



Павел Соловьев

Управление товарного рынка ММВБ

СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ ФЬЮЧЕРСНЫХ БИРЖ*

СИСТЕМА КРОСС- МАРЖИРОВАНИЯ

Некоторые срочные биржи и клиринговые палаты с целью оптимизации внесения гарантийного обеспечения их членами, принимающими участие в торгах на нескольких биржах, реализуют программы кросс-маржирования. Лидером по количеству подобных заключенных соглашений является Чикагская товарная биржа (CME).

Необходимость развития эффективных клиринговых процедур и методик реальной оценки межрыночных рисков, вызванная процессами глобализации и усилением взаимосвязи рынков производных финансовых инструментов, стала причиной разработки CME совместно с Опционной клиринговой корпорацией (ОСС) и Нью-Йоркской клиринговой корпорацией (NYCC) системы кросс-маржирования. Данная система за счет одновременного использования систем контроля рисков соответствующих клиринговых организаций позволяет установить единые маржевые требования по объединенным в одном портфеле позициям по фьючерсам и опционам на фондовые индексы на различных рын-

ках, принадлежащим сотрудничающим или аффилированным клиринговым членам. CME, ОСС и NYBOT используют Совместную программу кросс-маржирования (*Joint Cross-Margining Program*), в соответствии с условиями которой гарантийное обеспечение, внесенное на счета с кросс-маржированием, находится в совместном ведении клиринговых организаций. Система кросс-маржирования существенно повышает эффективность и финансовую целостность клиринговой системы благодаря обработке всех позиций на едином счете, что позволяет использовать доход по фьючерсным или опционным позициям для финансирования требований по убыточным позициям без дополнительных транзакций.

В случае выхода клирингового члена из системы кросс-маржирования, позиции на счетах с кросс-маржированием ликвидируются, а депозитная маржа по ним конвертируется в денежные средства и направляется на покрытие расходов каждой клиринговой организации на ликвидацию данных счетов. CME, ОСС и NYCC имеют равные права на использование пропорциональной доли средств клирингового члена в це-

лях покрытия его обязательств. Если какая-либо клиринговая организация не использует свою долю, этот остаток становится доступным для остальных клиринговых организаций.

CME также внедрила отдельную аналогичную программу с Клиринговой корпорацией торговой палаты (BOTCC) по кросс-маржированию некоторых производных инструментов на процентные ставки. Кроме того, CME заключила соглашение о кросс-маржировании процентных ПФИ с Лондонской клиринговой палатой (LCE). Однако условия последней программы — Гарантированной программы кросс-маржирования (*Guaranteed Cross-Margining Program*) — отличаются от описанных выше: депозитная маржа по открытым позициям находится в ведении каждой клиринговой палаты в отдельности. В случае выхода участника из системы кросс-маржирования CME/LCH его позиции с кросс-маржированием ликвидируются, а средства, внесенные в качестве депозитной маржи, конвертируются в наличные денежные средства в каждой клиринговой палате в отдельности. Если в результате ликвидации позиций с кросс-маржированием и компенсации

* Продолжение. Начало см.: Биржевое обозрение. 2004. №10 (12).



затрат на ликвидацию за счет средств депозитной маржи образуется убыток одной из клиринговых организаций, вторая клиринговая организация осуществляет кросс-маржевый гарантийный платеж в пользу первой с целью разделения убытков.

В апреле 2002 г. CME внедрила программу кросс-маржирования по процентным производным финансовым инструментам, по условиям аналогичную программе CME/LCH, с Клиринговой корпорацией по государственным ценным бумагам (*Government Securities Clearing Corporation*). В июне 2002 г. CME и NYMEX реализовали программу кросс-маржирования производных инструментов на электроэнергию и энергоносители NYMEX и товарные индексы CME.

Также OCC активно реализует совместные программы кросс-маржирования межрыночных хеджевых позиций по фьючерсам, фьючерсам и опционам на фьючерсы вместе с CME, BOTCC, Клиринговой корпорацией торговой палаты Канзас-Сити (*Kansas City Board of Trade Clearing Corporation*) и NYCC. Программа кросс-маржирования функционирует на биржах группы OM AB: *OM Stockholm Exchange* и *OM London Exchange*.

ПОРЯДОК ДЕЙСТВИЙ В СЛУЧАЕ ДЕФолТА КЛИРИНГОВОГО ЧЛЕНА

В ситуации дефолта клирингового члена рассматриваются два принципиальных случая: дефолт по собственному счету клирингового члена и дефолт по клиентскому счету.

Если клиринговый член не может выполнить собственные финансовые обязательства перед клиринговой палатой и дефолт возник по счету самого клирингового члена, клиринговая палата может незамедлительно:

- попытаться передать все позиции клиентов и их средства другому клиринговому члену;
- взять под контроль или принудительно закрыть собственные позиции клирингового члена;
- использовать страховой депозит и средства депозитной маржи клирингового члена для удовлетворения не исполненных им обязательств;
- привлечь все другие активы клирингового члена, доступные бирже (например, акции биржи);
- потребовать исполнения «родительских» гарантий.

Активы клиентов клирингового члена (позиции по производным финансовым

инструментам или средства), находящиеся на счете в клиринговой палате или под её контролем, не могут быть использованы или снижены в случае дефолта клирингового члена по операциям на собственном счете.

Если клиринговый член не может выполнить собственные финансовые обязательства перед клиринговой палатой, но дефолт возник по клиентскому счету, клиринговая палата может незамедлительно:

- попытаться передать все не вовлеченные в дефолт позиции клиентов и их средства другому клиринговому члену;
- взять под контроль или принудительно закрыть позиции несостоятельного клиента и собственные позиции клирингового члена;
- использовать страховой депозит и средства депозитной маржи клирингового члена для удовлетворения не исполненных обязательств;
- привлечь все другие активы клирингового члена, доступные бирже (например, участие в капитале биржи).

ГАРАНТИЙНЫЙ ФОНД И ИНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СИСТЕМЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ГАРАНТИЙ

Размер депозитной маржи обычно рассчитывается клиринговыми палатами с целью покрытия потенциальных убытков по позициям или портфелям производных финансовых инструментов (ПФИ) с вероятностью 95–99%. Для обеспечения защиты от оставшихся непокрытыми рисков клиринговые палаты создают специальные гарантийные, или клиринговые, фонды. В связи с этим необходимым условием получения (и сохранения) статуса клирингового члена является внесение и поддержание на определенном уровне взноса в гарантийный фонд. Сумма взноса клирингового члена в гарантийный фонд определяется:

- на основании среднедневного объема депозитной маржи на счете (счетах) данного клирингового члена за определенный предшествующий период времени;
- на основании среднедневных объема торгов и объема открытых позиций за определенный предшествующий период (или периоды) времени и их доли в общем объеме торгов и объеме открытых позиций всех клиринговых членов;
- в процентном соотношении от величины собственного капитала, оборотного капитала, чистых активов или иных аналогичных либо производных от них показателей;

- в зависимости от иных показателей объема и концентрации рисков, а также факторов, отражающих волатильность финансовых и товарных рынков и изменения экономики в целом, но не менее установленной клиринговой палатой абсолютного минимума.

В зарубежной практике большинство клиринговых палат формируют гарантийные фонды. При этом в зависимости от размера взноса клирингового члена в гарантийный фонд клиринговая палата может устанавливать лимиты на чистый или общий объем открытых позиций.

Также многие клиринговые палаты в целях обеспечения финансовых гарантий используют резервные фонды, создаваемые за счет ежегодных отчислений из собственных средств; программы страхования; «родительские» гарантии срочных бирж, реже расчетных банков и право дополнительной общей (взаимной) ответственности клиринговых членов. Для обеспечения непрерывного процесса проведения торгов и расчетов, поддержания ликвидности самих клиринговых палат в период урегулирования расчетов в случае дефолтов клиринговых членов клиринговые палаты открывают в коммерческих банках специальные кредитные линии.

ЛИМИТЫ

Для ограничения рыночных рисков участников торгов большинством срочных бирж и клиринговых палат устанавливаются лимиты на дневное изменение цен, представляющие собой важный элемент системы управления рисками. Однако данные лимиты в зарубежной практике, как правило, призваны ограничивать только экстремальные изменения цен производных финансовых инструментов, а не устанавливать ценовой коридор, в пределах которого осуществляется торговля.

Кроме того, правилами торговли могут устанавливаться лимиты на долю рынка и на количество открытых позиций по поставочным и расчетным инструментам, направленные как на ограничение кредитного риска, особенно в предпоставочный период, так и на ограничение манипуляций на рынке ПФИ. ■

(Продолжение следует.)