

# МЫ ПРЕДОСТАВИЛИ СЕРВИС, КОТОРЫЙ СООТВЕТСТВУЕТ ЛУЧШЕЙ ЗАРУБЕЖНОЙ ПРАКТИКЕ

15 февраля 2010 г. на Фондовой бирже ММВБ (ФБ ММВБ) был запущен новый сегмент фондового рынка с участием центрального контрагента (ЦК), условием частичного предварительного депонирования средств и расчетами  $T+n$ . О новой технологии торгов и расчетов по сделкам в интервью БО рассказал Вице-президент ЗАО ММВБ Игорь Марич.



**Б. О.** Как функционировал фондовый рынок до появления новой системы расчетов?

**И. М.** Проект ММВБ+ по запуску торгов и расчетов с использованием центрального контрагента — принципиально новая модель функционирования фондового рынка как для биржи, так и для профучастников и их клиентов. До сих пор фондовый рынок на ММВБ базировался на принципе полного предварительного резервирования активов. То есть если вы хотите продать ту или иную бумагу, то ее необходимо зарезервировать заранее и в полном объеме. То же самое происходило с денежными средствами. Расчеты проходили в момент заключения сделки ( $T+0$ ), и участник торгов мог сразу распоряжаться деньгами или бумагами. По счетам депо и по денежным счетам все расчеты происходили вечером по окончании торговой сессии. По сути, в этой схеме наличие центрального контрагента было не нужно — это и так безрисковая модель как для биржи, так и для профучастников. 100% преддепонирование гарантировало исполнение обязательств по сделке и проведение расчетов по ней.

**Б. О.** Почему эта схема перестала удовлетворять рыночным потребностям?

**И. М.** Как известно, в любой модели есть свои плюсы и свои минусы. С одной стороны, в условиях становления рынка, а так же в условиях его развития с точки зрения интернет-трейдинга и привлечения розничных инвесторов, имеющаяся безрисковая модель позволила добиться впечатляющих результатов. Благодаря модели  $T+0$ , мы обеспечили возможность проводить операции с ценными бумагами максимально широкому кругу инвесторов. На конец 2009 г. у ММВБ насчитывается более 650 участников торгов, обслуживающих около 700 000 инвесторов. С другой стороны, при резервировании денежных средств или ценных бумаг профучастник еще не знает: будет заключена сделка или нет. Это увеличивает издержки участников. Если мы стремимся привлечь на российский рынок большее число иностранных инвесторов, сделать его глобальным, то решение вопроса издержек становится приоритетным. Иностранные участники привыкли работать совершенно с другой моделью. Моделью, при которой брокер, получая информацию о цене, может сразу заключить сделку вне зависимости от того, есть у него активы, или нет. Поставка активов, исполнение обязательств по сделке, обеспечивается позже. Когда именно — зависит от рынка. Но чаще всего используется схема расчетов  $T+3$ , т. е. расчеты производятся на третий день после заключения сделки. Это определенный стандарт, рекомендованный Банком международных расчетов. Хотя чем короче срок от момента заключения сделки до расчетов по ней, тем меньше рисков для участников с точки зрения возможности неисполнения обязательств по сделке. Поэтому для рынка важно чтобы расчетные циклы были как можно короче. Чем эти

циклы длиннее, тем больше риска того, что в силу изменения ситуации на рынке возникнут проблемы с расчетами. Тем не менее вариант расчетов  $T+3$  является наиболее широко распространенным.

**Б. О.** В чем основное новаторство модели с использованием центрального контрагента?

**И. М.** При расчетах  $T+3$  с участием центрального контрагента полного резервирования активов для проведения операций не происходит и у участника рынка высвобождается дополнительная ликвидность. Это безусловный плюс. При этом нельзя забывать о рыночном риске. Представим, что сделка с расчетами  $T+3$  и частичным обеспечением заключается без центрального контрагента. Допустим один из ее участников перечислил деньги и ожидает поступление бумаг. Если его контрагент не исполняет обязательств по сделке, то добросовестный участник не рискует всей суммой сделки, т. к. существует «поставка против платежа» (*DVP*). Деньги ему возвращаются, но для реализации первоначальных планов требуется поиск другого контрагента. За время поиска цена бумаги может измениться, что повлечет для такого участника рост издержек. Поэтому для того, чтобы участник был уверен в надлежащем исполнении условий по сделке необходимо наличие центрального контрагента, который является покупателем для всех продавцов и продавцом для всех покупателей. Именно он является гарантом исполнения обязательств по сделке перед добросовестным участником и принимает на себя рыночный риск в случае наличия какого-либо недобросовестного контрагента. Иными словами, если один из контрагентов не исполняет свои обязательства, то за него это делает центральный контрагент, функции которого в нашем случае выполняет ЗАО ММВБ.



Однако поскольку центральный контрагент принимает на себя рыночные риски, он нуждается в некотором обеспечении, которое в случае дефолта одного из участников позволит компенсировать издержки на исполнение обязательств перед добросовестным участником. Естественно, размер обеспечения зависит от размера рыночного риска. На ММВБ+ требуется резервирование 25–30% от суммы сделки по основным ценным бумагам. По облигациям — 16%. При этом резервировать можно не только тот актив, который необходимо поставить по сделке при проведении расчетов. Сейчас к обеспечению принимаются все бумаги, входящие в индекс ММВБ и три выпуска облигаций. Мы реализовали очень продвинутую технологию, предоставили участникам новый сервис, который соответствует лучшей зарубежной практике.

**Б. О. Сохранилась ли технология расчетов T+0?**

**И. М.** Разумеется. ММВБ+ не является заменой существующим режимам торгов и расчетов. Это еще одна дополнительная возможность для участников рынка. Все рынки ММВБ и все возможности — двухстороннее РЕПО, режим переговорных сделок (РПС), расчеты T+0 с полным преддепопом — все остается. Просто добавляется еще один новый режим. Причем с возможностью заключать сразу сделки и купли-продажи ценных бумаг, и операции РЕПО. Предусмотрено несколько режимов РЕПО. Это однодневное РЕПО с расчетами по первой части сегодня, по второй — завтра (причем первая часть рассчитывается вместе с T+0). Другой вариант — первая часть РЕПО рассчитывается завтра, вторая — послезавтра, и последний вариант — первая часть сделки рассчитывается послезавтра, вторая — T+3. Соответственно расчеты идут в целом по всем сделкам, заключенным с центральным контрагентом. Например, если были заключены сделки в разных режимах с центральным контрагентом, но при этом по всем сделкам исполнение приходится на завтра, то будет считаться одно нетто — обязательство/нетто — требование по каждому активу. При этом нетто-обязательства и нетто-требования по сделкам с центральным контрагентом рассчитываются отдельно от нетто-обязательств и нетто-требований по сделкам без центрального контрагента. Таким образом,

для существующего безрискового режима T+0 не возникает новых рисков в связи с появлением центрального контрагента и частичным преддепом. Для использования в качестве обеспечения ценных бумаг каждый участник торгов должен открыть в НДЦ на соответствующем счете депо специальный раздел. Участник может и не открывать этот раздел, но тогда все обеспечение по сделкам в ММВБ+ будет взиматься в деньгах. Перевод ценных бумаг в обеспечение и вывод их из обеспечения может осуществляться различными способами: переводами в НДЦ и переводами в клиринговой системе с использованием рабочих мест участников.

Что касается денежных средств, то предусмотрена единая позиция, что позволяет не дробить ликвидность. Если брокер заключает сделку в режиме T+0, то в счет того же денежного счета можно заключать сделки и с центральным контрагентом.

По итогам дня происходит переоценка обеспечения и обязательств участника по сделкам в ММВБ+, что позволяет не требовать лишнего обеспечения при заключении сделки.

Величина начальной маржи 25-30% определяется, исходя из двухдневного рыночного риска.

**Б. О. Кто принимал участие в подготовке этого проекта?**

**И. М.** Мы контактировали с комитетами при Фондовой бирже ММВБ, была создана рабочая группа, изучен зарубежный опыт. Мы понимаем, что после запуска ММВБ+ потребуются некоторое время для того, чтобы и мы, и участники рынка адаптировались к новой технологии расчетов. Все привыкли выстраивать свой бизнес по схеме T+0. ММВБ+ совсем другая модель. Если при маржинальной торговле в T+0 участник сам дает клиенту т. н. «плечо», то здесь его предоставляет центральный контрагент. Мы даем возможность заключить сделку, зарезервировав только часть активов. Дальше возникает вопрос: насколько участники рынка готовы транслировать такие условия своим клиентам или они хотят предоставлять другие условия, отличные от этих. Например, просить большее обеспечение, чем мы просим с них. Это уже вопрос риск-менеджмента профучастника. Но для того, чтобы адаптация проходила максимально гладко, мы готовы оказывать всяческое содей-

ствие участникам рынка. Сегодня мы проводим постоянные консультации с участниками, все объясняем, а заодно получаем обратную связь, которая дает нам понимание где необходимо что-то доработать.

**Б. О. Есть ли возможность смотреть ход торгов, не имея открытых лимитов?**

**И. М.** Да. Ход торгов в режимах ММВБ+ виден всем участникам торгов на ФБ ММВБ, но подавать заявки могут лишь участники, получившие от ММВБ лимит нетто-обязательств.

**Б. О. Какая комиссия по сделкам?**

**И. М.** Комиссия по сделкам полностью аналогична комиссии в режимах без центрального контрагента.

**Б. О. Как изменится система риск-менеджмента со стороны биржи?**

**И. М.** Если до появления ММВБ+ биржа работала в безрисковой зоне, то по сделкам с ЦК у нас появляются риски на участников. Поскольку можно столкнуться с фактом неисполнения обязательств по заключенной сделке при том, что исполнять обязательства перед добросовестным контрагентом ЦК обязан, то требуется более внимательно оценивать участников. Для этого была выстроена специальная система управления рисками. При этом мы использовали те наработки, которые у нас были реализованы на срочном и на валютном рынке. На валютном рынке центральный контрагент в лице ЗАО «Национальный клиринговый центр» (НКЦ) существует уже давно. Там так же есть сделки купли-продажи с частичным обеспечением и разными сроками расчетов (*TOD, TOM*), сделки своп, являющиеся аналогом РЕПО.

Сегодня функции центрального контрагента выполняет ЗАО ММВБ. В дальнейшем в соответствии с нашей стратегией развития мы планируем передачу функций центрального контрагента НКЦ, который будет центральным контрагентом на всех рынках ММВБ.

**Б. О. Какие принципиальные изменения на фондовом рынке можно ожидать с появлением новой системы расчетов?**

**И. М.** Прежде всего мы рассчитываем на привлечение новых клиентов, особенно нерезидентов. Российские участники получают новые возможности для расширения бизнеса. Используя тот же самый объем ликвидности, они смогут заключать больше сделок. ■