



Риски срочных бирж

Павел Соловьев
Управление товарного рынка ММВБ

Под риском в общем случае понимается вероятность возникновения неблагоприятного события. Риск деятельности на финансовом рынке означает возможность возникновения прямых (финансовых) или косвенных потерь, связанную с внутренними и внешними факторами, которые влияют на деятельность участника финансового рынка, в том числе финансового посредника, организатора торгов или клиринговой организации. Прямые финансовые потери выражаются в реальных убытках или снижении объема доходов, получаемых участником финансового рынка. Косвенные потери имеют нематериальный характер, однако впоследствии могут привести к реальным финансовым потерям. Например, следствием риска снижения репутации организации может быть потеря клиентуры и соответственно доходной базы участника финансового рынка. В таблице приведена классификация рисков, применяемая в международной практике.

Данная классификация рисков в той или иной степени характеризует риски большинства участников финансового рынка. Однако срочные биржи, организующие торговлю производными финансовыми инструментами (далее — ПФИ), имеют ряд особенностей.

1. Срочная биржа представляет собой централизованную торговую систему с особой структурой, системой членства, порядком доступа к торгам и ценообразованием.

2. Условия биржевых производных финансовых инструментов, в том числе количественные и качественные характеристики базовых активов и самих инструментов, а также процедуры их исполнения, как правило, жестко стандартизированы.

3. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами носит обезличенный характер. По заключаемым на срочной бирже сделкам проводятся централизованные клиринг и расчеты. В результате все участники биржевой торговли производными финансовыми инструментами имеют единственного контрагента по своим сделкам в лице клиринговой палаты срочной биржи.

4. В целях управления рисками и развития рынка срочная биржа совместно с клиринговой палатой формирует системы финансовой безопасности и поддержания ликвидности биржевого рынка производных финансовых инструментов.

Специфика деятельности срочных бирж и их клиринговых палат как инфраструктурных организаций определяет особенности рисков, которым они подвергаются.

РЫНОЧНЫЙ РИСК

Специфика деятельности срочных бирж и клиринговых палат определяет отсутствие их собственных активных операций с производными финансовыми инструментами и иными рыночными активами. Срочная биржа является организатором торгов на рынке ПФИ и не вы-

ступает стороной каких-либо сделок. Клиринговая палата, выступающая центральным контрагентом, стороной по сделкам для всех участников биржевого рынка ПФИ, всегда имеет нулевую чистую открытую позицию. В связи с этим у них не возникает собственного рыночного риска. Рыночный риск для срочной биржи и ее клиринговой палаты состоит в возникновении непокрытых обязательств участников биржевой торговли производными финансовыми инструментами в случае:

- изменения ценовых параметров производных финансовых инструментов;

- изменения стоимости средств гарантийного обеспечения по отношению к цене производных финансовых инструментов, в том числе при изменении ценовых параметров финансовых инструментов, принимаемых в качестве гарантийного обеспечения.

Поэтому в большинстве случаев рыночный риск для срочной биржи не означает вероятность прямых убытков вследствие неблагоприятного изменения цен рыночных активов. Однако его реализация приводит к возникновению кредитного риска, т. е. к возможности отказа одного или нескольких участников сделок с ПФИ от исполнения своих обязательств.

Исключение составляет случай активного управления клиринговой палатой средствами гарантийного фонда с целью обеспечения возможности начисления процентного дохода на отвлеченные в га-



Классификация и определение видов рисков	
Разновидности рисков	Содержание рисков
Кредитный риск (Credit risk)	
Прямой кредитный риск (Direct credit risk)	Риск потерь, возникающих в связи с невозможностью выполнения контрагентом в установленные сроки и в полном объеме своих обязательств по балансовым продуктам, в том числе по займам и выпущенным долговым инструментам. Размер риска определяется общей суммой основного долга и процентных платежей
Эквивалентный кредитный риск (Credit equivalent exposure)	Риск потерь, возникающих в связи с невозможностью выполнения контрагентом своих обязательств по внебалансовым продуктам, в том числе по свопам и опционам. Размер риска является функцией от преваляющего рыночного ценового показателя, лежащего в основе указанных продуктов
Риск расчетов (Settlement risk)	Риск потерь, возникающих в связи с невыполнением контрагентом обязательств по сделкам в процессе урегулирования расчетов, когда определенная стоимость была поставлена контрагенту, но не была получена от него
Рыночный риск (Market risk)	
Корреляционный риск (Correlation risk)	Риск потерь, возникающих при нарушении сложившихся рыночных пропорций, корреляций между инструментами, продуктами, валютами или рынками
Фондовый риск (Equity risk)	Риск потерь, возникающих при неблагоприятных изменениях на фондовом рынке, включая неблагоприятные изменения: цен фондовых активов; волатильности цен фондовых активов; ценовых соотношений между различными акциями или фондовыми индексами; дивидендных платежей
Процентный риск (Interest rate risk)	Риск потерь, возникающих при неблагоприятных изменениях на рынках процентных ставок, включая неблагоприятные изменения: процентных ставок; формы кривой доходности (принятие более крутой или пологой формы); волатильности процентных ставок; соотношений и спредов между индексами различных процентных ставок; досрочную выплату основной суммы долга
Валютный риск (Currency risk)	Риск потерь, возникающих при неблагоприятных изменениях валютного курса, в том числе при неблагоприятных изменениях: прямых валютных курсов; волатильности валютных курсов; соотношений между курсами различных валют; размера прибыли в иностранной валюте, подлежащей конвертированию в базовую валюту
Товарный риск (Commodity risk)	Риск потерь, возникающих при неблагоприятных изменениях цен на товарном рынке, включая неблагоприятные изменения: цен товарных активов; соотношений между форвардными и наличными (spot) ценами товарных активов; волатильности цен товарных активов; соотношений или спредов между ценами различных товарных активов
Кредитный спредовый риск (Credit spread risk)	Риск потерь, возникающих в связи с неблагоприятными изменениями спредов между ценными бумагами различного кредитного качества (например, корпоративными и государственными ценными бумагами)
Риск концентрации портфеля (Portfolio concentration risk)	
Риск инструмента (Instrument risk)	Риск потерь, возникающих при избыточной концентрации незащищенных позиций по определенному инструменту
Риск ключевой операции (Major transaction risk)	Риск потерь, возникающих при избыточной концентрации незащищенных позиций по отдельным сделкам
Риск экономического сектора (Economic sector risk)	Риск потерь, возникающих при избыточной концентрации незащищенных позиций на определенном секторе экономики, включая отрасли и секторы экономики или отдельные страны
Риск ликвидности (Liquidity risk)	
Риск рыночной ликвидности (Market liquidity risk)	Риск потерь, возникающих в связи с недостаточной ликвидностью рынка, препятствующей быстрой и эффективной ликвидации позиций или портфелей и ограничивающей доступ к средствам
Риск пруденциальной ликвидности (Prudential liquidity risk)	Риск потерь, возникающих при неспособности соблюдения минимальных коэффициентов ликвидности. Иначе: риск балансовой ликвидности, определяемой неспособностью агента выполнять свои обязательства за счет имеющихся активов, т.е. дефицитом ликвидных активов для выполнения обязательств перед контрагентами
Операционный риск (Operational risk)	
Транзакционный риск (Transaction risk)	Риск потерь, возникающих в результате осуществления операций, включая: ошибки при исполнении сделок; ошибки, возникающие из-за сложности продуктов и неспособности существующих систем и процессов корректно обслуживать работу с ними; ошибки при проведении учета сделок; ошибки при проведении расчетов по результатам сделок; неумышленную поставку / прием активов; неадекватную юридическую документацию
Риск операционного контроля (Operational control risk)	Риск потерь, возникающих в результате сбоев при проведении контроля деятельности фронт-, миддл бэк-офиса, в том числе: нарушения в системе управления и внутреннего контроля; несанкционированный доступ в компьютерную и телекоммуникационную системы, а также к используемым моделям; зависимость от ограниченного числа персонала; недостаточный контроль в сфере осуществления и обработки сделок
Технологический риск (Systems risk)	Риск потерь, возникающих в результате технических и технологических ошибок и сбоев в работе систем, включая: ошибки в разработке компьютерных программ; ошибки в формулировке математических моделей; ошибки в калькуляции сумм для приведения позиций к рынку; неадекватное или несвоевременное поступление информации, необходимой для принятия управленческих решений; технические нарушения и сбои в функционировании одной или более систем, необходимых для поддержки ведения деятельности; нарушения безопасности компьютерной и телекоммуникационной систем; сбои в сетях или каналах связи; человеческие ошибки; неадекватное планирование или отсутствие планирования мероприятий на случай сбоев в работе систем или телекоммуникаций
Бизнес-риск / Риск события (Business / Event risk)	
Риск конвертируемости валюты (Currency convertibility risk)	Риск потерь, возникающих в результате невозможности конвертирования одной валюты в другую в результате действия политической или экономической политики
Риск изменения кредитного рейтинга (Shift in credit rating)	Риск потерь, возникающих в результате невозможности привлечь дополнительные средства по приемлемой стоимости или выйти на рынок
Риск снижения репутации (Reputation risk)	Риск потерь, возникающих в результате падения репутации на рынке, ведущий к утрате позиций на рынке и потере бизнеса
Налоговый риск (Taxation risk)	Риск потерь, возникающих при изменениях налогового законодательства и непредвиденном налогообложении
Правовой, юридический риск (Legal risk)	Риск потерь, возникающих при отсутствии или нарушении правовых норм и юридических требований, а также непредвиденном изменении законодательства
Риск регулирования (Regulatory risk)	Риск потерь, возникающих при невозможности выполнить требования регулирующих органов, включая: нарушение существующих требований к размеру капитала; неудачное прогнозирование предстоящих изменений требований со стороны регулирующих органов
Риск бедствий и катастроф (Disaster risk)	Риск потерь, возникающих в случае неблагоприятных событий, оказывающих воздействие на деятельность, в том числе: пожаров и природных бедствий; войн; финансовых кризисов, крушения или остановки финансовых рынков

рантийный фонд средства участников торгов. Здесь возникает прямая подверженность клиринговой палаты рыночному риску, связанному с вложением средств гарантийного фонда в рыночные активы.

РИСК ЛИКВИДНОСТИ

Степень подверженности риску ликвидности срочных бирж и клиринговых палат определяется отсутствием собственных рыночных операций. В связи с этим риск рыночной ликвидности, выражающийся в отсутствии ликвидного рынка одного или нескольких инструментов, кроме снижения доходной базы биржевых институтов, включает в себе вероятность потерь срочной биржи и клиринговой палаты:

- из-за невозможности своевременного принудительного закрытия позиций по производным финансовым инструментам несостоятельных участников рыночными методами при отсутствии реальных сделок;

- из-за трудностей в определении базы и методики определения адекватных расчетных цен производных финансовых инструментов для ежедневного приведения позиций к рынку.

Риск балансовой ликвидности при отсутствии собственных активных операций срочной биржи и клиринговой палаты возникает только в случае несостоятельности одного или нескольких участников торгов. Таким образом, реализация риска ликвидности приводит не к прямым финансовым потерям, а к увеличению кредитного риска со стороны участников торгов. При осуществлении клиринговой палатой активных операций по инвестированию средств гарантийного фонда в рыночные активы возникает собственно риск ликвидности, как балансовой, так и рыночной.

РИСК КОНЦЕНТРАЦИИ ПОРТФЕЛЯ

С одной стороны, концентрация рисков происходит при наличии для участников биржевого рынка ПФИ возможности внесения средств гарантийного обеспечения в виде не-

денежных финансовых активов. В этом случае кредитный риск со стороны участников торгов возрастает на величину гарантийного обеспечения, внесенного в виде определенного превалирующего финансового актива. Например, в России во второй половине 1990-х годов таким активом были государственные облигации (ГКО, ОФЗ), доля которых в гарантийном обеспечении участников торгов достигала 100%.

С другой стороны, концентрация рисков на определенных видах финансовых продуктов или некоторых типах операций может произойти при осуществлении клиринговой палатой активных операций по размещению средств гарантийного фонда.

КРЕДИТНЫЙ РИСК

Кредитный риск, т. е. риск потерь срочной биржи и ее клиринговой палаты в результате несостоятельности (дефолта) одного или нескольких участников торгов либо иных лиц, имеет следующие источники:

- несостоятельность (дефолт) участника торгов вследствие его неудовлетворительного финансового состояния, в том числе по причинам, не связанным с деятельностью на биржевом рынке ПФИ;

- возникновение непокрытых обязательств участников торгов в результате реализации рыночного риска в отношении их открытых позиций по производным финансовым инструментам, а также в отношении финансовых активов, внесенных в качестве гарантийного обеспечения;

- возникновение непокрытых обязательств участников торгов вследствие реализации риска рыночной ликвидности;

- концентрация рисков в отношении финансовых инструментов, вносимых участниками торгов в качестве гарантийного обеспечения или используемых клиринговой палатой в целях инвестирования средств гарантийного фонда;

- кредитный риск, связанный с осуществлением клиринговой па-

латой собственных активных операций по инвестированию средств гарантийного фонда.

Перечисленные источники дополняются риском финансовых потерь срочной биржи и клиринговой организации в случае несостоятельности одной или нескольких расчетных организаций (расчетных банков), через которые проводятся расчеты по сделкам с ПФИ. Сложность оценки и контроля кредитного риска срочной биржи и клиринговой организации объясняется: необходимостью одновременного количественного и качественного анализа указанных факторов, в том числе в динамике; зависимостью от полноты раскрытия информации об участниках биржевого рынка ПФИ; необходимостью учета синергетического эффекта при массовом неисполнении участниками своих обязательств, в том числе вследствие форс-мажорных обстоятельств.

ОПЕРАЦИОННЫЙ РИСК И РИСК СОБЫТИЯ

Операционный риск и риск события не являются специфическими для биржевых институтов рынка производных финансовых инструментов. Тем не менее эти риски имеют существенное значение для работы срочной биржи.

Указанные особенности рисков срочных бирж и клиринговых палат учитываются при разработке систем финансовой безопасности, в том числе гарантийных систем и процедур финансового надзора. ■