



Игорь Марич
Вице-президент ЗАО ММВБ

РЕПО С ЦЕНТРАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТОМ

Часть II

Центральный контрагент на российском рынке РЕПО

Несмотря на то, что сделки РЕПО заключались в России и в 90-е годы, настоящий старт российского рынка РЕПО произошел в середине 2000-х, после принятия Банком России в 2003 г. нормативного акта о заключении и исполнении сделок РЕПО с госбумагами, а также внесения изменений в Налоговый кодекс¹.

В условиях традиционно высокого уровня рисков на финансовом рынке России, отсутствия взаимного доверия участников, а также уникального доминирования биржевого РЕПО, проводимого с использованием высокотехнологичной платформы ММВБ, и недостаточном закреплении РЕПО в законодательстве и в стандартах бизнеса², почти сразу стала обсуждаться целесообразность появления ЦК по сделкам РЕПО. Однако в тот момент ни рынок, ни инфраструктура не были к этому готовы.

Участники рынка РЕПО не проявляли существенной заинтересованности в ЦК, т. к. стабильная ситуация на рынке, поддерживаемая высокой ликвидностью, сделала их нечувствительными к риску на контрагента и качеству обеспечения.

Все изменилось осенью 2008 г., когда на фоне мирового кризиса российский рынок РЕПО, бывший локомотивом роста всего финансового рынка, стал катализатором проблем на нем,

только благодаря своевременным и решительным мерам Банка России не превратившимся в системный кризис.

В этот период, ознаменовавшийся множеством дефолтов на рынке РЕПО, обнажились все его проблемы:

- слабая оценка рисков и степень использования даже доступных механизмов его снижения;
- незащищенность добросовестных участников от выборочного исполнения обязательств по сделкам РЕПО с недобросовестными контрагентами (*cherry picking*);
- отсутствие надежной возможности зачесть обязательства и требования по разным сделкам с дефолтером (ликвидационный неттинг, *close-out netting*);
- риски реквалификации сделки РЕПО и связанные с этим налоговые проблемы.

В конце 2008 г. необходимость ЦК на рынке РЕПО стала очевидной, и в Группе ММВБ приступили к реализации проекта по его созданию.

Одновременно с этим, активизировались усилия регуляторов финансового рынка по решению правовых и налоговых проблем рынка РЕПО:

- разработаны и планируются к принятию до конца 2009 г. изменения в законодательство о рынке ценных бумаг, впервые вводящее понятие сделки РЕПО и открывающее новые возможности для рынка РЕПО (на-

пример, замена бумаг в обеспечении по сделке РЕПО);

- началось продвижение по давно согласовывавшимся законопроектам, в первую очередь, о несостоятельности банков и предприятий (легитимизация ликвидационного неттинга) и о клиринге (создание основы для деятельности ЦК, защищенность обеспечения, ясность с гарантийными фондами);
- вносятся новые поправки в Налоговый Кодекс, снимающие ряд нерешенных до сих пор вопросов по сделкам РЕПО.

Сделки РЕПО с ЦК начнут заключаться на Фондовой бирже ММВБ (ФБ ММВБ) уже в начале 2010 г. Они появятся одновременно со спот-сделками с ЦК, при этом все существующие режимы торгов на ФБ ММВБ сохранятся.

Функции ЦК будет выполнять ЗАО ММВБ, являющееся клиринговой организацией по всем сделкам на ФБ ММВБ.

Появление ЦК по сделкам на ФБ ММВБ позволит запустить анонимное РЕПО, которое дополнит существующее двустороннее (адресное) РЕПО.

В целях постепенной адаптации к новым технологиям на первом этапе анонимное РЕПО будет только сроком 1 день, но зато с разными вариантами дат исполнения первой и второй частей:

- РЕПО *Yb*: первая часть исполняется в дату заключения сделки РЕПО (*T*), а вторая часть — *T+1*;

¹ В документе Банка России впервые была описана экономическая природа РЕПО как кредитования под обеспечение бумаг при сохранении юридической конструкции купли-продажи и введены такие общепринятые для западного рынка РЕПО термины, как обеспечение, ставка РЕПО, срок РЕПО, дисконты и т. п. Налоговый кодекс установил особый порядок налогообложения прибыли по сделкам РЕПО, при котором налогом облагался реальный результат сделки в виде разницы между второй и первой частью, и этот доход трактовался аналогично процентам по займу.

² В первую очередь, имеется в виду отсутствие стандартного соглашения по РЕПО, аналогичного *GMRA*, которое появилось в России только в последние пару лет в виде Соглашения НФА.



- РЕПО Y1: первая часть исполняется в дату $T+1$, а вторая часть — $T+2$;
- РЕПО Y2: первая часть исполняется в дату $T+2$, а вторая часть — $T+3$.

Данная структура сроков анонимного РЕПО связана с характеристиками вводимого одновременно с ним спот-рынка с ЦК, где анонимные торги будут проходить с расчетами в $T+3^3$.

В связи с этим анонимное РЕПО, помимо выполнения обычных присущих ему функций (предоставление возможностей участникам эффективно размещать и привлекать деньги и бумаги под обеспечение), может использоваться для управления участниками рынка их портфелями позиций на спот-рынке⁴.

Соотношение дат заключения сделок и дат расчетов по сделкам анонимного РЕПО и спот-сделкам с ЦК приведено в табл. 1⁵.

Исходя из структуры по срокам существующего двустороннего рынка РЕПО, в целях управления денежной и бумажной ликвидностью наиболее востребовано будет анонимное РЕПО Yb, т. к. сейчас при всем многообразии сроков РЕПО и кодов расчетов подавляющее большинство сделок заключается на срок 1 день с исполнением первой части «сегодня», что для РЕПО с госбумагами, что для РЕПО на ФБ ММВБ с акциями и облигациями.

По всем сделкам с ЦК (РЕПО и спот) будет осуществляться отдельный (от существующих сделок без ЦК) централизованный клиринг и вестаться частичное предварительное обеспечение (ЧПО). Расчеты по сделкам (РЕПО и спот), включенным в централизованный клиринг, будут осуществляться утром (в 10:00) дня, соответствующего коду расчетов⁶. Исключение сделано только для первых частей анонимного РЕПО Yb, которые будут рассчитываться вечером дня T вместе со сделками без

Таб. 1 Соотношение дат заключения сделок и дат расчетов по сделкам анонимного РЕПО и спот-сделкам с ЦК

Дата расчетов	Дата заключения сделки		
	T	T+1	T+2
T	РЕПО Yb (1 часть)		
T+1	РЕПО Yb (2 часть), РЕПО Y1 (1 часть), C1		
T+2	РЕПО Y1 (2 часть), РЕПО Y2 (1 часть), C2	РЕПО Yb (2 часть), РЕПО Y1 (1 часть), C1	
T+3	РЕПО Y2 (2 часть), C3	РЕПО Y1 (2 часть), РЕПО Y2 (1 часть), C2	РЕПО Yb (2 часть), РЕПО Y1 (1 часть), C1

ЦК (нецентрализованный клиринг) и по которым будет требоваться 100%-ное предварительное обеспечение, аналогично существующим анонимным сделкам $T0$.

ЦК по сделкам на ФБ ММВБ будет появляться уже на стадии заключения сделок (а не «разбивая» уже заключенную сделку между участниками на две сделки с ЦК), сразу становясь контрагентом для участников, подавших допустимые встречные заявки.

Анонимное РЕПО (как и спот-сделки с ЦК) можно будет заключать не со всеми торгуемыми на ФБ ММВБ выпусками бумаг. На первом этапе в Специальный клиринговый лист, определяемый для сделок с ЦК, войдут акции из Индекса ММВБ-30, а также несколько выпусков субфедеральных и корпоративных облигаций высокого кредитного качества. Такой упор на акции, нехарактерный в целом для ЦК, объясняется спецификой российского фондового рынка: рынок гособлигаций, которые являются первоочередным инструментом для ЦК, принципиально отличается по ликвидности и интересу к нему участников от зарубежных собратьев, а кроме того структурно обособлен от всего остального фондового рынка. По корпоративным облигациям требуется очень тщательная оценка рисков (как кредитных, так и ликвидности), а также учет возможных проблем с корпора-

тивными действиями. Акции из Индекса ММВБ-30 являются наиболее ликвидными бумагами российского фондового рынка, что и предопределило выбор в их пользу для стадии запуска торгов с ЦК⁷.

Сделки анонимного РЕПО будут пока что заключаться только с конкретным выпуском ценных бумаг⁸ и без возможности замены выпуска бумаг в обеспечении.

Расчетные цены бумаг по сделкам анонимного РЕПО, как правило, приравниваются к последним рыночным ценам. Поскольку по всем сделкам с ЦК взимается ЧПО дополнительно дисконтировать стоимость бумаг по сделкам РЕПО нет необходимости.

Система управления рисками (СУР) ММВБ, разработанная для сделок ЦК, содержит все элементы, используемые ведущими зарубежными ЦК, и позволяет минимизировать риски участников рынка, создавая возможности для увеличения их торговой активности.

СУР ММВБ на фондовом рынке включает в себя:

- систему лимитов;
- обеспечение;
- гарантийные фонды и капитал ЦК.

СИСТЕМА ЛИМИТОВ

Развитие российского фондового рынка все эти годы базировалось на предложенном ММВБ механизме торгов с расчетами $T+0$ и с полным предвари-

³ Спот-сделки с ЦК будут и с расчетами $T+1$ и $T+2$, но они будут не анонимные (со «стаканом» заявок), а условно адресные, т. е. переговорные, т. к. они будут использоваться участниками также для управления портфелями и не должны размывать ликвидность основного рынка $T+3$.

⁴ Поскольку, как будет указано далее, все сделки с ЦК будут неттироваться с точки зрения расчетов и требуемой маржи, то участник рынка, желающий «перенести» исполнение обязательств по, например, поставке ценных бумаг по спот-сделке, рассчитываемой «завтра» ($T+1$), сможет заключить сделку анонимного РЕПО, по первой части которой будет выступать покупателем этих бумаг, с кодами расчетов по первой и второй частям, соответственно, $T+1$ и $T+2$. В результате, вместо поставки бумаг на $T+1$, участник без существенных дополнительных издержек переходит к поставке бумаг в $T+2$.

⁵ Yn — код расчетов, используемый при заключении сделки РЕПО с ЦС, означающий, что исполнение обязательства по 1 части должно быть осуществлено до 10:00 дня $T+n$, где $n=1, 2$ рабочих дня. Yb — код расчетов, используемый при заключении сделки РЕПО с ЦС, означающий, что исполнение обязательства по 1 части должно быть осуществлено в момент заключения сделки дня $T (T+0)$. C1, C2, C3 — коды расчетов, используемые при заключении сделки с ЦС, означающий, что исполнение обязательства должно быть осуществлено до 10:00 дня $T+n$, где $n=1-3$ рабочих дня соответственно.

⁶ Например, при заключении анонимной сделки РЕПО Y1 расчеты по первой части пройдут в 10:00 дня $T+1$ (вместе со спот-сделками C1 и/или ранее заключенными сделками C2 и C3), а по второй части — в 10:00 дня $T+2$ (вместе с соответствующими спот-сделками).

⁷ ЦК гораздо важнее иметь возможность быстро и без потерь продать ликвидную бумагу в случае необходимости урегулировать дефолт участника, чем остаться с надежной бумагой в портфеле, т. к. ЦК не заинтересован в принятии дополнительных рыночных рисков.

⁸ Т. е. не предоставляется сервис, аналогичный *GC-repo* у *EUREX*, при котором заранее определена некоторая «корзина обеспечения», участник подает заявку РЕПО без указания выпуска бумаг, а ЦК сам по определенному заранее известному алгоритму забирает со счета продавца необходимое количество бумаг соответствующего выпуска из такой «корзины».



тельным резервированием денег или бумаг, соответственно, необходимых для исполнения обязательств по сделкам. Очевидным преимуществом подобной технологии, позволившей фондовому рынку в России достичь сегодняшних показателей, является отсутствие рисков. Действительно, неисполнение участником обязательств по сделке при таком подходе невозможно, т.к. исполнение происходит фактически в момент заключения сделки. В результате к участию в торгах оказалось возможным привлечь большое количество участников рынка с абсолютно разным (в т.ч. весьма невысоким) уровнем надежности⁹, а сами участники смогли предоставить доступ к торгам широким слоям инвесторов, не особо заботясь о контроле рисков¹⁰. Все это позволило создать ликвидный рынок, но не дало возможности возникнуть классу «клиринговых брокеров», являющихся партнерами ЦК при управлении рисками.

Поскольку по сделкам с ЦК отсутствует полное обеспечение, то ЦК сталкивается с принципиально иным объемом рисков по сравнению с описанным выше рынком $T+0$. ЦК не может принимать эти риски на всех существующих участников фондового рынка в равной степени. Вместе с тем, сразу устанавливая высокие требования к капиталу участников, допускаемых к сделкам с ЦК, по аналогии с требованиями к клиринговым членам на зарубежных рынках, невозможно, т.к. основные участники фондового рынка не обладают достаточным капиталом из-за отсутствия потребности в нем в условиях $T+0$, а наиболее капитализированные банки не готовы к выполнению функций клиринговых брокеров.

Для решения задачи дифференцированного подхода к принятию рисков на участников фондового рынка по сделкам с ЦК на ММВБ применяется система лимитов, устанавливаемых на участников операций с ЦК.

Участник заключает сделки с ЦК в пределах **лимита нетто-обязательств** по сделкам с ЦК, устанавливается и контролируется ММВБ в стоимостном выражении в отношении совокупной величины всех нетто-обязательств одного

участника и его клиентов по всем сделкам с ЦК.

Лимит контролируется при подаче заявки, и при достижении совокупного размера нетто-обязательств участника по сделкам с ЦК лимита, дальнейшее заключение сделок этим участником возможно только на условиях полного обеспечения.

Необходимым условием для установления участнику ненулевого значения лимита нетто-обязательств является наличие рейтинга международного или национального рейтингового агентства (внешнего рейтинга) не ниже установленного (неспекулятивного) уровня.

Для установления лимита нетто-обязательств ММВБ рассчитывает по каждому участнику, удовлетворяющему требованию по наличию внешнего рейтинга, внутренний рейтинг ММВБ, присваиваемый на основании предоставленной участником клиринга финансовой отчетности и иной требуемой информации. Чем выше внутренний рейтинг, тем больше лимит нетто-обязательств участника. Основопологающим (хотя отнюдь не единственным) требованием к участнику для получения высокого внутреннего рейтинга является наличие достаточного капитала.

Внутренние рейтинги участников регулярно пересматриваются по итогам анализа предоставляемой участником финансовой отчетности.

Лимиты нетто-обязательств участников, зависящих от их кредитного качества (в первую очередь, обеспеченности капиталом), создают условия для появления клиринговых брокеров, т.к. участники рынка, не имеющие большого лимита нетто-обязательств, но желающие сохранить или даже увеличить объемы своих операций на рынке, смогут сделать это «одолжив» часть лимита нетто-обязательств участника, не используя его в полной мере.

Кроме лимита нетто-обязательств участников по сделкам с ЦК ММВБ может устанавливать лимит на бумагу, контролируемый ММВБ в натуральном выражении в отношении совокупной величины всех нетто-обязательств всех участников и их клиентов по всем сделкам с ЦК

с соответствующей бумагой и одной датой расчетов. При достижении или превышении лимита на бумагу по любой дате расчетов ММВБ может установить со следующего дня существенно повышенные требования по ЧПО по сделкам с такой бумагой для тех или иных кодов расчетов. Лимит на бумагу призван препятствовать возникновению сжатий и иных рыночных искажений, повышающих риски ЦК.

ОБЕСПЕЧЕНИЕ

По всем сделкам с ЦК с участников взимается ЧПО в объеме, достаточном (с приемлемой вероятностью) для покрытия издержек ЦК при дефолте участника по сделкам с ЦК и надлежащем исполнении ЦК обязательств перед добросовестными участниками. ЧПО рассчитывается аналогично требованиям по обеспечению, определяемым ведущими зарубежными ЦК. При этом ММВБ сохраняет существующий в настоящее время на всех рынках ММВБ принцип контроля обеспечения на момент подачи заявки (*pre-order validation*), что существенно снижает риски ЦК (и, соответственно, рынка в целом) по сравнению с контролем достаточности обеспечения участника после заключения им сделки или независимо от заявок/сделок юридически в течение дня, применяемыми другими ЦК¹¹.

Взимание ЧПО по сделкам с ЦК вместо существующего в настоящее время полного предварительного резервирования активов существенно снижает издержки участников при проведении ими операций на рынке и позволяет увеличить объемы этих операций.

Вместе с тем, ММВБ предоставляет участникам дополнительные возможности минимизации обеспечения:

- внесение ЧПО не только деньгами, но и ценными бумагами, допущенными к сделкам с ЦК¹²;
- применение портфельного подхода к расчету ЧПО, заключающегося в:
 - расчете ЧПО в совокупности по всем сделкам участника с ЦК (собственным и/или клиентским), заключенным в счет одной денежной позиции (денежного счета);

⁹ С другой стороны, система и не требовала от участников обеспечивать и демонстрировать высокую надежность, как-то: достаточный уровень капитала и т.п.

¹⁰ С развитием маржинальной торговли ситуация изменилась и брокеры стали больше внимания уделять управлению рисками.

¹¹ Нельзя забывать, что риски на российском фондовом рынке из-за его волатильности и структуры участников существенно выше рисков большинства рынков, на которых оперируют ЦК. Это диктует более высокие требования к контролю рисков для российского ЦК.

¹² Перечень принимаемых ММВБ в ЧПО ценных бумаг совпадает со списком бумаг, допущенных к сделкам с ЦК (Специальный клиринговый лист), что также необычно для зарубежных ЦК, предпочитающих в качестве обеспечения государственные или аналогичные им по надежности облигации. Но при выборе бумаг, принимаемых в качестве обеспечения, мы исходили из тех же соображений, что и при их допуске к сделкам с ЦК. В дальнейшем, очевидно, обеспечение будет состоять больше из облигаций, чем из акций (хотя бы из-за дисконтов), особенно после либерализации рынка госбумаг.



- расчете ЧПО по всей совокупности сделок участника с ЦК (РЕПО и спот-сделки) с разными датами исполнения с использованием календарных и межтоварных спредов¹³;
- ежедневная переоценка (вечером после завершения торгов $T+0$) требований и обязательств участника по сделкам с ЦК и его ЧПО с учетом изменения риск-параметров (волатильности, корреляций цен и т. д.).

Бумаги принимаются ЦК в обеспечение по оценочной стоимости, отличающейся от их рыночной цены на величину дисконта, определяемого аналогично размеру ЧПО.

При учете сделок РЕПО с ЦК в портфеле участника РЕПО рассматривается как две сделки купли-продажи, каждая из которых включается в портфель сделок с соответствующей датой исполнения.

Портфельный подход, применяемый ММВБ для расчета ЧПО по сделкам с ЦК, использует технологии *SPAN*, приобретенные ММВБ у *СМЕ* и успешно внедренные на срочном рынке ММВБ в апреле 2009 г.

Кроме общепризнанных подходов к оценке рисков и знакомых отечественным и зарубежным участникам форматов *SPAN*, использование этой технологии создает для ММВБ основу для дальнейшего перехода на единое обеспечение по сделкам участников на всех рынках ММВБ (спот-рынки валюты и ценных бумаг, деривативы, РЕПО).

Если по итогам переоценки требований и обязательств участника по сделкам с ЦК и его ЧПО у участника возникает обязательство довести ЧПО, то он обязан его исполнить не позднее 15:00 следующего дня (так же либо деньгами, либо бумагами).

Наличие переоценки позволяет рассчитывать ЧПО, исходя из двухдневной волатильности (день, по итогам которого осуществляется переоценка и день ее внесения)¹⁴, а также установить одинаковое ЧПО для сделок с разными сроками до исполнения ($T+1$, $T+2$, $T+3$)¹⁵.

ЧПО денежными средствами удерживается с той позиции, в счет которой заключается сделка с ЦК (т.е. участнику нет необходимости расщеплять ликвидность, каким-то специальным образом обособляя деньги, предназначенные

для ЧПО). ЧПО бумагами берется со специальных позиций депо, на которые бумаги переводятся участником одним из двух способов:

- посредством депозитарного перевода в НДЦ с торгового или основного раздела счета депо на соответствующий раздел по ЧПО, заблаговременно открываемый участником в НДЦ;
- путем специального перевода по позициям в системе клиринга ММВБ (специальная транзакция), доступная с торгового терминала участника (в клиринг переведенные таким образом бумаги переводятся в НДЦ на раздел счета депо по ЧПО).

Обособленные на отдельном разделе счета депо или позиции по ЧПО бумаги не могут быть выведены участником или, соответственно, проданы в $T+0$ без разрешения ММВБ. Вместе с тем, если они не являются необходимым обеспечением по уже заключенным сделкам с ЦК или поданным заявкам, то они могут быть легко и оперативно переведены на торги теми же способами, что были обособлены. Дополнительно облегчает процесс управления ЧПО в бумагах тот факт, что ММВБ не блокирует под сделки или заявки конкретные бумаги, а смотрит на общую оценочную стоимость всех бумаг, обособленных участниками под ЧПО.

Обязательства и требования по ЧПО в деньгах и в бумагах рассчитываются вечером после завершения торгов вместе с нетто-обязательствами/нетто-требованиями по $T+0$. Деньги, являющиеся обеспечением по заключенным участником сделкам с ЦК, хранятся на счете ММВБ, обособленные под ЧПО бумаги — на соответствующих разделах участников в НДЦ.

Почему участнику не требуется обособлять деньги в ЧПО, но нужно куда-то переводить бумаги? Все дело в том, что сделки с ЦК «вливаются» в рынок $T+0$, что делает обособление единственным надежным способом минимизации технологических рисков. В то же время предоставляемые ММВБ сервисы для управления ЧПО позволяют участникам не испытывать больших неудобств.

Еще одним преимуществом предлагаемой ММВБ технологии взимания ЧПО является приоритет при проверке заявок

переданных в ЧПО бумаг перед деньгами (т.е. сначала ММВБ пытается забрать ЧПО бумагами и только при их нехватке берет деньги). Высвобождение ЧПО происходит в обратном порядке.

Как работает расчет требований к ЧПО по сделкам с ЦК на ММВБ поможет пояснить следующий пример.

Допустим, участник подает заявку на продажу акций ОАО «Газпром» с расчетами $T+3$ на сумму 1 млн руб. при ставке ЧПО по этим акциям 25%. При подаче такой заявки ММВБ проверяет, что у участника есть обособленные под ЧПО бумаги, оценочной стоимостью не меньше 250 тыс. руб., либо деньги в этом размере (если бумаг в ЧПО нет). Если теперь через 2 дня участник заключает сделку анонимного РЕПО $Y1$, по первой части которой покупает то же количество тех же акций при сумме РЕПО 1 млн руб. (и сумме обратного выкупа 1,2 млн руб.), то требуемое ЧПО рассчитывается исходя только из суммы по второй части РЕПО, т.к. первая часть РЕПО зачтется с продажей акций. Т.е. новое ЧПО составит 250,050 руб., что почти не потребует от участника доведения обеспечения.

Таким образом, по сделкам с ЦК ММВБ предлагает участникам высокотехнологичную, удобную и недорогую систему расчет требований к ЧПО, что является серьезным стимулом для успешного развития как анонимного РЕПО, так и в целом сегмента сделок с ЦК на ФБ ММВБ.

ГАРАНТИЙНЫЕ ФОНДЫ И КАПИТАЛ ЦК

На этапе запуска и становления нового рынка риски на нем невелики из-за отсутствия больших позиций участников, которые нарастают постепенно. С другой стороны, отсутствие больших объемов торгов ограничивает возможность участников зарабатывать и делает их очень осторожными к издержкам на новом рынке.

В связи с этим, ММВБ решила не требовать от участников сразу взносов в коллективный гарантийный фонд, а обойтись собственными средствами, включающими в себя фонд, создаваемый из отчислений от клирингового сбора, и капитал ЦК¹⁶. При этом в соответствии с существующей практикой ММВБ уста-

¹³ Межтоварные спреды появятся не с января 2010 г., а несколько позже.

¹⁴ По наиболее активным акциям ЧПО можно оценить в 25–30%.

¹⁵ В отдельных случаях при достижении или превышении лимита на бумагу ставки ЧПО будут выше по соответствующим кодам расчетов, по которым допущено нарушение лимита на бумагу.



новила лимит ответственности по сделкам, в которых выступает в качестве ЦК, в размере 8 млрд руб. на один год с возможностью разового расходования (по обязательствам одного дня) не более 25% этой суммы.

Таким образом, высокая капитализация Группы ММВБ позволяет обеспечить достаточность фондов для СУР ЦК на фондовом рынке без увеличения издержек участников.

Дефолт-менеджмент

По сделкам с ЦК различаются технический дефолт и дефолт, каждый из которых может быть допущен по ЧПО или по расчетам. Дефолт также может наступить по внешним причинам.

Дефолт по обеспечению — отсутствие в период времени с 10:00¹⁷ до 15:00 дня $T+1$, следующего за переоценкой и, соответственно, пересчетом требований к размеру ЧПО (день T), на соответствующей денежной позиции участника денежных средств и/или на соответствующей позиции депо под ЧПО ценных бумаг на общую сумму необходимого ЧПО признается техническим дефолтом. Отсутствие необходимых средств на 15:00 — рассматривается как дефолт.

Дефолт по расчетам — различается при расчетах по деньгам и по бумагам:

- дефолт по расчетам по деньгам — полностью аналогичен техническому дефолту и дефолту по обеспечению (вместо дня, следующего за переоценкой, соответственно, фигурирует день расчетов);
- дефолт по расчетам по бумагам — отсутствие в период времени с 10:00 дня расчетов (T) до 10:00 следующего дня ($T+1$) на соответствующей позиции депо участника соответствующих ценных бумаг в необходимом количестве признается техническим дефолтом. Отсутствие таких бумаг на 10:00 дня $T+1$ — рассматривается как дефолт;
- дефолт по внешним причинам — признается ЦК при появлении очевидных свидетельств того, что участник не рассчитывается по заключенным им сделкам с ЦК (лишение лицензии, банкротство, арест активов на счетах и др.)

Необходимо иметь в виду, что участник может не допустить дефолт по обе-

№	Наименование	Штраф (НДС не облагается)
1.	Штраф за ненадлежащее исполнение (технический дефолт) по ценным бумагам или денежным средствам	Размере 0,03 % от размера отложенного обязательства участника по денежным средствам и/или от денежного эквивалента отложенного обязательства участника по ценным бумагам, рассчитанного исходя из последней цены закрытия по соответствующим ценным бумагам на момент урегулирования дефолта.
2.	Штраф за неисполнение (дефолт) по денежным средствам или ценным бумагам	В размере 1 % от размера прекращенных обязательств участника по денежным средствам и/или от денежного эквивалента прекращенных обязательств участника по ценным бумагам, рассчитанного исходя из последней цены закрытия по соответствующим ценным бумагам на момент определения размера неустойки

спечению множеством способов: перевод на счета в НДЦ и РП ММВБ, соответственно, дополнительных денег и ценных бумаг, в т. ч. с других рынков, совершение операций РЕПО или сделок купли-продажи в $T+0$. Для минимизации рисков дефолта по расчетам ММВБ обеспечивает использование ЧПО в расчетах (с учетом того, что остающегося ЧПО должно хватать на оставшиеся сделки в портфеле участника).

Как отмечалось ранее, ЦК заинтересован избегать дефолтов на обслуживаемых им рынках. Поэтому ММВБ может продлевать время технических дефолтов, если участники, испытывающие трудности, представляют доказательства их способности урегулировать ситуацию в согласованный срок.

Технический дефолт урегулируется уплатой участником ЦК штрафа. В случае дефолта снимаются все активные заявки участника-дефолтера, поданные в счет дефолтных денежных позиций, а все сделки, заключенные в счет таких денежных позиций прекращаются. ЧПО дефолтера забирается ЦК в качестве штрафа и источника ресурсов для урегулирования дефолта¹⁸.

Вводимые в январе 2010 г. ММВБ новые виды сделок с ЦК, включая анонимное РЕПО, являются только первым шагом на пути развития предоставляемых ЦК сервисов. Очевидно, что для того, чтобы обеспечить российских участников фондового рынка теми возможностями, которые есть у их зарубежных коллег, еще очень многое должно быть сделано.

Вот почему уже сегодня ММВБ готовит следующие шаги по развитию института ЦК на рынках ММВБ, к которым относятся:

- удлинение сроков анонимного РЕПО и расширение перечня допущенных к операциям с ЦК ценных бумаг, в первую очередь, за счет облигаций;
- обеспечение заключения сделок РЕПО с ЦК с «корзиной обеспечения» и с заменой выпусков бумаг, являющихся обеспечением;
- перевод функций ЦК с ММВБ на НКЦ и завершение создания на базе НКЦ высококапитализированного ЦК по всем рынкам ММВБ;
- развитие сервисов, предоставляемых ЦК участникам (в т. ч. кредитование ЦК участников для завершения расчетов);
- внедрение механизмов кредитования ценными бумагами как ЦК, так и участников рынка;
- развитие СУР ЦК, включая совершенствование технологий работы гарантийных фондов (с формированием коллективного фонда), возможностей по управлению ЧПО, методологии применения портфельного подхода (межрыночные спреды и т. п.) на базе SPAN;
- развитие механизмов клиринга и расчетов.

Итогом развития института ЦК на рынках ММВБ должно стать появление ЦК, соответствующего лучшим зарубежным образцам и предоставляющего российским и зарубежным участникам возможности увеличения объемов операций на российском финансовом рынке. Для этого ЦК необходимо обладать достаточным капиталом и фондами, заслужившей доверие системой управления рисками с единым обеспечением по различным рынкам и широким спектром доступных участникам сервисов. ■

¹⁶ Тем не менее, создание коллективного гарантийного фонда является вопросом близкой перспективы, т. к., с одной стороны, этого будет требовать рост рынка, а с другой, — поможет сформировать пул клиринговых брокеров.

¹⁷ Здесь и далее, когда мы говорим про дефолт по расчетам, под 10:00 понимается время начала расчетов, которое устанавливается ММВБ и может несколько отличаться от 10:00 (например, 9:55).

¹⁸ По итогам урегулирования ЦК дефолта, в т. ч. исполнения обязательств перед всеми добросовестными участниками, ЦК может вернуть дефолтеру оставшуюся часть ЧПО (или выручки от его реализации) после удержания из него штрафов и компенсации издержек ЦК.