



Павел Соловьев

Управление товарного рынка ММВБ

СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ФЬЮЧЕРСНЫХ БИРЖ*

РАСЧЕТНАЯ СИСТЕМА СРОЧНЫХ БИРЖ

В США расчеты между клиринговой палатой и клиринговыми членами по результатам торговых операций в виде перечисления вариационной маржи, а также по зачислению и списанию средств депозитной маржи или иным операциям с наличными денежными средствами или государственными ценными бумагами осуществляются через несколько коммерческих расчетных банков с использованием Платежной системы ФРС. Расчетные банки представляют собой уполномоченные срочной биржей частные кредитные организации, отобранные на основе определенных критериев, прежде всего требований к уровню их капитализации. Наличие нескольких расчетных банков нацелено на повышение надежности расчетной системы срочных бирж благодаря диверсификации риска дефолта расчетного банка.

Правилами срочных бирж и/или клиринговых палат устанавливаются финансовые и иные требования к уполномоченным финансовым институтам. Например, в соответствии с Правилами NYMEX уполномоченные банковские институты должны:

- обладать капиталом и резервами в сумме не менее 250 млн долл.;
- иметь кредитный рейтинг, присвоенный *Moody's Investors Services, Inc.* или *Standard and Poor's Corp.*, соответственно P-1 или A-1.

Расчеты по негосударственным ценным бумагам в составе взноса в гарантийный фонд или депозитной маржи осуществляются через Депозитарно-трастовую корпорацию — центральный депозитарий по акциям США — или несколько уполномоченных инвестиционных банков.

Расчеты по зарубежным государственным ценным бумагам и наличным денежным средствам в иностранной валюте, как правило, осуществляются через уполномоченные иностранные коммерческие банки или филиалы американских банков за рубежом. В частности, в соответствии с требованиями ВОТСС расчеты по зарубежным государственным ценным бумагам осуществляются через коммерческий банк в Лондоне, имеющий счет в *Euroclear*. Согласно Правилам NYCC расчеты в иностранной валюте осуществляются через уполномоченные американские коммерческие банки или их филиалы за рубежом.

Отличием расчетных систем европейских клиринговых палат является централизация проведения расчетов. Большинство клиринговых палат Европы используют в целях проведения расчетов по обязательствам на биржевом рынке ПФИ денежные счета и счета депо, открытые в центральных банках и центральных депозитариях европейских государств соответственно. Однако этот принцип не является единым для всех клиринговых палат. Например, Клиринговые члены Лондонской клиринговой палаты (*LCH*) обязаны открыть счета для проведения расчетов в одном или нескольких уполномоченных коммерческих банках. С другой стороны, клиринговая палата Афинской срочной биржи (*ADECH*) использует централизованно-распределенную расчетную систему с единственным расчетным банком и несколькими уполномоченными маржевыми банками (*margin banks*), в которых клиринговые члены могут открыть счета для хранения маржевых средств. Расчеты в иностранных валютах проводятся через уполномоченные клиринговыми палатами, допускающими данный вид гарантийного обеспечения, коммерческие банки.

* Окончание. Начало см.: № 10 (12), № 11 (13), № 12 (14) 2004.



Расчетные системы срочных бирж в других регионах используют описанные выше схемы и их промежуточные вариации. В частности, в азиатском регионе проведение расчетов преимущественно осуществляется по распределенной схеме расчетных банков (*HKEx, MDCH, SGX, TAIFEX*, др.); тем не менее рядом клиринговых палат используется схема из единственного коммерческого банка (например, *SICOM*). В Латинской Америке расчеты осуществляются через платежные системы центральных банков (например, *ASIGNA*, Мексика); клиринговыми палатами Бразилии (*BM&F, CBLC*) использовалась платежная система некоммерческой депозитарно-расчетной организации *SETIP*, однако с развитием платежной системы центрального банка будет совершен переход к последней. Расчеты на биржевом рынке ПФИ в Австралии проводятся через единую расчетно-клиринговую организацию *Austraclear*, а в Канаде — через платежную систему Банка Канады (*CDCC*) или через расчетный коммерческий банк (*WCECH*).

Таким образом, в зарубежной практике организации биржевой торговли ПФИ была сформирована сложная, многоуровневая структура системы управления рисками на основе использования единых или схожих механизмов и методов управления финансовыми рисками биржевых институтов, отвечающая потребностям участников рынка ПФИ в адекватной защите их интересов. Использование данных принципов и механизмов российскими срочными биржами с соответствующей корректировкой в отношении особенностей существующего финансового рынка может послужить дополнительным стимулом к возрождению этого сегмента, в том числе и за счет возвращения на рынок участников-нерезидентов.

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ СРОЧНЫХ БИРЖ В РОССИИ

В целом по своей структуре системы управления рисками российских срочных бирж соответствуют зарубежным аналогам. Тем не менее можно выделить ряд основных особенностей, представляющих собой недостатки или преимущества таких систем в современных условиях.

Первым фактором, ограничивающим ликвидность биржевого рынка ПФИ в России в настоящее время, является неразвитый маржевый механизм, а именно, отсутствие гарантийных систем срочных бирж, использующих портфельный подход. Требуемый для поддержания от-

крытых позиций размер депозитной маржи рассчитывается российскими биржами преимущественно исходя из индивидуальных позиций по отдельным производным инструментам либо с учетом некоторого ограниченного набора комбинаций позиций по ПФИ (стратегий). При этом, однако, в расчет не берется комбинации инструментов с различными базовыми активами, цены которых изменяются в одном или противоположных направлениях с высокой корреляцией.

Наиболее существенное развитие механизма определения размера депозитной маржи осуществила Фондовая биржа РТС, заложив основы портфельного подхода. Однако и ее возможности оказались в настоящее время ограничены вследствие используемого традиционного типа расчетов по опционным контрактам, снижающего эффективность реализации портфельного подхода. Причина заключается в том, что покупатель опциона с традиционным типом расчетов получает финансовый результат только при исполнении опциона. При этом при наличии в портфеле фьючерсов, компенсирующих позицию по опциону, данный участник имеет по фьючерсам регулярный денежный поток противоположной направленности. В результате для удержания портфеля участнику потребуются дополнительные денежные средства. В противоположность этому при использовании фьючерсного типа расчетов по опционам финансовый результат по ним будет отражаться ежедневно на счете участника торгов, компенсируя встречный денежный поток по фьючерсным позициям. Тем не менее в настоящее время опционы с фьючерсным типом расчетов не торгуются ни на одной российской бирже, хотя до финансового кризиса 1998 г. они были в обращении на МЦФБ и ММВБ.

Другой проблемой является отсутствие систем кросс-маржирования. В условиях, когда на нескольких срочных биржах обращаются аналогичные инструменты, например на ММВБ, СПВБ и рынке *FORTS* — фьючерсы на доллар США, это приводит к размыванию и общему снижению ликвидности торгов: для проведения операций участники торгов вынуждены держать денежные средства в составе гарантийного обеспечения отдельно на каждой бирже, следствием чего является удорожание торговых операций.

Также ведет к увеличению стоимости операций денежная форма гарантийного обеспечения, требуемая российскими биржами. При этом важно отметить, что проценты по денежным средствам биржа-

ми не начисляются. Компенсировать такие издержки может использование в составе гарантийного обеспечения иных финансовых активов, дающих стабильный процентный доход, в частности государственных облигаций, активно применявшихся в данных целях до кризиса 1998 г. Однако единственная альтернатива, предоставленная участникам торгов в настоящее время, — это внесение депозитной маржи и средств в гарантийный фонд в виде акций, которые по своей природе не могут обеспечить стабильный доход.

Недостаточно развитой является структура гарантийных систем отечественных срочных бирж. В настоящее время биржами преимущественно предусматриваются только три низших уровня гарантийных систем: фонд депозитной маржи, резервный фонд, создаваемый за счет средств самих бирж, и гарантийный фонд, формируемый из средств участников торгов. Причем резервный и гарантийный фонды используются не всеми биржами (например, гарантийного фонда нет на ММВБ, а резервный фонд, хотя и предусмотрен нормативными документами, на данный момент не сформирован на бирже «Санкт-Петербург»). В целях обеспечения финансовой защиты не используются такие уровни гарантийной системы, как кредитные линии на поддержание ликвидности, страхование обязательств клиринговой организации как центрального контрагента, а также гарантии, предоставленные участниками клиринговой организации в качестве дополнительной солидарной ответственности по ее обязательствам на случай дефолта клиринговых членов. Интересно при этом отметить, что последний уровень декларировался в нормативных документах Московской товарной биржи в середине 1990-х годов.

Одной из главных положительных особенностей гарантийных систем российских срочных бирж является расчетная система, а именно: централизованное проведение расчетов через расчетные небанковские кредитные организации, не имеющие права осуществлять активные операции, т. е. размещение средств, что теоретически снижает кредитный риск клиринговой палаты со стороны расчетных организаций. Современное состояние российской банковской системы не позволяет передавать расчетные функции расчетным банкам. В 1990-е годы в России некоторые срочные биржи осуществляли расчеты через коммерческие банки, что в ряде случаев привело к дефолту клиринговых организаций в результате неплатежеспособности нескольких расчетных банков. ■