

ВИКОРИСТАННЯ ПОСЛУГ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

У статті надано обґрунтування доцільності та необхідності використання послуг центрального контрагента на фінансовому ринку України, здійснена характеристика механізмів діяльності ССР та розроблено рекомендації щодо удосконалення розрахунково-клірингової системи України.

***Ключові слова:** кліринг, центральний контрагент, неттінг, новація, строковий ринок, початкова маржа, варіаційна маржа, страховий фонд, резервний фонд.*

В статье представлено обоснование целесообразности и необходимости использования услуг центрального контрагента на финансовом рынке Украины, проведена характеристика механизмов деятельности ССР и разработаны рекомендации по усовершенствованию расчетно-клиринговой системы Украины.

***Ключевые слова:** клиринг, центральный контрагент, неттинг, новація, срочный рынок, начальная маржа, вариационная маржа, страховой фонд, резервный фонд.*

This article deals with the clearing system of Ukrainian stock market. The author shows the advantages of using central counterparty and the way it works. The article tells us about the possible ways of Ukrainian clearing system's development.

***Key words:** clearing, central counterparty, netting, novation, futures exchange, initial margin, variation margin.*

Український фондовий ринок є відносно молодим. Однією з основних проблем організації його діяльності є необхідність надійної та ефективної системи забезпечення виконання укладених угод. Найбільш поширеним шляхом вирішення цього завдання останнім часом стало використання послуг центрального контрагента (ССР). ССР дозволяє не тільки знизити транзакційні витрати при укладенні контрактів, але й, що не менш важливо, управляти ризиками невиконання зобов'язань. Не так давно в Україні вже з'явилися подібні установи, проте причини їх появи, коло задач та юридичний статус не завжди відповідають міжнародній практиці.

Опис загальних основ функціонування центрального контрагента можна знайти в роботах Дж.К. Халла, К. Ф. Люфта, Г.Дж. Александера, Дж.С. Кокса, М. Рубінштейна, Р.У. Колба, А.Н. Балабушкіна, А.Н. Буреніна, О.І. Дегтярьової, П.Ю. Соловійова та інших. В Україні питання побудови даної системи не були предметом спеціального дослідження.

Метою дослідження є обґрунтування доцільності та необхідності використання послуг центрального контрагента на фінансовому ринку України, характеристика механізмів діяльності ССР та розробка рекомендацій щодо удосконалення розрахунково-клірингової системи.

Клірингова діяльність може здійснюватись за двома принциповими схемами. У першому випадку клірингова організація не є безпосереднім учасником угоди, хоча й гарантує її виконання. Контракт укладається безпосередньо між двома учасниками ринку, після чого інформація з біржі направляється до клірингової компанії. Клірингова компанія здійснює обрахунок зобов'язань і визначає нетто-позицію кожного учасника. Дана інформація, у свою чергу, передається далі – у депозитарій для здійснення розрахунків по цінних паперах та у Центральний банк (або подібну організацію) для проведення грошових розрахунків. Виконання зобов'язань за угодою зазвичай гарантується слідуванням принципу DVP (delivery versus payment, поставки проти платежу). При цьому найчастіше висувається вимога повного або часткового депонування коштів та цінних паперів. Така система орієнтована на двосторонній взаємозалік вимог (bilateral netting). Кількість

учасників біржових торгів та їх обсяг постійно зростають, відповідно ускладнюється здійснення клірингу за вищеписаною схемою. Саме тому на фінансових ринках все більше поширюється використання послуг центральних контрагентів, які пропонують принципово іншу схему проведення клірингової діяльності.

Центральний контрагент (Central Counterparty, CCP) є установою, яка виступає стороною по кожному контракту, що укладається на біржі або на позабіржовому ринку. Фактично він є продавцем для кожного покупця і покупцем для кожного продавця. Схему роботи такої установи представлено на Рис. 1. Ми бачимо, що клірингові члени не взаємодіють між собою безпосередньо. По кожній угоді контрагентом виступає CCP. Перевагою для клірингових членів є ще й те, що при укладенні контрактів не потрібно турбуватись про узгодження їх обсягів. Так, за відсутності CCP, кліринговому члену А довелось би домовлятися із Кліринговими членами Г та Д про те, щоб один з них продав усі 40 цінних паперів, а інший – лише 20. Окрім того, при цьому у нього було б два контрагента замість одного, по кожному з яких потрібно проводити оцінку кредитоспроможності та оцінку розміру виставлених лімітів.

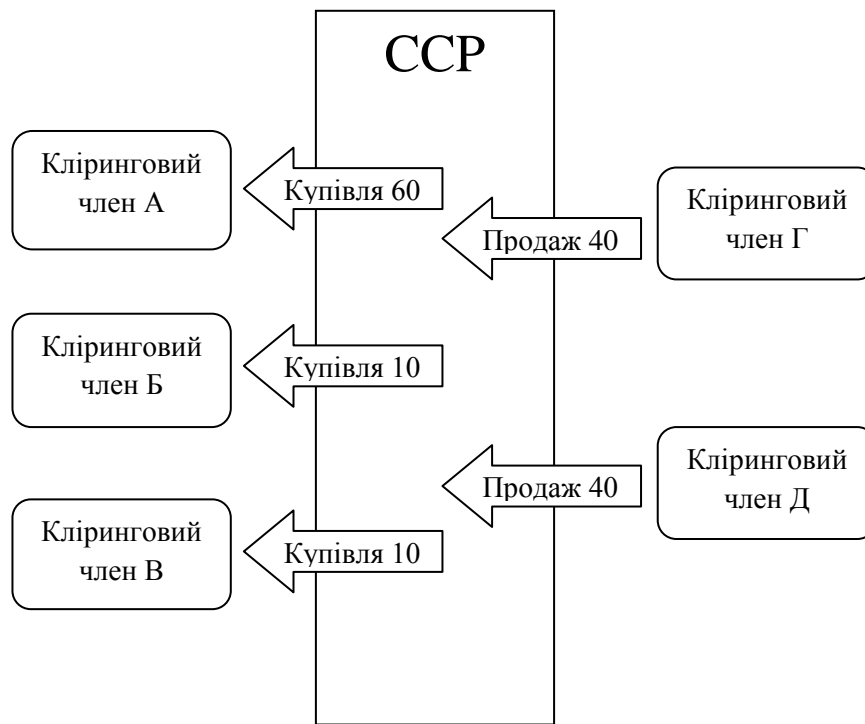


Рис. 1. Механізм багатостороннього взаємозаліку з використанням центрального контрагента.

В Україні перший ССР було створено для роботи на Українській біржі у 2009 році (ТОВ «Український центральний контрагент»[2]). Також подібна установа зараз працює і на ПФТС (ТОВ «Біржовий центральний контрагент» [6]), Перспективі (ПАТ «ФК «Сучасні кредитні технології» [5]). Проте організаційна структура та діяльність вітчизняних центральних контрагентів досить суттєво відрізняється від зарубіжних аналогів, що викликає появу додаткових ризиків для учасників фондового ринку.

Поява та розвиток центральних контрагентів у першу чергу пов'язані з необхідністю управляти ризиком невиконання зобов'язань сторонами угоди на фінансовому ринку [12]. Чим більший термін між укладанням контракту та здійсненням розрахунків і поставкою активу, тим більшим стає такий ризик. Тому й не дивно, що найбільш активно ССР розвивалися на строковому ринку. Якщо угода укладається між двома учасниками торгів безпосередньо, кожен з них повинен проводити оцінку кредитоспроможності контрагента, розраховувати ризик та здійснювати заходи, спрямовані на мінімізацію втрат від його дефолту. При зростанні обсягів торгів кількість контрагентів збільшується, а тому процедури ризик-менеджменту вимагають все більше часу

та ресурсів. Перевагою використання ССР є те, що у кожного учасника торгів є лише один контрагент. Завдання управління кредитним ризиком переходить до ССР.

Український ринок похідних фінансових інструментів почав стрімко розвиватись із відкриттям торгів ф'ючерсом на індекс Української біржі 27 травня 2010 року. Такий ф'ючерсний контракт є угодою двох сторін здійснити на певну дату в майбутньому (у день виконання) взаєморозрахунки на основі різниці фактичного значення індексу в день виконання і значення індексу, закріпленого у ф'ючерсній ціні при укладанні угоди. Ще одним видом деривативів, що обертаються на Українській біржі, є опціон. Це похідний фінансовий інструмент, що дає покупцеві право вибору: виконувати або не виконувати контракт. З 26 квітня на Українській біржі був запущений квартальний опціон, базовим активом якого є ф'ючерсний контракт на індекс Української біржі. У найближчих планах біржі – запуск торгів ф'ючерсами на золото та нафту. Проте на даний момент їх специфікація ще проходить процедуру узгодження з Національним банком України. З Рис. 2 ми бачимо, що обсяг торгів на строковому ринку швидко зростає з моменту запуску деривативів. Ф'ючерс на індекс Української біржі на даний момент є найбільш ліквідним активом, денний оборот по якому може сягати понад 200 млн. грн. Розвиток строкового ринку вимагає адекватних механізмів управління ризиками, які є порівняно високими. Саме на центрального контрагента можуть бути покладені функції з ризик-менеджменту.

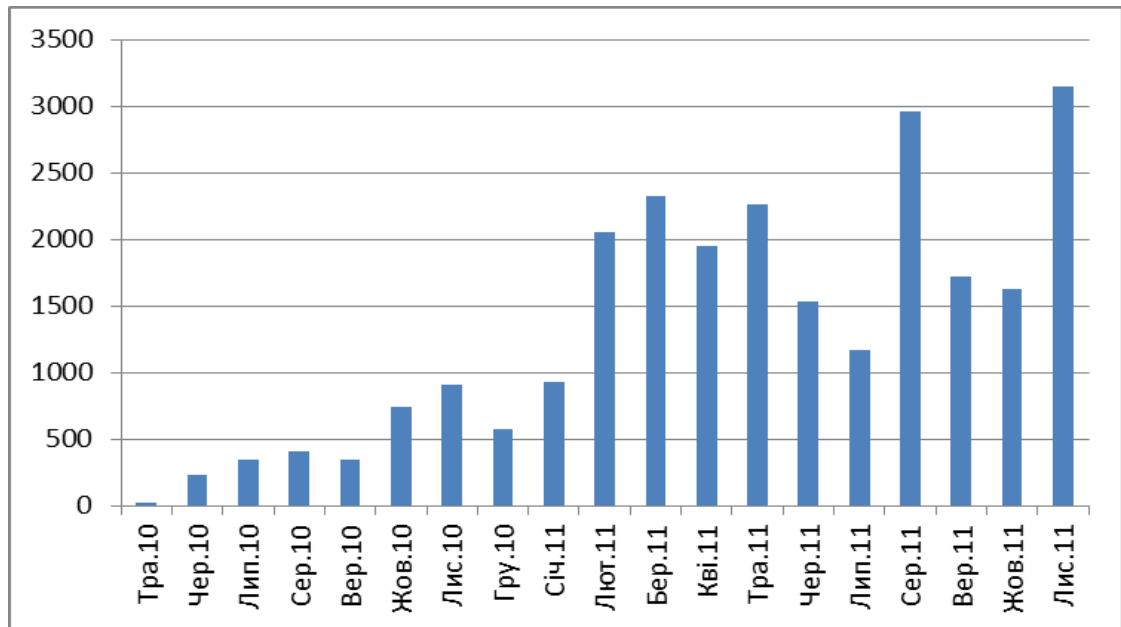


Рис. 2. Обсяг торгів на строковому ринку Української біржі за травень 2010 – листопад 2011 років, млн. грн. [на основі даних 2]

Загалом у процесі своєї діяльності центральний контрагент стикається зі значною кількістю ризиків [11]. Розглянемо основні із них:

1. Системний ризик. Це ризик того, що неспроможність одного учасника ринку виконати свої зобов'язання призведе до подібного становища у інших учасників. Дефолт центрального контрагента може бути джерелом системного ризику.
2. Кредитний ризик. Це ризик того, що учасник ринку не зможе розрахуватись за своїми зобов'язаннями на певний момент часу. Для управління саме цим видом ризику використовуються послуги центрального контрагента.
3. Ризик ліквідності. Це ризик того, що контрагент зможе виконати свої зобов'язання не у потрібний момент, а лише через певний час. У діяльності центрального контрагента ризик ліквідності може виникати у разі неспроможності клірингового члена покрити маржинальну вимогу. Він також з'являється за неможливості своєчасного примусового закриття позицій у разі необхідності при відсутності на ринку заявок. Також ризик ліквідності проявляється в ускладненні визначення адекватних розрахункових цін та теоретичних показників, які використовуються в гарантійній системі

ССР. Прикладом тут може слугувати ринок опціонів, ліквідність на якому в Україні є досить низькою. Теоретична ціна, яка використовується при розрахунку варіаційної маржі, залежить від очікуваної волатильності (implied volatility). Очікувана волатильність, у свою чергу, будується на основі цін угод і заявок на купівлю та продаж. За низької ліквідності кожна зміна у заявках може досить суттєво вплинути на криву волатильності, а відтак і на теоретичну ціну та розмір маржі.

4. Інвестиційний ризик. Дефолт фінансових інститутів навіть поза кліринговою системою може становити загрозу для центрального контрагента. Наприклад, кошти гарантійного забезпечення, страхового та резервного фондів, розміщені на рахунках обслуговуючого банку можуть бути втрачені в результаті дефолту цього банку.
5. Юридичний ризик. Це ризик того, що норми та вимоги діючого законодавства вступають у протиріччя з системою клірингу, яку використовує ССР. Цей ризик особливо актуальний для України, тому що навіть юридичний статус центрального контрагента у нашому законодавстві не визначений.
6. Операційний ризик. Це ризик того, що недоліки в управлінні, людський фактор стануть причиною несподіваних втрат.
7. Технологічний ризик. Це ризик проблем із програмним забезпеченням, мережевим з'єднанням тощо.

Центральний контрагент не несе ринкового ризику (ризик, який виникає при зміні параметрів, що впливають на вартість активів). Це пояснюється тим, що обсяг як довгих (на купівлю), так і коротких (на продаж) позицій у ССР співпадають. Проте, щоб зменшити ймовірність дефолту його членів, центральний контрагент зазвичай здійснює наступні заходи:

- визначення розрахункових цін, що будуть використовуватись для оцінки ринкових ризиків;

- розрахунок ринкових ризиків в грошовому вираженні на основі розрахункових цін;
- перерахування варіаційної маржі для покриття розрахованих ринкових ризиків (так, наприклад, кліринг на Українській біржі проводиться двічі на день: о 13.00 проміжний, а о 17.30 – вечірній).

Вище зазначалось, що центральний контрагент може використовуватись для управління кредитним ризиком. Розглянемо детальніше механізми ризик-менеджменту, які при цьому застосовуються:

- жорсткі вимоги до компаній, які прагнуть стати кліринговими членами;
- встановлення обсягу початкової маржі, яку мають внести сторони угоди на строковому ринку;
- встановлення нижнього та верхнього ліміту коливання цін;
- ССР має право на примусове закриття позиції, якщо маржинальна вимога не буде виконана;
- ССР формує за рахунок коштів учасників торгів на строковому ринку та за власні резервний і страховий фонди для покриття ризику втрати ліквідності та дефолту одного з клірингових членів.

Першою складовою механізму управління ризиками є висунення вимог до учасників ринку, які хочуть стати кліринговими членами центрального контрагента. Вони в першу чергу стосуються обсягів та ліквідності капіталу компанії, якості її активів [4]. До уваги можуть братись також і нефінансові показники. Центральний контрагент висуває вимоги щодо операційних можливостей, внутрішньої системи ризик-менеджменту компанії. Якщо кількість клірингових членів значна, вони можуть розбиватись на групи ризику на основі рейтингової системи ССР. Центральний контрагент зазвичай має право доступу до інформації про діяльність його членів і проводить постійний моніторинг їх стану. Так, наприклад, на СМЕ застосовуються наступні форми фінансового нагляду:

- усі розрахунково-клірингові члени (FCM) щомісячно надають повний баланс, а раз у рік – баланс, завірений незалежним аудитором;
- усі розрахунково-клірингові члени підлягають несподіваним перевіркам як мінімум раз на рік;
- на протязі дня здійснюється моніторинг відкритих позицій і контроль над тими, які можуть призвести до значних збитків;
- перевіряються процедури ризик-менеджменту в розрахунково-клірингових членів; основна увага зосереджена на тих, що стосуються торгівлі ф'ючерсами та опціонами.

Наступною складовою механізму управління ризиками є вимоги щодо надання забезпечення по кожній з угод. Зазвичай воно здійснюється у вигляді початкової та варіаційної маржі. Згідно законодавства України, початкова маржа (initial margin) – це кошти та/або цінні папери, які необхідно внести для укладення ф'ючерсного контракту. Розмір початкової маржі залежить від обсягу відкритої позиції трейдера та від її ставки. Ставка початкової маржі обмежує потенційно можливий обсяг зобов'язання щодо перерахування варіаційної маржі, який може виникнути за результатами найближчої клірингової сесії. Ставка, а також верхній та нижній ліміти коливання цін визначаються виходячи з волатильності деривативу. Варіаційна маржа (variation margin) – це грошова сума, яка має бути нарахована на кліринговий рахунок учасника біржової торгівлі строковими контрактами або списана з цього рахунку за підсумками клірингу щодо кожного біржового дня (торговельної сесії). Наведемо наступний приклад. Нехай трейдер А продав трейдеру В ф'ючерс на індекс Української біржі за 1500 грн. На кінець торгового дня розрахункова ціна на вечірньому клірингу становила 1488 грн. Тоді з рахунку трейдера В має бути списана варіаційна маржа у розмірі 12 грн. (1488 грн. – 1500 грн. = -12 грн.). Така ж сума буде нарахована на рахунок трейдера А. Якщо коштів на рахунку учасника торгів буде недостатньо, застосовується маржинальна вимога (margin call). Вона виникає при невідповідності обсягу гарантійного забезпечення учасника торгів вимогам

біржі внаслідок зміни ринкових умов або ставки початкової маржі і полягає у необхідності поповнення рахунку до необхідного рівня. Якщо цього не відбувається, ССР має право примусово закрити позицію цілком або частково.

Важливою перевагою використання центрального контрагента є можливість здійснення багатостороннього взаємозаліку (multilateral netting). Якщо сторони укладають угоду безпосередньо, то неттінг можливо провести тільки між ними. ССР дозволяє виводити чисту позицію по усіх контрактах учасника торгів, адже формально ці угоди були укладені виключно з центральним контрагентом. Це може бути реалізовано двома шляхами. Першим з них є новація (novation), коли укладений між сторонами контракт замінюється двома новими, у кожному з яких контрагентом виступає ССР. Інший варіант – це застосування відкритої позиції. При цьому заявка кожного учасника вважається офертою центральному контрагенту, який акцептує її тільки тоді, коли в черзі заявок є зустрічна з такою ж або кращою ціною. Особливості українського законодавства (зокрема, Цивільного кодексу) юридично прийнятним роблять тільки другий варіант. Механізм багатостороннього взаємозаліку сприяє ефективнішому використанню ресурсів та зменшенню обсягів документообігу. Окрім того, така схема дозволяє зробити торги анонімними.

Переваги використання центрального контрагента призвели до того, що ССР стали обслуговувати не тільки строковий ринок, а й ринки акцій, облігацій, РЕПО. Окрім того, їхніми клієнтами стають дилери позабіржового ринку. У Таблиці 1 представлені основні клірингові організації, які діють як ССР. Процес розширення сфери діяльності центральних контрагентів останнім часом значно пришвидшився. Не останню роль у цьому відіграють дії державних регулюючих органів, які зацікавлені у збільшенні прозорості торгів на фінансовому ринку.

Таблиця 1

Провідні організації, що надають послуги центральних контрагентів

[7]

Назва ССР	Адреса сайту	Місце діяльності
-----------	--------------	------------------

BM&F Bovespa (BM&F)	www.bmfbovespa.com.br	Бразилія
CME Group (CME)	www.cmegroup.com	США
Eurex Group	www.eurexgroup.com	Німеччина
Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd (HKEx)	www.hkex.com.hk	Гонконг
LCH.Clearnet Group Ltd (LCH)	www.lchclearnet.com	Великобританія
NASDAQ OMX (NASDAQ)	www.nasdaqomx.com	США/Швеція
NCC	www.micex.com	Росія
The Options Clearing Corporation (OCC)	www.theocc.com	США

Проте частина дослідників вважає, що не кожен ринок виграє від використання центральних контрагентів: часом витрати перевищуватимуть потенційний вигрaш. Це залежить від специфіки конкретного інструменту та ризиків, які виникають у процесі торгівлі. Так, наприклад, якщо торги здійснюються за схемою T+0 (перерахунок коштів та поставка активу відразу після укладання угоди), то кредитний ризик практично відсутній, а отже і вигоди від використання центрального контрагента значною мірою нівельовані. Проте в Україні ССР діють і на такому ринку. Причиною цього є норми українського законодавства. Хоча заборона на укладання угод по двох заявках, поданих одним торговцем, була знята у 2009 році, Цивільний кодекс не допускає укладення контрактів, якщо співпадає продавець і покупець (хоча це можуть бути різні клієнти одного й того ж торговця). Можна сказати, що основною причиною використання ССР в Україні стала можливість обійти дане обмеження.

Істотною проблемою є те, що статус центрального контрагента у законодавстві відповідним чином не прописаний. Згідно діючих норм сама біржа не може виступати як ССР (хоча й має право здійснювати кліринг). Існуючі в Україні центральні контрагенти діють на підставі ліцензії зберігача

цінних паперів. Біржа не може мати більш ніж 5% в статутному фонді зберігача[1]. Законодавча неврегульованість та позабіржовий статус центрального контрагента призводять до значного зростання ризиків його діяльності [3], а відтак – до підвищення систематичного ризику фінансового ринку.

Наразі досить багато розмов ведеться про необхідність створення центрального депозитарію. Враховуючи все вищесказане, було б доцільним виконання такою новоствореною (або ж реорганізованою) установою функцій центрального контрагента. Проте існуючі на даний момент варіанти створення центрального депозитарію передбачають значну участь держави. Ми вважаємо, що роль державних регулюючих органів має обмежитись двома напрямками діяльності. Першим є забезпечення прозорості процедур управління ризиком, які використовуються центральним контрагентом, для всіх учасників ринку. Окрім того, регулюючі органи мають слідкувати за тим, щоб клірингові члени, серед яких фактично перерозподіляється ризик, мали достатні важелі впливу на процедури ризик-менеджменту. Тобто клірингові члени повинні як повністю самостійно нести ризик, так і самостійно управляти ним. У випадку участі держави дана умова може бути порушена, виникає моральний ризик (*moral hazard*). Тому в даних умовах ми вважаємо за доцільне створення окремої клірингової організації, яка б виконувала функції центрального контрагента, і внесення відповідних змін у законодавство.

Загалом можна зазначити, що використання ССР є прогресивним для українського ринку. Ця технологія забезпечує анонімність торгів, дозволяє спростити процедури фінансового моніторингу, надає змогу заключати контракти між клієнтами одного брокера. Використання послуг ССР веде до зниження транзакційних витрат та підвищення ефективності ринку. Окрім того, центральний контрагент бере на себе ризик невиконання зобов'язань; саме на нього мають бути покладені функції з ризик-менеджменту на строковому ринку.

Список використаних джерел:

1. Закон «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 07.08.2011
2. ПАТ «Українська біржа» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://ux.ua>.
3. Перепелица Р. «Центральный контрагент – шаг на пути к цивилизованному ФР» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://fundmarket.ua/experts/4aa8e16ba800f>
4. Уткин В.С. «Задачи и функции центрального контрагента» // «Финансы и Кредит», №8(392) – 2010
5. Фондова біржа «Перспектива» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://fbr.com.ua>
6. Фондова біржа «ПФТС» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.pfts.com>
7. Global Association of Central Counterparties [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://ccp12.org>
8. Knott R., Polenghi M. “Assessing central counterparty margin coverage on futures contracts using GARCH models” // Bank of England. Working Paper no. 287 – Jan. 2006
9. Kroszner R.S. “Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation” [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948773
10. Pirrong C. “The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks through a Central Counterparty” [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1340660
11. Ripatti K. “Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits” // Bank of Finland Discussion Papers 30/2004
12. Russo D., Hart T., Schonenberger A. “The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in United States and Europe” // European Central Bank. Occasional paper series #5 – Sept. 2002