках на бирже, клиринговая палата подвержена рискам контрагентов и должна создать процедуры, контролирующие такие риски. Простейший механизм контроля рисков и другая общая функция клиринговых палат - это ограничение доступа к процессу клиринга. Участники клиринга обычно являются членами биржи, которые обычно должны соответствовать финансовым и операционным стандартам, которые превосходят управляющий и биржевой минимумы. Такая структура клиринговых палат создаёт необходимость посреднических отношений между различными участниками процесса клиринга; неклиринговые члены биржи должны организовать процесс принятия клиринговой компанией финансовой ответственности за их сделки и за любых лиц, не являющихся членами биржи, для которых они проводят сделки. Клиринговая палата обычно заявляет, что не имеет никаких юридических отношений с клиентами своих клиринговых компаний, включая клиентов, являющихся членами биржи.

Участники клиринга выполняют роль посредников, оказывающих услуги клиринга клиентам, среди которых могут быть неклиринговые члены бирж, лица или компании, которые не являются членами биржи. Однако, характер юридических отношений между участниками клиринга и их клиентами не всегда чёток. В большинстве случаев участники клиринга и их клиенты действуют от собственного имени, но в других случаях, отношения организованы через агентства. Однако, смысл юридических отношений между участниками клиринга и их клиентами в некоторых законодательствах установлен нечётко или не был проверен в соответствующих судах.

На большинстве рынков, многоступенчатые отношения, которые часто являются разнообразными и комплексными, развились между компаниями, которые оказывают клиринговые услуги, и конечными сторонами, принимающими участие в торгах на рынке. В случае заключения сделки с лицом, не являющимся членом биржи (например, с частным клиентом), клиринг такой сделки может происходить разными способами (Рис. 1). Частный клиент может предпочесть, чтобы его сделка обслуживалась компанией, которая также является клиринговой компанией; в таком случае сделка может осуществляться и оплачиваться через эту одну фирму. В другом случае, частный клиент может захотеть осуществлять сделки через неклирингового члена биржи. Такая компания сможет оказать клиенту услуги по осуществлению сделки, но ей нужно будет организовать отношения с участником клиринговой палаты для оказания клиринговых услуг. С точки зрения этой клиринговой компании, как частный клиент, так и неклиринговая компания, являются клиентами, и их счета подлежат клиентской защите, требуемой на рынке. Клиентские счета неклиринговых компаний часто соединяются и вносятся в книги клиринговой компании в виде так называемых «омнибусных» счетов.

## Функции и роль центрального контрагента в рамках инфраструктуры финансового рынка

Институт центрального контрагента - явление для финансового рынка, образование которого продиктовано необходимостью решать несколько ключевых задач развития финансового рынка. Предпосылки создания института ЦК определи его главные функции и перечень решаемых задач. Это такие функции как - управление рисками и повышение эффективности рынка.

Управление рисками - это главная и ключевая функция центрального контрагента. Необходимо отметить, что первые центральные контрагенты возникли именно на самых высокорискованных рынках - рынках производных финансовых инструментов. Если рассматривать ЦК с позиции именно института, концертирующего риски, то можно сделать определенное заключение, что ЦК начинает «работать» именно в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения и использовать специализированный инструментарий в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке. В рамках этой функции центральный контрагент решает определенные объем задач, среди которых необходимо отдельно выделить установление требований к участникам и установление требований к внесению предварительного обеспечения. Более подробное описание этих задач будет предложено ниже.

Однако не только управление рисками является ключевой задачей ЦК. Важной задачей ЦК является повышение эффективности рынка. Под понятием «эффективность рынка» можно понимать достаточно широкий перечень факторов. Наиболее точно им дал определение один из классиков экономической науки Гари Марковиц13, которого в данном материале видится целесообразным придерживаться. Марковиц в понятии эффективного рынка прежде всего выделяет следующие: информационную прозрачность цен, контрагентов по сделкам и торгуемых инструментов, а также минимальные транзакционные издержки. Перечислив данные критерии, не трудно заметить, что ЦК оказывает определенное, достаточное сильное влияние на эти параметры и, следовательно, оказывает влияние на эффективность рынка. Описание тех задач, которые решает ЦК для повышения эффективности рынка приведено ниже.

Прежде чем приступить к описанию целей и задач ЦК необходимо сделать небольшое замечание в отношении их трактования. С точки зрения теории снижение рисков также можно рассматривать как задачу, которая решается в рамах осуществления функции по повышению эффективности рынка. Однако, учитывая первостепенную роль ЦК в управление рисками, видится целесообразным разделить эти понятия в рамках представленного материала.

Как уже отмечалось, ключевыми функциями ЦК являются: управление рисками и повышение эффективности рынка. Определив главные составляющие функционала ЦК, видится необходимым подробно раскрыть сущность каждой из функций, а также описать перечень тех задач, которые в связи с этим решает ЦК.

ЦК выступает центром консолидации рисков и в связи с этим для обеспечения выполнения своей роли в рамках функционала, связанного с управлением рисками, центральный контрагент вынужден решать целый комплекс задач. Группируя эти задачи, можно выделить несколько основных блоков:

Требования к допуску и участию в торгах строятся на обеспечении соответствия участником целевых показателей финансового и нефинансового аспектов деятельности. ЦК устанавливает требования к капиталу участника (качество капитала, его достаточность, ликвидность), к соблюдению обязательных нормативов деятельности, установленных регулирующими органами. Также под требования ЦК может попадать требования к качеству активов участника рынка. Помимо показателей, отражающих финансовое состояние участника, центральный контрагент может установить определенные требования к уровню операционных возможностей участника, а также требования к используемой им системы управления рисками.

Для оперативного принятия решений в отношении того или иного участника ЦК на постоянной основе анализирует всю совокупность поступающих из различных источников сведений по указанным выше позициям.

Для обеспечения большей эффективности в процессе анализа полученной информации рядом крупнейших ЦК разработаны внутренние системы рейтингования участников. Процесс присвоения рейтингов представляет собой сбор информации об участнике с последующей её группировкой в зависимости от степени важности (присвоение весовых коэффициентов) и расчет на основе сгруппированных данных итогового значения рейтинга. Данное значение позволяет центральному контрагенту отнести конкретно взятого участника к той или иной группе риска. Помимо повышения эффективности данная система позволяет увеличить скорость проведения анализа, что также крайне важно в работе центрального контрагента.

Задача по установлению требований к участникам и проведение постоянного мониторинга их финансового состояния направлена на ограничение допуска к операциям с ЦК заведомо финансово нестабильных участников. Это способствует снижению кредитного рискам ЦК.

Механизм предварительного депонирования является одним из ключевых инструментов в системе риск менеджмента любого центрального контрагента. Данный механизм строится на основе установления ЦК ряда расчетных коэффициентов депонирования, которые определяют тот объём средств, который должен быть заблокирован центральным контрагентом под конкретную сделку с конкретным инструментом. Коэффициенты депонирования устанавливаются по каждому инструменту, с которым участники могут заключать сделки с ЦК. Установление коэффициентов именно по инструменту связано с тем, что сам механизм предварительного депонирования направлен на снижение рыночного риска, который реализуется в неблагоприятном изменении цен торгуемых инструментов. Применительно к деятельности центрального контрагента этот риск реализуется в ситуации, когда один участник не может исполнить свои обязательства, но ЦК при этом должен исполнить свои обязательства перед другим участником и по этой причине обязан, реализовав обеспечение участника - дефолтера, привлечь тот инструмент, по которому он имеет обязательства перед добросовестным участником. Таким образом, коэффициент депонирования выражает собой прогнозируемое значение волатильности цен определенного инструмента.

## Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке с центральным контрагентом

В целом, текст предлагаемых правил резервирование капитала банками на покрытие рисков в отношении ЦК, включает следующие положения:

(а) Квалифицированные ЦК: Если ЦК соблюдает стандарты CPSS-IOSCO и способен оказать содействие банкам-участникам клиринга в надлежащем резервирование капитала на покрытие рисков в отношении ЦК (посредством вычисления и/или предоставления участникам клиринга (или иным лицам) информации, достаточной для успешного расчета величины капитала (подробная информация о гипотетическом расчете величины капитала содержится в ключевом подпункте (g)), такой ЦК считается «квалифицированным ЦК». Меньшие риски в отношении «квалифицированного ЦК» связаны с меньшими расходами на поддержание требуемой величины капитала: 3. Это необходимо для признания того факта, что надзор за ЦК и контроль стандартов, регулирующих их деятельность входят в компетенцию CPSS-IOSCO. 4. Это отражает ожидания Комитета, основанные на дискуссиях с CPSS-IOSCO и предполагающие, что ЦК, соблюдающие стандарты CPSS-IOSCO, смогут легче выполнять требования в отношении информации и расчета величины капитала в рамках нижеописанного каскадного подхода, чувствительного к риску. Предлагаемые подходы порождают дебаты относительно количественного измерения риска и возможности его внедрения. Например, банки могут иметь большой опыт в использовании метода текущего риска (СЕМ), но могут не обладать необходимой информацией; у ЦК, скорее всего, имеется необходимая информация, но у них может отсутствовать опыт применения метода СЕМ; кроме того, обязательства по защите конфиденциальности могут препятствовать ЦК в обмене данными с другими участниками. Комитету необходимо знать мнение участников рынка о том, какие именно организации наилучшим образом подготовлены для сбора и обработки необходимой информации и выполнения требуемых вычислений -ЦК, органы надзора за деятельностью ЦК, участники клиринга, репозитории или иные источники информации и опыта. Кроме того, большое значение имеет проверка указанных вычислений (например, органам банковского надзора потребуется подтверждение того, что банки правильно рассчитали свои риски в отношении ЦК и величину требуемого в связи с этим капитала). (b) Неквалифицированные ЦК: Риск в отношении любой организации, не являющейся квалифицированным ЦК, вне зависимости от того, имеет ли такая организация какие-либо характеристики ЦК и считается ли она ЦК в каком-либо ином контексте, должен покрываться резервированием капитала так же, как и любой другой двусторонний риск. 5. Это необходимо для того, чтобы стимулировать банки к работе через ЦК с учетом стандартов CPSS-IOSCO, а также с учетом основанного на них контроля и надзора. (c) Торговый риск: Расходы на поддержание требуемой величины капитала для покрытия рисков в отношении ЦК должны быть ограничены величиной депонированного обеспечения, риска в рамках переоценки по текущим рыночным ценам и потенциального будущего риска (совместно именуемых «торговый риск» ) в отношении квалифицированного ЦК. Кроме того, указанный торговый риск требует определенных ненулевых расходов на поддержание требуемой величины капитала (базирующихся на весе риска, равном 2%). 6. Торговый риск в отношении квалифицированного ЦК сопряжен с очень низкими расходами на поддержание требуемой величины капитала, поскольку данный риск компенсируется преимуществами многостороннего неттинга и механизма взаимного покрытия убытков, обеспечиваемого указанным ЦК. 7. Небольшая, но положительная величина расходов на поддержание требуемого капитала необходима для того, чтобы банки отслеживали свои риски в отношении ЦК в рамках хорошей практики управления рисками, а также для того, чтобы отразить тот факт, что торговый риск даже в отношении соблюдающего требования ЦК имеет ненулевую величину.

(d) Обеспечение, защищенное от банкротства держателя: Несмотря на предыдущий подпункт, в случае, если обеспечение, депонированное банком в связи со сделками, заключаемыми с соблюдающими требования ЦК, отделено и защищено от банкротства фирмы-держателя такого обеспечения, при депонировании данного обеспечения не требуется нести расходы на поддержание требуемой величины капитала для покрытия контрагентского кредитного риска.

(e) Риск утраты обеспечения: В случае, если банк депонирует обеспечение в ЦК, банк продолжает нести риск, связанный с указанным обеспечением, и должен резервировать капитал на покрытие рисков, связанных с данным обеспечением. (f) Инвестирование в собственный капитал: В случае если банк инвестировал в капитал ЦК, такие инвестиции должны считаться эквивалентными инвестированию банка в собственный капитал соответствующей финансовой организации.

(g) Риск гарантийного фонда в отношении квалифицированного ЦК: Банк должен резервировать капитал на покрытие риска резервного фонда в отношении квалифицированного ЦК в соответствии с чувствительным к риску подходом, базирующимся на расчете «гипотетического капитала» ЦК. Стоит отметить, что указанная концепция «гипотетического капитала» используется исключительно в целях вычисления размера капитала, необходимого для покрытия банком риска резервного фонда в отношении ЦК. Вообще говоря, указанный гипотетический капитал рассчитывается с использованием СЕМ, как указано в пунктах 91-96 Приложения 4 Рамочных условий Базеля II, а также посредством стандартных методов минимизации кредитного риска в сочетании с использованием 20% веса риска, применяемого в рамках стандартизированного подхода к управлению кредитным риском, что позволяет оценить риски ЦК в отношении своих участников на двусторонней основе. Затем указанная величина риска снижается на сумму начальной маржи, депонированной в ЦК, с применением комплексного подхода и стандартных корректировок по требованию надзорных органов.

## Интеграция деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в россии консолидированной биржевой инфраструктуры

Исходя из определения VAR доверительный интервал и временной горизонт являются ключевыми параметрами для расчета. Доверительная вероятность обычно выбирается риск-менеджментом в зависимости от степени отношения к риску, которая выражена в регламентирующих документах надзорных органов или приняты в корпоративной практике. Например, Базельский комитет по банковскому надзору рекомендует уровень 99%, исходя из которого, действуют надзорные органы. Наиболее популярный на практике уровень 95%, но встречаются и другие. Некоторые специалисты предлагают очень сомнительную линейную экстраполяцию кредитных рисков в России в следующем виде: 1 месяц — 99,42%), 3 месяца — 98,28%, 6 месяцев — 96,59%, 9 месяцев — 94,93%, 1 год — 93,30%]. Из этих расчетов следует, что каким бы надежным ни был потенциальный заемщик, сколько бы видов залога он ни предлагал, вероятность возврата им кредита не может быть выше указанных оценок. Временной горизонт для анализа показателя VaR обычно определяется таким периодом времени, в течение которого структура банковского портфеля не претерпевает существенных изменений.

Современные тенденции в банковской деятельности диктуют необходимость качественной оценки кредитного риска. На пути внедрения новых подходов в российской банковской системе, во-первых, выявлены значительные расхождения в определениях самих понятий: дефолта, просроченной задолженности и кредитных потерь, применяемых различными банками в своей практике. Следует отметить, что исключение расхождений, лежащих в основе процедур оценки кредитных рисков повысит эффективность их применения. Во-вторых, необходима классификация клиентов по группам риска, учитывающая все возможные факторы дефолта.

Оценка кредитного риска представляет собой определение величины возможных потерь от реализации кредитного риска, т.е. наступления кредитного события на определенном промежутке времени. Кредитное событие в литературе трактуется по- разному, но наиболее полное определение представлено Международной Ассоциацией дилеров по свопам и производным инструментам (ISDA), где определенно шесть различных видов кредитного события: банкротство, досрочное наступление срока исполнения обязательства, дефолт по обязательству (кросс- дефолт), неплатежеспособность, отказ или мораторий, реструктуризация задолженности. Помимо этого кредитным событием могут быть признаны и такие факты, как: понижение или отзыв рейтинговым агенством кредитного рейтинга заемщика, неконвертируемость валюты, вызванная введенными государством ограничениями, действия государственных органов, ставящие под угрозу юридическую силу обязательства или препятствующие осуществлению деятельности банковской системы. В дальнейшем из всех кредитных событий преимущественно нас будет интересовать дефолт как основной вид кредитного риска.

Собственно оценка кредитного риска может производиться с двух позиций: оценка кредитного риска отдельной операции, оценка портфеля операций. Базовая оценка (без учёта кредитной миграции) кредитного риска отдельной операции может производиться с различным уровнем детализации: оценка суммы, подверженной риску; оценка вероятности дефолта; оценка уровня потерь в случае дефолта; оценка ожидаемых и неожиданных потерь.

Одной из основных и нетривиальных задач в оценке риска - это задача вычисления вероятности дефолта(РЭ) заемщика. Существует два подхода к вычислению PD. Первый - актуарный основан на качественной и количественной оценке рейтинга заемщика по его внутренним финансовым показателям и особым бизнес-факторам. Второй - рыночный основан на капитализации заемщика на фондовом рынке и уровне его долгов перед кредиторами. К сожалению, второй подход, хоть и является наиболее объективным, применим лишь к небольшому числу российских открытых компаний.

Вероятность дефолта - вероятность, с которой контрагент в течение некоторого срока может оказаться в состоянии неплатежеспособности (в рамках системы кредитных рейтингов дефолт характеризует наихудшее состояние контрагента, т.е. наиболее высокий уровень кредитного риска). Данный показатель может отражать возможную вероятность дефолта по всем обязательствам заемщика, так как в основе его расчета лежит финансовое состояние заемщика Вероятность дефолта рассчитывается путем присвоения различных кредитных рейтингов. Кредитный рейтинг представляет собой классификацию дебиторов организации, контрагентов эмитентов ценных бумаг или операций с точки зрения их кредитной надежности. При этом в процессе управления кредитными рисками необходимо учесть миграцию кредитного рейтинга. Хотя изменение кредитного рейтинга не обязательно означает дефолт, оно ведет к прямым потерям или прибыли в результате реакции рынка на данное событие, т.е. кредитная миграция - это изменение кредитного рейтинга дебитора, контрагента, эмитента, операции.

Существует два основных альтернативных подхода к оценке и управлению кредитными рисками: «рыночный» и «внутренний». Рыночный подход нацелен на определении стоимости кредитного инструмента, устанавливаемой финансовым рынком. Оценка выражается в виде разницы доходности (кредитного спрэда) по инструментам, связанным с кредитным риском, по сравнению с доходностью по безрисковым облигациям и займам. По сути «рыночный» подход реализуем только при наличии публикуемых цен долговых обязательств, по которым, как предполагается можно немедленно открыть или ликвидировать позицию. Как известно условие выполнимо в большей степени для облигаций, нежели для ссуд и займов, которые по своей природе низколиквидные активы. Однако некоторые тенденции последнего времени, в частности: рост объемов вторичного рынка банковских ссуд, следствием чего является большая регулярность и устойчивость рыночных котировок на покупку и продажу данных активов; рост рынка кредитных производных инструментов, позволяющих покупать или продавать кредитный риск, связанный со ссудами, если сами базисные активы не торгуются.