

ОСНОВНЫЕ АСПЕКТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КЛИРИНГОВЫХ ПАЛАТ - ЦЕНТРАЛЬНЫХ КОНТРАГЕНТОВ

KEY ASPECTS OF THE CLEARING HOUSES - CENTRAL COUNTERPARTIES

V. Utkin

Annotation

Markets in financial instruments in recent years have developed rapidly. However, much research has been devoted to financial instruments transactions on OTC markets, the same instruments that are traded on the exchange have been studied less intensively. This article is devoted to the basic aspects of the clearing houses – central counterparties in the field of stock trading in financial instruments.

Keywords: clearing and central counterparty, the risks of financial market infrastructure.

Уткин Виктор Сергеевич

К.э.н., доцент кафедры "Денежно-кредитные отношения и монетарная политика"
Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации

Аннотация:

Рынки финансовых инструментов на протяжении последних лет развивались высокими темпами. Однако значительная часть исследований была посвящена сделкам с финансовыми инструментами на внебиржевых рынках, инструменты же, торгуемые на бирже изучались не столь интенсивно. Данная статья посвящена рассмотрению основных аспектов деятельности клиринговых палат – центральных контрагентов в сфере биржевой торговли финансовыми инструментами.

Ключевые слова:

клиринг, центральный контрагент, риски, инфраструктура финансового рынка.

Быстрый рост рынков финансовых инструментов, наблюдающийся на протяжении последних лет, является предметом многочисленных исследований, проводившихся экономистами, регулирующими органами и представителями профессионального сообщества. Значительная часть этих исследований была посвящена сделкам с финансовыми инструментами на внебиржевых рынках. В отличие от них, инструменты, торгуемые на бирже, изучались не столь интенсивно – возможно, ввиду того, что система регулирования данных сделок была разработана достаточно давно, и финансовая целостность биржевых рынков фьючерсов и опционов уже выдержала ряд серьезных испытаний. В связи с этим представляет значительный интерес рассмотрение основных проблем деятельности клиринговых палат – центральных контрагентов в этой сфере.

Последние десять лет объемы торгов на организованных биржах финансовых производных инструментов (т.е. фьючерсов и опционов на процентные ставки, валютные курсы, акции и фондовые индексы) росли огромными темпами. В настоящее время данные рынки являются критически важным элементом финансовой инфраструктуры развитых стран, а также растущего количества других развитых и развивающихся стран. В частности, измеряя рыночные риски, связанные с их деятельностью, многие участники финансовых рынков, включая крупные банки и дилеров ценных бумаг, выступающих в качестве маркетмейкеров на рынках ценных бумаг и внебиржевых производных инструментов, исходят из допущения о том, что рынки биржевых производных инструментов будут

располагать уровнем ликвидности, достаточным для того, чтобы они могли оперативно минимизировать свои рыночные риски, даже в периоды рыночной волатильности, когда остальные финансовые рынки могут оказаться относительно неликвидными. Кроме того, хотя в рамках одного торгового дня суммы платежей и стоимость поставляемых ценных бумаг по сделкам с биржевыми производными инструментами, как правило, являются относительно небольшими, в периоды рыночной волатильности данные величины могут возрастать на порядок, в результате чего для участников финансовых рынков в контексте управления риском ликвидности может иметь критически важное значение своевременное осуществление данных платежей и поставок ценных бумаг. Соответственно, в ситуации, когда рынки уже находятся в состоянии стресса, потеря ликвидности биржевого рынка или задержки в осуществлении биржевых платежей или поставок ценных бумаг вполне могут привести к системным потрясениям, таким как серьезное снижение ликвидности других финансовых рынков и сбой в работе систем платежей и расчетов.

И ликвидность биржевых производных инструментов, и своевременное осуществление платежей или поставок ценных бумаг в огромной степени зависят от финансовой целостности биржевой клиринговой палаты, которая является средоточием кредитных рисков и рисков ликвидности биржевых сделок, а также ответственности за управление данными рисками. Разумеется, дефолт члена клиринговой палаты, выступающего в качестве посредника между клиринговой палатой и многими другими тор-

говыми контрагентами, может сам по себе нанести ущерб клиентам и, вероятно, пошатнуть доверие к бирже в целом. Однако если клиринговая палата в состоянии покрыть любые убытки, которые она может понести в результате указанного дефолта, и по-прежнему своевременно исполнять свои обязательства, вероятность возникновения системных проблем в значительной степени снизится.

Биржевая клиринговая палата может иметь статус либо подразделения биржи, либо независимого юридического лица. В некоторых случаях единая клиринговая палата оказывает клиринговые услуги более чем одной бирже. За очень редким исключением, клиринговая палата действует в качестве центрального контрагента по всем сделкам, совершаемым на бирже. Контрагентами клиринговой палаты являются участники клиринга, которые, как правило, также являются членами биржи. Прочие контрагенты по сделкам (как члены биржи без статуса участника клиринга, так и контрагенты, не являющиеся членами биржи), должны стать клиентами одного из участников клиринга – либо напрямую, либо через другого посредника. Клиринговая палата, как правило, находится с участниками клиринга в отношениях "принципал-принципал". Таким образом, клиринговая палата полагается на участников клиринга в том, что касается обслуживания сделок, совершаемых от их собственного имени, а также от имени их клиентов. Обычно участник клиринга находится со своими клиентами в отношениях "принципал-принципал", но в ряде случаев данные отношения можно охарактеризовать как агентские.

Наряду с клиринговой палатой и участниками клиринга, еще одним ключевым элементом инфраструктуры расчетов по сделкам с биржевыми производными инструментами является банк или сеть банков, через которые осуществляются денежные расчеты. Центральный банк действует в качестве расчетного банка в ряде развитых стран. В остальных странах для этой цели используется сеть частных расчетных банков. Использование разных моделей в разных странах, в значительной степени, отражает сочетание различий в структуре финансовой отрасли и в политике центрального банка в отношении доступа к счетам, рабочего времени и обеспечения ликвидности.

Будучи центральным контрагентом для участников клиринга, клиринговая палата подвержена риску дефолта одного или большего количества участников клиринга по своим договорным обязательствам. Это обстоятельство, скорее всего, подвергло бы клиринговую палату рискам стоимости замещения первоначальной сделки, а также рискам ликвидности. Кроме того, в случае если контракт предусматривает поставку актива (а не исключительно денежный расчет), а также в случае если для осуществления поставки актива не используется механизм "поставка против платежа", могут также существовать риски потери суммы основного обязательства. В

случаях, когда для осуществления денежных расчетов клиринговые палаты привлекают частные банки, а не центральные банки, дополнительным источником кредитного риска и риска ликвидности будет потенциальный сбой в работе расчетного банка. Клиринговые палаты сталкиваются и с другими рисками, связанными с финансовыми ресурсами, которые они обычно аккумулируют с целью покрытия убытков и обеспечения своевременных расчетов. Инвестирование данных ресурсов обычно сопряжено с рядом кредитных рисков, рисков ликвидности, рыночных рисков и кастодиальных рисков. Кроме того, также как и любая другая система платежей и расчетов, биржевые клиринговые палаты подвержены различным операционным рискам. Наконец, клиринговые палаты сталкиваются с правовыми рисками. Например, законодательство о банкротстве и иное законодательство может затруднять использование механизмов защиты, лежащих в основе политики клиринговой палаты по ограничению своих кредитных рисков и рисков ликвидности, а внутренние противоречия в рамках механизмов денежных расчетов могут порождать споры относительно обязательств различных участников в случае дефолта.

Анализ процедур управления рисками, используемых биржевыми клиринговыми палатами в странах с развитыми финансовыми рынками, выявил общий набор механизмов защиты, обычно используемых для снижения вероятности дефолтов участников клиринга и с целью гарантировать, что в случае если дефолты все-таки произойдут, клиринговая палата будет располагать таким количеством ресурсов, которого будет достаточно для покрытия любых убытков и своевременного исполнения своих собственных платежных обязательств. Данный набор механизмов защиты включает следующие механизмы: (1) финансовые и операционные требования к участнику в клиринговой палате; (2) маргинальные требования, гарантирующие наличие обеспечения, покрывающего потенциальные кредитные риски, а также гарантирующие наличие обеспечения, покрывающего текущие кредитные риски, либо ограничивающие рост данного вида рисков путем периодической реализации прибылей и убытков; (3) процедуры, санкционирующие немедленное урегулирование дефолта участника клиринга путем ликвидации его собственных позиций и передачи (добросовестному участнику клиринга) либо ликвидации позиций его клиентов; и (4) поддержание наличия дополнительных ресурсов клиринговой палаты (капитал, пулы активов, кредитные линии, гарантии либо полномочия по взысканию ресурсов с добросовестных участников клиринга) в объеме, достаточном для покрытия убытков, превышающих стоимость маржи, депонированной участником, не исполнившим свои обязательства, а также для поддержания ликвидности на срок, необходимый для реализации стоимости указанного обеспечения в виде маржи.

Клиринговые палаты, прибегающие к услугам частных расчетных банков, как правило, ограничивают риски сбоев в функционировании расчетного банка, работая толь-

ко с наиболее кредитоспособными коммерческими банками. Кроме того, некоторые клиринговые палаты структурировали свои расчетные соглашения с банками таким образом, чтобы минимизировать потенциальные убытки клиринговой палаты и снижение ликвидности в случае, если сбой в работе расчетного банка все-таки произойдет. В частности, соглашения предусматривают, что перечисления между участниками клиринга и клиринговой палатой, отражаемые в бухгалтерской отчетности расчетного банка, осуществляются одновременно и имеют статус окончательных; кроме того, окончательное перечисление денежных средств между расчетными банками осуществляется в кратчайшие возможные сроки. В сочетании друг с другом, указанные меры могут значительно снизить сумму и продолжительность экспозиции клиринговой палаты по отношению к любому расчетному банку.

Сочетание защитных механизмов управления рисками, используемых биржевыми клиринговыми палатами, в целом, доказало свою эффективность – в частности, количество случаев дефолта среди членов клиринговых палат является незначительным, а среди расчетных банков не было зарегистрировано ни одного дефолта. Кроме того, неисполнение обязательств участником клиринга ни в одном из случаев не оказало существенного негативного влияния на финансовую целостность какой-либо из указанных клиринговых палат. В то же время, в нескольких случаях резкое изменение рыночных цен привело к событиям, поставившим под сомнение финансовую целостность клиринговых палат, при этом выявив источники их уязвимости.

Клиринговые палаты также могут столкнуться с непредвиденными кредитными рисками по отношению к участникам клиринга ввиду ограниченности их возможностей мониторинга и контроля внутрисуточных рисков. Конечно, наблюдающееся в последние годы повышение скорости осуществляемой клиринговыми палатами сверки сделок и расчета открытых позиций повысило их потенциал в том, что касается мониторинга внутрисуточных рисков. Более того, большинство клиринговых палат в настоящее время имеют право направлять требования о депонировании дополнительного обеспечения в течение одного торгового дня, что позволяет управлять внутрисуточным риском. Тем не менее, некоторые клиринговые палаты по-прежнему измеряют риски по отношению к участникам клиринга лишь в конце торгового дня.

Клиринговые палаты также могут быть уязвимыми перед лицом недостатков механизмов денежных расчетов. При более тщательном рассмотрении, потенциальные проблемы различаются, в зависимости от того, кто именно выступает в роли расчетного банка – центральный банк или частные расчетные банки. Тем не менее, там, где эти недостатки существуют, у них имеется два основных часто встречающихся источника: (1) межбанковские платежные системы, использование которых сопряжено с риском закрытия позиций по предварительным перечислениям денежных средств позднее в течение дня; и (2) недостаточная ясность по поводу обяза-

тельств различных сторон процесса расчетов – клиринговой палаты, участников клиринга и расчетных банков – в случае дефолта участника клиринга (или расчетного банка).

Клиринговые палаты, использующие для расчетов средства центральных банков, устраняют риск сбоев в работе расчетного банка. В то же время, в некоторых странах, где в качестве расчетного банка используется центральный банк, клиринговая палата может получить от участника клиринга предварительный платеж в начале торгового дня, а позднее в течение этого же торгового дня данный платеж может быть аннулирован ввиду того, что участник клиринга не в состоянии покрыть чистое дебетовое сальдо по счету в центральном банке. В течение торгового дня кредитный риск клиринговой палаты по отношению к участнику клиринга, не исполнившему свои обязательства, может значительно вырасти в результате ценовых изменений или новых сделок, увеличивающих открытые позиции участника, не исполнившего свои обязательства. Более того, если платежная система предусматривает осуществление расчетов лишь в конце торгового дня (когда ликвидность денежных рынков снижается), и при этом участник, не исполнивший свои обязательства, имеет большую задолженность, клиринговая палата может столкнуться с существенными трудностями при поддержании ликвидности на прежнем уровне. Риск ликвидности может быть довольно значительным в том случае, если клиринговая палата не до конца понимает условный характер перечислений, осуществляемых в платежной системе (либо ошибочно считает, что центральный банк не допустит аннулирования платежей), и в результате не осуществила необходимых приготовлений для того, чтобы покрыть нехватку ликвидности в случае, если такое аннулирование произойдет.

Когда коммерческие банки используются в качестве расчетных банков, отражаемые в их бухгалтерском учете перечисления от участников клиринга в пользу клиринговой палаты могут приобрести статус окончательных еще до осуществления перевода в рамках межбанковской платежной системы. В то же время, перечисления между расчетными банками обычно не имеют статуса окончательных до тех пор, пока это не будет зафиксировано в платежной системе центрального банка. Таким образом, клиринговая палата подвержена риску сбоев в работе расчетного банка с момента кредитования своего счета в расчетном банке и до момента, когда расчетам, осуществленным в платежной системе, будет присвоен статус окончательных. Так же, как и в случае с аннулированием платежа участника клиринга, если условный платеж расчетного банка аннулируется, клиринговая палата может столкнуться с существенными трудностями при поддержании ликвидности на прежнем уровне. К тому же, поскольку расчетные банки могут получать платежи от множества разных участников клиринга, кредитные потери и потери ликвидности в результате аннулирования платежа расчетного банка могут оказаться намного масштабнее,

чем если бы аннулирование имело место в отношении платежа одного участника клиринга. Таким образом, как и в случае если функции расчетного банка выполняет центральный банк, критически важно, чтобы клиринговая палата избавилась от ошибочного восприятия условных платежей как окончательных. Кроме того, если соглашения, заключенные между клиринговой палатой и ее расчетными банками и участниками клиринга, не были тщательно сформулированы, существует вероятность возникновения споров в случае дефолта участника клиринга или расчетного банка. В частности, если остается неясным, когда и при каких условиях расчетные банки должны осуществлять (или безотзывно обязуются осуществлять) окончательное перечисление средств от участников клиринга в пользу клиринговой палаты, последняя может недооценить величину кредитных рисков и рисков ликвидности, которым она подвержена в отношении данных участников. Аналогичным образом, надлежащая оценка рисков, связанных со сбоями в работе расчетного банка, требует ясного понимания того, когда именно и при каких условиях межбанковские денежные переводы считаются окончательными.

В связи с необходимостью минимизировать риски клиринговых палат, достойными рассмотрения являются следующие мероприятия: (1) стресс-тестирование с целью выявления и ограничения потенциальных необеспеченных кредитных рисков и рисков ликвидности по отношению к участникам клиринга, связанных с крайне резкими ценовыми колебаниями, а также с целью обеспечения достаточности и ликвидности финансовых ресурсов клиринговой палаты; (2) совершенствование внутридневного управления рисками посредством более своевременной сверки сделок и более частого расчета требуемой маржи или убытков от изменения цен; и (3) усиление механизмов денежных расчетов путем использования таких систем расчетов по платежам и поставкам ценных бумаг, которые обеспечивают окончательный статус перечислений денежных средств в режиме реального времени или хотя бы в рамках одного торгового дня; а также путем устранения неясности в том, что касается обязательств различных участников в рамках механизмов расчетов в случае сбоев в работе клиринговой фирмы или расчетного банка.

Стресс-тестирование представляет собой тестирование на основе подборки сценариев крайне резких ценовых колебаний (колебаний, не покрываемых маржинальными требованиями) и моделирования потенциальных убытков и снижения ликвидности, которые могут иметь место в случае дефолта участника клиринга. Данное тестирование может использоваться как для выявления и ограничения рисков по отношению к отдельным участникам клиринга, а также для измерения достаточности финансовых ресурсов клиринговой палаты. Если моделируемые кредитные риски по отношению к одному или большему количеству участников вплотную приблизились или превысили величину ресурсов клиринговой палаты, по-

следняя может либо снизить риски (путем направления отдельным участникам требований о сокращении величины их открытых позиций или о депонировании дополнительной маржи), либо увеличить размер своих ресурсов. Если моделируемая требуемая величина ликвидности превысила доступную величину ликвидности, клиринговая палата должна направить соответствующим участникам требования о депонировании в качестве маржи более ликвидных активов, либо изменить состав или величину своих собственных ресурсов с целью повышения ликвидности.

До недавнего времени многие клиринговые палаты располагали довольно ограниченными возможностями в том, что касается мониторинга внутридневных рисков по отношению к участникам клиринга, и не имели эффективного механизма контроля данных рисков. При таких обстоятельствах клиринговые палаты были уязвимы перед лицом непредвиденного роста рисков по новым сделкам и крайне резких внутридневных ценовых колебаний. Однако, ввиду недавнего совершенствования механизмов сверки и обработки сделок, многие клиринговые палаты сейчас располагают внутридневной информацией о рисках, а некоторые из них получают информацию в режиме реального времени или в режиме, близком к режиму реального времени. К тому же, учитывая внедрение центральными банками во многих странах систем валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS), клиринговые палаты в этих странах могут получить возможность активно управлять своими рисками по отношению к участникам клиринга на внутридневной основе путем взимания денежной маржи. Если системы расчетов по сделкам с ценными бумагами допускают окончательные внутридневные поставки ценных бумаг, клиринговые палаты могут также разрешить участникам клиринга покрывать нехватку маржи за счет поставок ценных бумаг.

Клиринговые палаты, все еще опирающиеся на межбанковские платежные системы, разрешающие аннулирование условных перечислений в конце торгового дня, смогут значительно сократить свои кредитные риски и риски ликвидности по мере внедрения центральными банками новых платежных систем RTGS, либо увеличения рабочего времени для существующих систем. Если клиринговая палата использует в качестве расчетного банка центральный банк, то, задействуя систему RTGS, она сможет снизить продолжительность кредитной экспозиции по отношению к участникам клиринга и устранить целый ряд неконтролируемых факторов давления на ликвидность в случае аннулирования крупного платежа в конце торгового дня. В то же время, с целью обеспечения своевременных расчетов в системе RTGS, клиринговой палате требуется проанализировать свою способность к быстрой мобилизации ликвидных ресурсов в случае неисполнения обязательств участником клиринга. При адекватном планировании, наличие систем платежей и расчетов по сделкам с ценными бумагами (RTGS) должно на

самом деле облегчить быструю мобилизацию ресурсов. Если клиринговая палата работает через частные расчетные банки, то, требуя от данных банков незамедлительного осуществления межбанковских переводов в системе RTGS, она сможет снизить продолжительность кредитной экспозиции в случае сбоя в работе расчетного банка и избежать потенциально тяжелых последствий аннулирования платежа, осуществляемого расчетным банком. Для этого требуется внести поправки в соглашения, заключенные клиринговой палатой с расчетными банками и участниками клиринга, с тем, чтобы данные соглашения достаточно четко устанавливали обязательства в случае дефолта участника клиринга или расчетного банка и не содержали никаких неясных положений.

Быстрый рост биржевой торговли фьючерсами и опционами, наблюдавшийся в последние годы, сопровождался растущей интернационализацией рынков и применяемых ими клиринговых механизмов. Многие клиринговые палаты в настоящее время обслуживают валютные контракты или контракты, деноминированные в иностранных валютах, и часто осуществляют денежные расчеты в иностранных валютах или принимают в качестве начальной маржи обеспечение, деноминированное в иностранной валюте. Кроме того, на большинстве бирж некоторые участники клиринга являются подразделениями зарубежных компаний. Наконец, по мере того, как биржи вступали в альянсы с зарубежными биржами с целью увеличения объемов торгов, некоторые клиринговые палаты установили связи, помогающие им осуществлять клиринг сделок, заключенных благодаря указанным альянсам.

Исследовательская группа выполнила предварительный анализ последствий вышеописанных трансграничных операций, значение которых продолжает возрастать, для клиринговых механизмов, используемых клиринговыми палатами. В целом, трансграничные операции сами по себе могут усложнять управление рисками и, при их сочетании с другими факторами, могут заметно увеличивать сложность системы и связанные с этим трудности. Если контракты деноминированы в иностранной валюте, денежные расчеты должны осуществляться в данной валюте. Разница часовых поясов и потребность банков в подтверждении получения платежей зарубежными корреспондентскими банками может привести к относительно более продолжительным задержкам в получении клиринговой палатой окончательных платежей в иностранной валюте от участников клиринга (либо в подтверждении клиринговой палатой получения окончательных платежей). Если клиринговая палата принимает маржинальное обеспечение в иностранной валюте, то в случае дефолта по сделке с иностранной валютой может возникнуть необходимость в конвертации средств, вырученных от реализации обеспечения, в валюту, требуемую

клиринговой палате, и при этом разница часовых поясов может сделать осуществление валютной транзакции в тот же день невозможным. Если клиринговая палата допускает, чтобы ее члены были подразделениями зарубежных компаний, у нее могут возникнуть трудности с оценкой их кредитоспособности и мониторингом изменений в их финансовом положении. В случае банкротства иностранного участника клиринга, назначенный для него временный управляющий может опротестовать действия клиринговой палаты по реализации своих процедур, осуществляемых в случае неисполнения обязательств, хотя подобное опротестование вряд ли может иметь успех, если процедуры, осуществляемые в случае неисполнения обязательств, соответствуют местному законодательству клиринговой палаты. В то же время, если клиринговая палата держит обеспечение, депонированное участником, не исполнившим свои обязательства, в зарубежной юрисдикции (в особенности, в юрисдикции, в которой был учрежден участник, не исполнивший свои обязательства, или его материнская компания), существует более серьезный риск того, что клиринговая палата окажется не в состоянии реализовать обеспечение для покрытия своих убытков или поддержания ликвидности.

Связи между клиринговыми палатами могут быть двух видов: клиринговые связи и системы взаимозачетов. Клиринговая связь подразумевает наличие "местной" биржи, выполняющей функции основной биржи в торговле контрактами, являющимися предметом данной связи (обычно функции "местной" биржи выполняет биржа, внедрившая соответствующий контракт), и "сторонней" биржи, чьи участники также могут торговать данным видом контрактов. Сторонняя клиринговая палата действует в качестве контрагента в момент инициирования сделки, однако вскоре после этого местная клиринговая палата заменяет ее в качестве контрагента по всем сделкам. Напротив, система взаимозачетов позволяет членам бирж заключать сделки на обеих биржах, но при этом держать позиции у одной и той же клиринговой палаты, путем передачи позиций от одной клиринговой палаты к другой. Все клиринговые палаты, участвующие в трансграничных клиринговых соглашениях подвержены и должны управлять теми же рисками, с которыми они сталкиваются у себя в стране. Кроме того, однако, они сталкиваются и с рисками, присущими только данным соглашениям. В рамках клиринговой связи клиринговая палата может понести убытки по позициям, которые другая клиринговая палата пытается передать одному из своих членов, допустившему дефолт по своим обязательствам, либо по позициям, которые она пытается передать члену другой клиринговой палаты, допустившему дефолт по своим обязательствам. В рамках системы взаимозачетов клиринговые палаты подвержены риску убытков от дефолта клиринговой палаты-партнера.