

О. В. Парандій,

к.е.н., доцент кафедри фінансові ринки
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

РОЗРАХУНКОВО-КЛІРИНГОВА СИСТЕМА РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

У статті досліджено підходи до побудови розрахунково-клірингової системи ринку похідних фінансових інструментів та проаналізовано їх переваги і недоліки. Надано рекомендації щодо підвищення ефективності та надійності функціонування ринку деривативів в Україні.

Ключові слова: деривативи, маржа, похідні фінансові інструменти, розрахунково-клірингова система, центральний контрагент.

О. В. Парандий

к.э.н., доцент кафедры финансовых рынков
ГБУЗ «Киевский национальный экономический университет
имени Вадима Гетьмана»

РАСЧЕТНО-КЛИРИНГОВАЯ СИСТЕМА РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В статье исследованы подходы к построению расчетно-клиринговой системы рынка производных финансовых инструментов и проанализированы их преимущества и недостатки. Представлены пути увеличения эффективности и надежности функционирования рынка деривативов в Украине.

Ключевые слова: деривативы, маржа, производные финансовые инструменты, расчетно-клиринговая система, центральный контрагент.

O. V. Parandii

PhD, associate professor, Department of Financial Markets,
Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman

CLEARING AND SETTLEMENT SYSTEM OF FUTURES MARKET

The paper describes ways of clearing and settlement system's formation. The author shows their advantages and disadvantages. Special attention is paid to the ways of improving futures market in Ukraine.

Keywords: *central counterparty, clearing and settlement system, derivatives, margin.*

Постановка проблеми. Одним із найбільш перспективних напрямків розвитку вітчизняної економіки є забезпечення можливості управління ризиками шляхом хеджування. Необхідність цього досить яскраво проявилась в умовах нестабільного валютного курсу з різкими його скачками. Для забезпечення компаній інструментами захисту від подібних подій необхідно розвивати ефективно функціонуючий ринок похідних фінансових інструментів. Нормальне функціонування ринку деривативів неможливе без наявності розвиненої розрахунково-клірингової інфраструктури та якісного управління ризиками невиконання зобов'язань. Існуюча в Україні система потребує вдосконалення як на організаційному, так і на функціональному рівнях.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Опис загальних основ функціонування розрахунково-клірингової системи ринку похідних фінансових інструментів можна знайти в роботах Г. Александера, А. Балабушкіна, І. Бурденко, А. Буреніна, Дж. Кокса, Р. Колба, К. Люфта, П. Нормана, М. Рубінштейна, П. Соловйова, О. Сохацької, Дж. Халла та інших. Проте аналіз її сучасного стану в Україні та формування рекомендацій щодо розвитку потребує подальших досліджень.

Метою статті є дослідження підходів до побудови розрахунково-клірингової системи ринку похідних фінансових інструментів та аналіз їх переваг і недоліків; формування рекомендацій щодо підвищення ефективності та надійності функціонування ринку деривативів в Україні.

Виклад основного матеріалу. Розвиток українського біржового ринку похідних фінансових інструментів проходить в умовах малої кількості учасників торгів, які досить часто не мають необхідної бази для здійснення ефективного ризик-менеджменту. З цієї причини управління ризиками майже повністю бере на себе біржа, контролюючи діяльність як торговців, так і їх клієнтів. Особливістю сучасного біржового ринку деривативів України є обмеженість фінансових інструментів та низький рівень їх ліквідності. Саме тому одним із першочергових завдань зараз є побудова такої системи управління ризиками та розрахунково-клірингової системи в цілому, що не обмежуватиме ліквідність та сприятиме приходу на ринок хеджерів із

реального та фінансового секторів економіки. Разом з тим, не можна жертвувати й надійністю системи.

Інструменти управління ризиком доцільно поділити на кілька груп (табл. 1). Першою ознакою для цього є наявність або ж відсутність руху грошових коштів. Вона показує, чи здійснювалась сплата грошей кліринговим членом на користь центрального контрагента. Другою ознакою є умови діяльності ЦКА, в яких застосовується той чи інший інструмент: деякі з них використовуються тільки за надзвичайних обставин.

Найбільш важливим інструментом управління ризиками центрального контрагента є використання різних видів забезпечення відкритих позицій учасників торгів. Таке забезпечення називають маржею. Зазвичай використовують наступні її види: початкова маржа, підтримуюча маржа, варіаційна маржа.

Таблиця 1

Основні інструменти управління ризиком центральних контрагентів

		Рух грошових коштів	
		наявний	відсутній
Умови	звичайні	- Початкова маржа - Підтримуюча маржа - Варіаційна маржа - Резервні та страхові фонди	- Ліміти коливань цін - Ліміти позицій - Контроль за найбільшими позиціями - Стрес-тестування - Вимоги до показників діяльності клірингових членів - Дублювання операційних систем
	надзвичайні	- Примусова ліквідація позицій - Кредитні лінії в банках - Страхування на випадок дефолту - Гарантії материнських компаній	- Вимоги додаткового внесення капіталу контрагентами - Передача позицій іншому контрагенту

Джерело: складено автором.

На основі аналізу зарубіжного та вітчизняного досвіду побудови систем управління ризиками біржового ринку деривативів можна виділити два підходи до застосування інструментів ризик-менеджменту. Першим є використання жорсткої системи, орієнтованої на контроль руху грошових коштів учасників торгів. Можна виділити наступні її особливості:

- орієнтація на інструменти управління ризиком, які передбачають рух коштів учасників торгів;
- відносно високий рівень маржі;

- внесення маржі переважно або виключно готівкою, часто лише в національній валюті;
- встановлення жорстких лімітів змін ціни;
- прив'язування маржі до лімітів змін ціни.

Такий підхід дозволяє забезпечити досить високий рівень надійності функціонування ринку навіть у несприятливих умовах. Проте його недоліком є обмеження ліквідності на ринку та можливостей учасників торгів.

Другий підхід передбачає використання гнучкої системи, орієнтованої на контроль за діяльністю учасників торгів та швидку адаптацію до змін ринкових умов. До основних особливостей такої системи можна віднести:

- максимальне використання всіх доступних інструментів управління ризиком;
- відносно невисокий рівень маржі;
- маржа вноситься різними видами фінансових активів;
- маржа встановлюється виходячи з волатильності основи і переглядається у випадку зміни ринкової кон'юнктури;
- здійснюється жорсткий контроль як за складом клірингових членів, так і за їх діяльністю.

Не можна однозначно стверджувати, що другий підхід є кращим. Багато залежить від умов роботи розрахунково-клірингової інфраструктури. На нових нерозвинених ринках, як правило, використовуються жорсткі системи управління ризиком. Вони забезпечують більшу стабільність та простіші в застосуванні. Також жорсткі системи набагато менше залежать від рівня розвитку фінансового ринку країни в цілому. Наприклад, для того, щоб вносити маржу відмінними від національної валюти активами, мають існувати розвинені ринки інших фінансових активів (боргових інструментів, акцій тощо).

Проте на розвинених ринках переважає другий підхід. Гнучка система дозволяє учасникам ринку відволікати менші обсяги коштів для здійснення операцій з похідними фінансовими інструментами. Також вона менше обмежує ліквідність деривативів. Це робить ринок ПФІ більш ефективним та привабливим. У випадку вільної конкуренції між гнучкою та жорсткою системами учасники торгів схильні вибирати останню. Відзначимо, що існує також значна кількість проміжних варіантів, які поєднують два описаних підходи. Для українських розрахунково-клірингових систем доцільним є рух від жорсткої до гнучкої моделі паралельно з розвитком ринку.

В Україні тривалий час було практично відсутнє законодавство, що регулює питання, пов'язані з роботою системи управління ризиками біржового ринку деривативів, не було визначено статус центрального контрагента (ЦКА). Новий закон

«Про депозитарну систему України» [2] та супутні зміни не справили значного впливу на розрахунково-клірингову інфраструктуру ринку ПФІ. Новостворений центральний контрагент Розрахунковий центр обмежився роботою на фондовому ринку. Користуючись прописаним у законодавстві правом, клірингом деривативів в Україні по суті займаються самі біржі.

Якщо розглядати організаційну будову розрахунково-клірингової інфраструктури на макрорівні, то можна побачити, що інтеграційні процеси, притаманні сучасному фінансовому ринку, в повній мірі проявляються й тут. Можна виділити дві кардинально відмінні структури за участі центральних контрагентів, що сформувались впродовж останніх десятиліть:

1. Вертикально інтегровані центральні контрагенти. Вони є частиною біржі або входять до складу групи компаній. При цьому забезпечується весь комплекс послуг: торгове обслуговування, кліринг та розрахунки. Вертикально інтегровані центральні контрагенти зазвичай працюють з метою максимізації прибутку. Схема інфраструктури такого типу зображена на рис. 1.

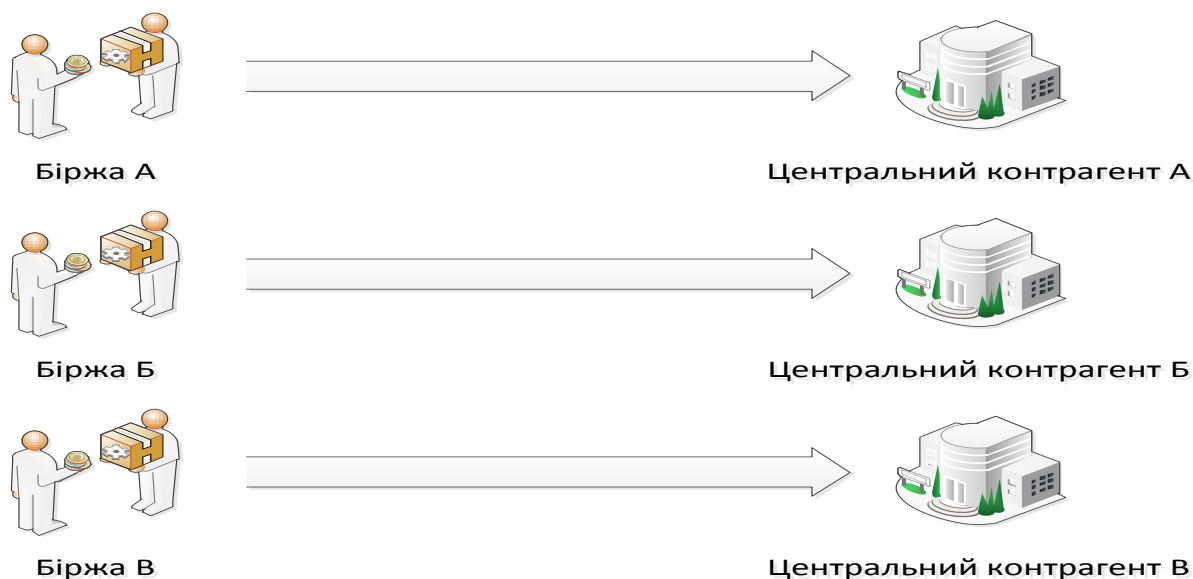


Рис. 1. Вертикальна інтеграція бірж та центральних контрагентів
Джерело: побудовано автором

2. Горизонтально інтегровані центральні контрагенти. Вони обслуговують кілька ринків з однаковими або різними видами активів. Як правило, власниками та управляючими горизонтально інтегрованих центральних контрагентів є їх клієнти, а тому ціни на послуги встановлюються на рівні, близькому до собівартості. Схема інфраструктури такого типу зображена на рис. 2.

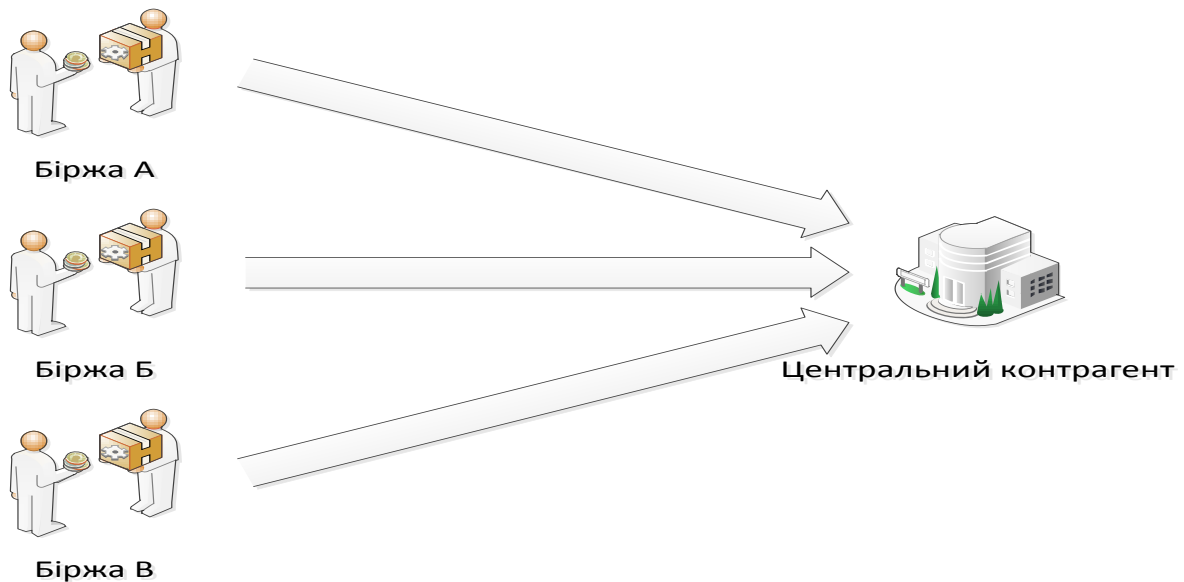


Рис. 2. Горизонтальна інтеграція центральних контрагентів
Джерело: побудовано автором

Розглянемо формування вертикально та горизонтально інтегрованих розрахунково-клірингових систем на ринку похідних фінансових інструментів на прикладі США. Ключову роль у цьому процесі відіграли регулятори ринку. Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами (англ. Commodity Futures Trading Commission, CFTC) була створена в 1975 році, замінивши неефективне Управління товарних бірж, яке займалось регуляцією торгівлі виключно сільськогосподарською продукцією. Під юрисдикцію CFTC підпадають усі ф'ючерсні контракти (в тому числі на фондові активи), а також опціони на валютні ф'ючерси. Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами тісно співпрацювала з вертикально інтегрованими чиказькими ф'ючерсними біржами і виходила з того, що укладення угод за ф'ючерсами та кліринг є невід'ємними компонентами одного продукту.

Іншої думки притримувались у Комісії з цінних паперів та бірж США (англ. Securities and Exchange Commission, SEC). Вона здійснює регулювання ринків цінних паперів та опціонів на акції. Від учасників ринку SEC вимагала забезпечення функціональної сумісності постторгівельної інфраструктури та сприяла консолідації клірингових організацій. Комісія з цінних паперів та бірж сприяла створенню Опціонної клірингової корпорації (англ. Options Clearing Corporation, OCC) на базі клірингової корпорації CBOE, долучивши біржу AMEX та Філадельфійську біржу. OCC зараз займається клірингом усіх американських опціонів на фондові активи. Наразі вона є найбільшою в світі організацією з клірингу фондових деривативів.

Із вищесказаного можна зробити висновок, що організації розрахунково-клірингової інфраструктури тяжіють до вертикальної інтеграції. Горизонтальне

об'єднання стає можливим лише за активної участі регулятора ринку. Таке втручання досить часто має сенс, адже дослідження показують, що вертикальна інтеграція може шкодити ринку. Для підтвердження можна навести висновок Європейської комісії: «Вертикальна інтеграція може мати результатом обмеження вибору на всіх рівнях цінового ланцюжка, призводячи до втрат добробуту. Хоча при цьому може зростати ефективність, Комісія не знайшла переконливих доказів останнього» [3].

Український ринок, попри його низький ступінь розвитку, є досить фрагментарним. Зараз для нього характерною є вертикально інтегрована розрахунково-клірингова інфраструктура. Законодавча ініціатива щодо створення Розрахункового центру, який мав би взяти на себе роль центрального контрагенту, на ринку похідних фінансових інструментів не спрацювала. Наразі перехід до горизонтальної структури виглядає малоімовірним. Проте існує проміжний варіант, який дозволяє зменшити негативні наслідки вертикальної інтеграції. Він полягає у стандартизації продуктів розрахунково-клірингової інфраструктури, налагодженні операційної взаємодії між різними організаціями. При цьому має дотримуватись принцип взаємозамінності, коли контракт, отриманий ЦКА від певної торгової платформи може бути оброблений через будь-яку іншу торгову платформу. Особливо актуально це для похідних фінансових інструментів із однаковою основою. За ними можна здійснювати крос-маржування, тобто взаємозалік позицій, відкритих на різних ринках.

На початку 2015 року на українських біржах було розпочато торги валютними деривативами. На різних майданчиках перелік інструментів дещо відрізняється, проте на кожному присутні ф'ючерси на пару гривня / долар. Це створює можливості для взаємодії на рівні розрахунково-клірингової інфраструктури, що дасть змогу більш повно задовільнити потреби клієнтів, не зменшуючи надійність системи в цілому. Оптимальною є така ситуація, в якій клієнт може обирати центрального контрагента для проведення клірингу та управління ризиками за його позиціями. Це стимулюватиме конкуренцію в сфері розрахунково-клірингових послуг та дозволить більш повно врахувати інтереси учасників ринку похідних фінансових інструментів.

У Європі налагодження операційної взаємодії було одним із факторів стрімкого зниження тарифів на операції центральних контрагентів. Особливо значно впали ціни на кліринг за угодами з акціями. Каталізатором цього став вихід у 2008 році на європейський ринок дочірньої структури горизонтально інтегрованої американської компанії DTCC, яка працювала за собівартістю. За два роки тарифи на кліринг впали подекуди на 80 %. Деякі компанії, наприклад, LCH.Clearnet, навіть пропонували

безкоштовний кліринг для клієнтів, якщо кількість цінних паперів у їх угодах перевищувала 150 000 в день [3, с. 539].

Необхідно відмітити, що комісійні платежі виступають не єдиним джерелом отримання прибутку для центральних контрагентів. Інший шлях заробітку – інвестування активів, внесених як маржа та в страхові фонди. Сумарна доля виручки вертикально інтегрованих центральних контрагентів у доходах бірж подекуди доходила до понад 50 % [3, с. 636]. Це пояснює бажання бірж надавати повний цикл послуг із торгівельного та постторгівельного обслуговування.

Проте зараз зниження тарифів призводить до того, що прибутки центральних контрагентів суттєво знижуються. У них може виникнути бажання пом'якшити свої вимоги щодо внесення маржі та інших інструментів управління ризиками з метою приваблення клієнтів. Такі дії матимуть негативний вплив на ринок, адже у разі настання несприятливих подій ЦКА не завжди зможе виконати свої зобов'язання. Саме тому можна сказати, що конкуренція в цій сфері може мати несприятливі наслідки. Одним із варіантів вирішення цієї проблеми є встановлення регулятором певних мінімальних вимог щодо інструментів та процедур ризик-менеджменту. Проте дане питання є дискусійним, оцінити необхідні рівні показників надзвичайно складно.

Для того, щоб подолати негативні наслідки обмеження конкуренції в результаті інтеграційних процесів, необхідно вирішити два ключових завдання:

- забезпечити вільний та безперешкодний доступ до розрахунково-клірингової інфраструктури на рівних умовах для учасників ринку;
- забезпечити стимули для впровадження інновацій розрахунково-кліринговими організаціями.

Перше із цих завдань можна вирішити на рівні прийняття відповідних нормативно-правових актів та нагляду за чітким їх виконанням. Друге вимагає комплексного підходу. Для його виконання необхідна наявність управлінських механізмів, які б забезпечували врахування власниками і менеджментом розрахунково-клірингових організацій інтересів користувачів їх послуг. Найбільш простим шляхом забезпечення цього є участь клієнтів ЦКА в управлінні ними.

Як правило, центральні контрагенти є незалежними суб'єктами, які, в той же час, зазвичай тісно пов'язані з біржами, банками та іншими учасниками ринку. Вони не є монополізованими державою, хоча досить часто одним із співвласників є регулятор ринку. Це дозволяє здійснювати ефективний нагляд та тісний контроль за діями учасників торгів, адже всі їх операції відображаються в документах центральних контрагентів. Разом з тим, наявність регулятора у складі акціонерів може призвести до виникнення морального ризику. Якщо ЦКА знаходиться у

власності учасників ринку, вони приймають всі рішення та несуть відповідальність за них. У випадку регулятора-акціонера частина відповідальності (а в деяких випадках – і коштів для покриття затрат) перекладаються на державу. Наслідком може бути схильність учасників ринку приймати більш ризиковані рішення.

На відміну від американських OCC та DTCC, клієнти європейських центральних контрагентів серед акціонерів майже відсутні. Така ситуація характерна для вертикально інтегрованих організацій. Також європейські ЦКА є акціонерними компаніями, які працюють з метою отримання максимального прибутку.

Така ситуація може стати основою для конфлікту інтересів. Ілюстрацією цього є події на Фондовій біржі Осаки (OSE) у 2005 році [3, с. 367]. Після переведення в акціонерну форму одним із власників біржі став інвестиційний фонд, контрольований Й. Мураками. Пакет у 10 % акцій робив його найбільшим акціонером. Користуючись цим, Й. Мураками почав чинити тиск на Раду директорів з вимогою підвищення дивідендів. OSE була основним японським ринком деривативів зі значним обсягом коштів, акумульованих центральним контрагентом на випадок дефолту одного з учасників торгів. Політика інвестиційного фонду змушувала біржу вивести з ЦКА частину фінансових ресурсів. Це могло завдати серйозної школи надійності системи управління ризиками ринку деривативів. Подолання конфлікту потребувало втручання японського регулятора, який заборонив інвестиційному фонду подальше нарощування пакету його акцій.

Наведена вище історія підкреслює необхідність достатньої міри автономності центральних контрагентів. Особливо актуально це для вертикально інтегрованих ЦКА у складі акціонованих корпорацій. Кошти в системі управління ризиками мають бути адресними та не підлягати використанню на інші потреби.

Отже, оптимальною розрахунково-кліринговою системою можна вважати горизонтально інтегрованого центрального контрагента, в управлінні яким беруть участь його клієнти. Проте конкретна реалізація системи залежить від умов діяльності учасників ринку. Конкуренція між ЦКА, що обслуговують однакові ринки, є небажаною, тому що може призвести до зниження загального рівня надійності системи.

Список використаних джерел:

1. Аксенова Г. Обзор фондовых рынков и депозитарных систем стран—участниц АЦДЕ: Азербайджана, Армении, Беларуси, Грузии // Депозитариум. — 2007. — №12. — С. 22—27.

2. Закон України «Про депозитарну систему України» : за станом на 01 березня 2014 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. — Офіц. сайт. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.
3. Норман П. Управляя рисками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках / Питер Норман; перевод с англ. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013 — 704 с.
4. Расчетно-клиринговые системы по ценным бумагам в Польше и в Европейском союзе [Електронний ресурс] / [Б. Врубель, А. Зелиньска, Э. Будревич и др.] : под ред. Б. Врубель, К. Наконечны. — Национальный банк Польши. — Офиц. сайт. — Режим доступа: http://www.nbp.pl/en/system_platniczy/securities_settlement_systems_rus.pdf.
5. European Market Infrastructure Regulation (EMIR) [Електронний ресурс] / European Securities and Market Authority. — 2012. — Official cite. — Режим доступу: <http://www.esma.europa.eu/page/European-Market-Infrastructure-Regulation-EMIR>.